

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

*Montevideo, noviembre de 2025*

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

**Calificación de Riesgo de los Títulos Mixtos del Fideicomiso Financiero Torres  
Nuevocentro  
28 - noviembre - 2025**

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

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

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

## Resumen General

**CARE ha calificado los Títulos Mixtos que sustituyen a los anteriores Certificados de Participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Torres Nuevocentro" con la calificación BBB.uy.**

*En esta oportunidad se califican los Títulos Mixtos emitidos en noviembre de 2025 que sustituyen a los Certificados de Participación que se encontraban en circulación a esa fecha. En consecuencia en esta oportunidad y en las posteriores actualizaciones se analizará la capacidad del proyecto de generar y pagar, al menos el interés base prometido, y devolver a los beneficiarios el capital invertido en los títulos mixtos.*

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

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

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

- Al 30 de junio de 2025 se encontraban comercializadas y en proceso de comercialización (firma del boleto de reserva y alquiladas con opción a compra) el 70% de los apartamentos y el 68% de los garajes. Considerando también los alquileres comunes, los porcentajes se elevan al 94% para los apartamentos y al 89% para los garajes de las torres.
- El mercado inmobiliario ha evolucionado favorablemente luego de la pandemia y de sus efectos negativos sobre el desarrollo del sector. Desde entonces, el sector evidenció un impulso reflejado en el aumento de los desarrollos y operaciones inmobiliarias, en especial en el sector vivienda. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.
- La mejora en el ingreso de los hogares y el reciente fortalecimiento del peso, determina un escenario algo más favorable para la demanda por inmuebles, al menos en relación a los precios relativos y las tasas de interés, aunque como es habitual esto tiene efectos asimétricos en la producción de vivienda, lo que en particular afecta la comercialización de las unidades que aún están a la venta. No es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. Los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes.
- Por su parte, los precios de los alquileres han moderado sus aumentos y han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años, recogiendo el impacto de la nueva oferta inmobiliaria en Montevideo, probablemente estimulada por la vivienda promovida.
- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas en línea con las que tiene este Fideicomiso.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculados a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad.

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado “Fideicomiso Financiero Torres Nueva Centro”.

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

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

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

### 2. Antecedentes y hechos salientes del periodo

#### 2.1. Antecedentes generales

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

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

- A partir del año 2017, la principal modalidad de comercialización del stock de apartamentos ha sido el contrato de “Alquiler con Opción a Compra” (AOC), por el cual se firma un contrato de arrendamiento con opción a compra por un plazo de dos años renovable por dos años más.
- En 2021 comenzaron a vencer los plazos de 4 años para el ejercicio de las opciones de compra. Hasta el 30 de junio de 2025, se ejercieron opciones de compra de 91 apartamentos y 11 garajes.
- El Fideicomiso participa en la comisión directiva de ambas torres en su rol de propietario de las unidades no enajenadas. El fideicomiso al 30 de junio de 2025 tiene el 11% de la Torre Herrera (A) y el 64% de la Torre Artigas (B). Como propietario de un número importante de apartamentos participa en las Asambleas de Propietarios.
- Con el objetivo de dotar al Fideicomiso con más oferta de garajes y también para capturar el “upside” de precio en los terrenos de la zona derivados de la construcción del shopping y las torres, el Fideicomiso TNC optó por tomar posición en tierras y derechos de uso de algunos terrenos en las inmediaciones de las torres para incorporar patrimonio del Fideicomiso. Estos fueron:
  - o Un predio de 600 m2 en la calle Juan Cruz Varela, a metros de la Plaza de las Esculturas para la construcción de 82 garajes. El proyecto prevé la posibilidad de adaptar el edificio a oficinas en un futuro. La obra ya está finalizada y arrendada en un 100% a una automotora. Se está haciendo trámite para pasar la obra a propiedad horizontal.
  - o Un predio de 5.500 m2 con frente a General Flores y a calle Cufré. Se culminó con la obra de las cocheras provisionales, y hay una alta ocupación en formato de alquiler (76 lugares alquilados), por parte de propietarios o inquilinos de las Torres Nuevocentro. La última tasación de este padrón es de abril de 2024 y fue de 3,8 millones de dólares.
- Desde la implementación de la modalidad de alquiler con opción a compra y hasta el 30 de junio de 2025 se llevan 126 apartamentos comercializados bajo esta modalidad (91 ya realizaron la opción de compra), lo que representa el 29% de las unidades ocupadas. La modalidad de AOC fue muy importante entre 2017 y 2022, pero se ha reducido como opción en los años más recientes. En el primer año (2017) el 59% de los apartamentos se comercializaron bajo esta modalidad, en 2018 fue el 70%, en 2019 el 72%, en 2020 del 47%, en 2021 el 42% y en 2022 el 32%. A partir de 2023 menos del 10% de las unidades se colocaron mediante AOC, y la modalidad de alquileres comunes pasó la forma más común.
- En agosto de 2020, se realizó una reunión con República AFAP para tratar el tema de la distribución de fondos líquidos disponibles. Se decidió no distribuir hasta tanto no se defina el destino del desarrollo en el terreno de Cufré. El Fideicomiso a junio 2025 tenía colocados 450 millones de pesos y 9,9 millones de dólares. (previo al rescate de CPs).

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

## 2.2. Hechos salientes del período

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



En el cuadro 1 se presenta la situación comercial de las unidades al 30 de junio de 2025.

Cuadro 1: Situación de unidades al 30/06/2025			
	Apartamentos	Garajes TNC	Garajes Juan Cruz Varela
Vendidos	181	46	6
Vendidos Alquiler con opción a compra	91	11	-
Alquiler con opción a compra	35	8	-
Alquiler común	102	54	85
Sub Total Comercializado	409	119	91
Reservas/precontrato	-	3	-
A Vender o Alquilar con Opción a Compra	28	12	-
<b>TOTAL</b>	<b>437</b>	<b>134</b>	<b>91</b>

Fuente: El Administrador

- Al 30 de junio de 2025 de los 437 apartamentos construidos hay 272 vendidos, 35 alquilados con opción a compra (AOC) y 102 alquileres comunes, por lo que resta concretar la colocación de 28 unidades. El número de apartamentos sin colocar a la fecha es del 6,4%, ello podría considerarse como una ocupación relativamente alta, ya que siempre van a existir apartamentos vacantes en una mínima proporción. Respecto de las diferentes torres, la Herrera se encuentra en un 98% ocupada, mientras que el porcentaje de ocupación de la Artigas es del 89%.
- Con referencia a los 134 garajes construidos bajo las torres, se vendieron 57, se alquilan 54, se alquilan 8 con opción a compra y hay 3 reservados, por lo que resta colocar 12. El estacionamiento construido en el terreno de Juan Cruz Varela está arrendado en su totalidad a una automotora. En el terreno de Cufre hay cocheras provisionales y todas alquiladas (85).
- En los primeros 6 meses de 2025 se vendió un apartamento (estaba en AOC) y se realizaron 10 nuevos alquileres comunes. Esta situación en buena medida responde al cambio de criterio en cuanto a que los inmuebles que aún no se han vendido se mantendrán en alquiler hasta la finalización del Fideicomiso.
- Se ha establecido un Protocolo de Cobranzas para atrasos que se ha venido aplicado tanto para inquilinos atrasados en cuotas de alquiler y/o gastos comunes, como para promitentes compradores atrasados.
  - Por cuotas de promitentes compradores, a junio de 2025 había 31 clientes atrasados, que totalizan 2,2 millones de UI (un 12% más que a diciembre 2024). De este total de deudores 17 de ellos tienen atrasos de menos de 60 días (cartera vigente con atraso), en la otra punta hay 7 deudores con más de 240 días de atrasos (cartera morosa). Ya se han iniciado los procesos judiciales de aquellos contratos con menor posibilidad de cobranza.
  - Por arrendamientos (alquiler y AOC), hay 22 atrasos, pero son solamente 2 los deudores que deben más de tres cuotas. La deuda total es de 1.18 millones de pesos (un 4% mayor a diciembre de 2024).

- o Si bien los niveles de deuda son más altos que para la anterior actualización y muestra un comportamiento levemente creciente, no se observa una tendencia preocupante en el aumento de la morosidad, ni en el número de deudores, ni en los montos de las deudas.

### 2.3. Información analizada

La nueva información analizada fue la siguiente:

- Adenda al Contrato de Fideicomiso de Agosto 2025
- Adenda al Documento de Emisión. Términos y condiciones de los Títulos Mixtos.
- Nota del Fiduciario del 7 de noviembre a la Superintendencia de Servicios Financieros informando de la sustitución de los Cps por los títulos mixtos.
- Informe Jurídico del Dr. Leandro Rama Sienra.
- Informes trimestrales del Administrador el último al 30/06/2025.
- Estados Contables del Fiduciario al 30/06/2025.
- Estados Contables del Fideicomiso al 30/06/2025 y al 30/09/2025.
- Estado de Situación Financiera del Fideicomiso al 31/10/2025 (Cierre provisorio).
- Proyecciones Financieras de la nueva situación, elaborado por el Fiduciario
- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; julio de 2025.
- "Informe Sectorial: *Sector Inmobiliario Mercado de Viviendas*"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; setiembre de 2025.

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS TITULOS MIXTOS

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

### 1. Descripción general

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

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

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

**Constructor:** Ebital S.A.

#### Proyecto y Dirección

**de Obra:** Estudio Gómez Platero.

#### Entidad

**Representante:** Bolsa Electrónica de Valores.

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

#### Bienes

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

**Moneda de los Títulos Mixtos** UI.

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

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

## 2. El análisis jurídico

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

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

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

## 3. Riesgos considerados

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

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

### III. LA ADMINISTRACIÓN.

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

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

#### a) La Fiduciaria

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

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

A continuación se exponen en los cuadros siguientes su Estado de Situación Patrimonial y de Resultados intermedios al 30 de junio de 2025 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 2: Estado de Situación de TRUST (miles de \$)			
Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
<b>Activo</b>	<b>47.630</b>	<b>59.777</b>	<b>43.243</b>
Activo Corriente	6.311	17.985	4.328
Activo no Corriente	41.319	41.793	38.915
<b>Pasivo</b>	<b>27.938</b>	<b>38.211</b>	<b>26.029</b>
Pasivo Corriente	1.749	12.021	4.031
Pasivo no Corriente	26.189	26.190	21.999
<b>Patrimonio</b>	<b>19.692</b>	<b>21.567</b>	<b>17.213</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>47.630</b>	<b>59.777</b>	<b>43.243</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>3,61</b>	<b>1,50</b>	<b>1,07</b>

Fuente: EE.CC TRUST

Como puede apreciarse, mantiene un patrimonio positivo, aunque levemente inferior al del cierre último como consecuencia de un resultado parcial negativo.

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

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos Operativos Netos	4.639	11.101	19.397
Ingresos Diversos	-	-	-
Ingresos Financieros	2.488	2.307	4.707
<b>Total Ganancias</b>	<b>7.127</b>	<b>13.408</b>	<b>24.104</b>
Gastos de Administración	(6.184)	(9.909)	(16.838)
Gastos financieros	(2.818)	(1.695)	(3.218)
<b>Total Egresos</b>	<b>(9.002)</b>	<b>(11.604)</b>	<b>(20.056)</b>
<b>Resultado del periodo</b>	<b>(1.875)</b>	<b>1.804</b>	<b>4.048</b>
Ajuste integral	-	305	305
<b>Resultado Integral del Período</b>	<b>(1.875)</b>	<b>2.110</b>	<b>4.353</b>

Fuente: EE.CC TRUST

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

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

### b) El Fideicomiso

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

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

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

En tal sentido, con fecha 8/08/2025, en Asamblea de Titulares, se resuelve un rescate anticipado de CP's por UI 98 millones los que se efectivizan en dos partidas de UI 49 millones cada una los días 31/8/2025 y 31/10/2025.

Simultáneamente, con fecha 7/11/2025, el Fiduciario comunica al BCU que se ha procedido a sustituir los CP's en circulación (ambas series) por Títulos Mixtos (según adenda al contrato previamente acordada), de esta forma, los montos emitidos por cada serie son:

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

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

En definitiva, un total de UI 320.7 millones, 90 % de los cuales son derechos de crédito y el 10 % restante, derechos de participación.

En virtud de lo expuesto, CARE entendió que los EE CC intermedios (a junio y setiembre de 2025) presentados por el Fideicomiso y publicados en el BCU no son representativos de la nueva realidad por lo que solicitó al Fiduciario una actualización de los mismos recogiendo los cambios producidos.

En respuesta a lo solicitado, el Fiduciario presenta un cierre provisorio al 31/10/2025 cuyo resumen se presenta en el cuadro siguiente y su comparativo con periodos anteriores.

<b>Cuadro 4: Estado de Situación del FFTNC (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/10/2025</b>	<b>30/9/2025</b>	<b>30/6/2025</b>
<b>Activo</b>	<b>2.446.810</b>	<b>2.746.073</b>	<b>3.021.657</b>
Activo Corriente	2.454.024	1.074.632	1.331.398
Activo no Corriente	(7.214)	1.671.442	1.690.260
<b>Pasivo</b>	<b>934.963</b>	<b>40.844</b>	<b>42.141</b>
Pasivo Corriente	23.740	24.020	23.259
Pasivo no Corriente	911.223	16.825	18.883
<b>Patrimonio</b>	<b>1.511.847</b>	<b>2.705.230</b>	<b>2.979.516</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>2.446.810</b>	<b>2.746.073</b>	<b>3.021.657</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>103,37</b>	<b>44,74</b>	<b>57,24</b>

Fuente: EE.CC FFTNC

Los cierres presentados responden a la idea de reflejar la evolución de la situación patrimonial desde que se produjeron los cambios mencionados líneas arriba.

Según informa el Fiduciario, tras la modificación, el certificado de participación pasó de \$ 993.7 millones a \$ 99.37 millones, es decir, el 10 % (se mantiene en el Patrimonio) y el 90% restante, equivalente a \$ 894.3 millones se reclasifica como deuda (pasa al Pasivo no Corriente).

Para entender la consistencia de las cifras del cuadro precedente, es preciso considerar que los \$ 894.3 millones que se reclasificaron como deuda equivalen a UI 288.65 millones según costo histórico así como, la porción de CP's que se mantienen en el Patrimonio equivalen a UI 32,05 millones. Teniendo en cuenta lo antedicho, en el cuadro siguiente se presenta la evolución de los títulos desde el cierre a junio 2025 al cierre provisorio de octubre 2025.

<b>Cuadro 5: Títulos en circulación (millones de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>31/10/2025</b>	<b>30/9/2025</b>	<b>30/6/2025</b>
Pasivo	894,34	-	-
Patrimonio	99,37	1.145,00	1.297,00
<b>Total CP's</b>	<b>993,71</b>	<b>1.145,00</b>	<b>1.297,00</b>
<b>Equivalente en millones de UI</b>	<b>320,55</b>	<b>369,35</b>	<b>418,39</b>

Fuente: EE.CC FFTNC

Puede observarse que al cierre intermedio de junio, antes de los cambios mencionados, los títulos se mantienen en el Patrimonio según monto original (UI 418.4 millones)<sup>5</sup>; a setiembre, la diferencia son los UI 49 millones rescatados y finalmente a octubre se recoge el segundo rescate de UI 49 millones y la sustitución de CP's por Títulos Mixtos por el cual el 90 % del remanente se reclasifica como deuda y aparece en el Pasivo. Todo esto está contenido en los rubros respectivos en el Cuadro 4.

.En definitiva y de acuerdo al cierre provisorio presentado, el Fideicomiso presenta un patrimonio positivo (\$ 1.511.8 millones o su equivalente de UI 487.7 millones) lo que significa que cubre confortablemente el 90 % de los títulos emitidos en circulación, generando un excedente (Patrimonio) que ofrece razonable perspectiva de cubrir el 10 % restante y, como mínimo, el interés base comprometido.

### **Riesgos considerados:**

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

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

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

<sup>5</sup>. La diferencia de fracciones responde al redondeo en el cálculo



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

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

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

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

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

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

Los niveles de ocupación de los inmuebles propiedad del Fideicomiso se mantienen relativamente firmes con un alto nivel de ocupación, en el entorno del 94% para el caso de los apartamentos y el 96% para los garajes y cocheras. Por otra parte, los atrasos en los pagos de cuotas hipotecarias y de arrendamientos, si bien viene creciendo lentamente, se mantiene en montos razonables, existiendo un protocolo establecido para la recuperación de las deudas.

Adicionalmente, de acuerdo a información suministrada por el administrador, el valor total de los activos estimados en función de los saldos contables del balance al 30 de junio 2025, y considerando los precios de lista del stock de apartamentos y garajes, alcanzaría a poco más de 590 millones de UI.

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

## Generación de Flujos y sensibilización

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

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

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

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

Cuadro 6: Proyecciones financieras en miles de UI								
	2026	2027	2028	2029	2030	2030-2041	2042	2043
Ingresos Totales	20.460	20.944	20.982	20.765	20.394		9.358	8.693
Costos Operativos	(537)	(421)	(333)	(265)	(214)		-	-
Gastos de Administración y Ventas	(9.338)	(8.165)	(7.467)	(7.165)	(4.608)		(3.006)	(2.886)
FCF antes de impuestos	10.586	12.357	13.183	13.335	15.572		6.351	5.807
Impuesto a la renta	-	(417)	(175)	(218)	(151)		-	-
Impuesto al patrimonio	-	-	-	-	-		(4.948)	(4.776)
Free Cash Flow	10.586	11.940	13.008	13.116	15.421		1.404	1.031
Intereses de los Títulos Mixtos (2%)	(5.773)	(5.773)	(5.773)	(5.773)	(5.773)		(5.773)	-
<b>Free Cash Flow to Equity</b>	<b>4.813</b>	<b>6.167</b>	<b>7.235</b>	<b>7.343</b>	<b>9.648</b>		<b>(4.369)</b>	<b>1.031</b>
Saldo inicial Disponibilidades	4.222	9.035	15.202	22.436	29.780		441.765	437.396
<b>Saldo Final Disponibilidades</b>	<b>9.035</b>	<b>15.202</b>	<b>22.436</b>	<b>29.780</b>	<b>39.428</b>		<b>437.396</b>	<b>438.426</b>

Fuente: CARE en base al Administrador

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

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

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

### **Riesgos considerados:**

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

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

## V. EL ENTORNO

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

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

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

### 1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

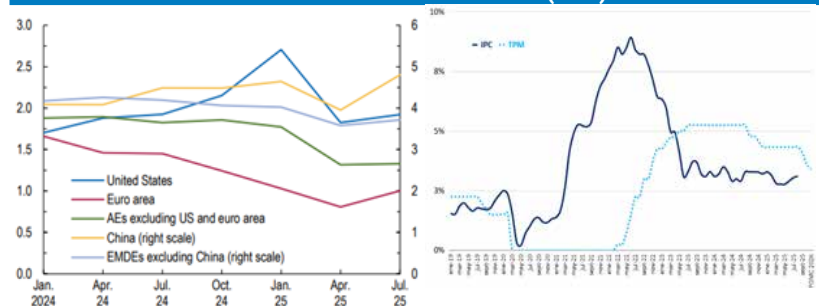
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2024, la economía mundial creció 3,3%, mientras que el crecimiento esperado para 2025-2026 se ubica en el eje de 3%, según las estimaciones del FMI. Esto implica una corrección a la baja de las expectativas de crecimiento respecto al principio del año, producto de un escenario global incierto y convulsionado asociado a los conflictos de Medio Oriente y Ucrania y la Guerra Comercial impulsada por Estados Unidos. Esto incrementó la incertidumbre comercial, con impacto en tarifas y el comercio de bienes a escala global. En este sentido, si bien la etapa mas intensa de escalada tarifaria había quedado atrás, el impacto de este proceso aún no se ha terminado de internalizar tanto en precios como en crecimiento global.

En Estados Unidos, la economía mantiene un moderado dinamismo y el mercado laboral se ha deteriorado en los últimos meses, en tanto la inflación ha tenido una tendencia alcista. Esto tensiona las decisiones de política monetaria en tanto la FED retomó la baja de tasas en setiembre y se espera continúe en esta senda de forma gradual, durante 2025 y 2026. En este sentido, la FED parece priorizar el objetivo de impulsar la economía, que se ha ralentizado en lo que va de 2025. En perspectiva, se espera que este fenómeno de reducción de las tasas de interés se prolongue, a pesar de la elevada

incertidumbre por los efectos de medio plazo de la guerra comercial del primer semestre. En este sentido, el escenario global parece consolidarse con menores tasas de interés, lo que también quita sostén al dólar que se mantiene débil a nivel global. Si bien este escenario es más favorable, desde un punto de vista financiero, para economías emergentes, aún persisten serios riesgos sobre las tasas de interés, los impactos de la guerra comercial, la deuda global, entre otros; todo lo anterior que ha impulsado el valor de activos de refugio tales como el oro.

La principal novedad en el ámbito internacional de 2025 es, como se comentó más arriba, el proteccionismo comercial que se consolidó este año. En este sentido, desde enero el gobierno de Trump anunció sendos incrementos de tarifas y aranceles a distintos bienes y países. Esto ha tenido, al menos, tres objetivos: por un lado ser un elemento de negociación internacional para mejorar las condiciones de acceso a los mercados internacionales, en segundo lugar como mecanismo de presión e incidencia política en entornos locales (ej Brasil) y, por último, como forma de proteger a la economía de Estados Unidos en algunos sectores de actividad. En respuesta, varios países han reaccionado incrementando sus tarifas a bienes o actividades de Estados Unidos, otros han negociado acuerdos como la UE, UK y varios países asiáticos. El resultado de esto es un incremento de la incertidumbre global, con impacto en la inversión y el crecimiento, que podrían ser asimétricos y de magnitud difícil de prever. De hecho, a pesar de que las mediciones de aranceles promedio se han reducido en los últimos meses, los indicadores de incertidumbre se mantienen elevados. En última instancia, al consolidarse un escenario más proteccionista los países tienden a cerrarse, los flujos comerciales se reducen y, por tanto, la demanda externa y el crecimiento podrían enfriarse.

**Gráficos 1 y 2 – Evolución de Proyecciones del PIB 2025 y Tasa de Política Monetaria e Inflación en EEUU (der.)**



Fuente: FMI World Economic Outlook (enero 2025) y Fred St Louis.

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 lo que va del año. Esto implicó que, luego de la corrección de precios relativos de 2024, el dólar se depreció más de 9% a setiembre 2025. Este fenómeno de debilidad del dólar es global, producto de lo comentado previamente, y tiene impactos relevantes a nivel doméstico. En este sentido, lo anterior reduce los márgenes de las actividades exportadoras y aquellas que anclan sus precios a moneda extranjera, con costos de producción en pesos. Este es el caso del sector inmobiliario. A nivel macroeconómico, el escenario de debilidad del dólar impulsa el consumo, en especial de bienes durables como los inmuebles o los automóviles, y reduce las presiones inflacionarias

sobre los componentes transables, moderando la inflación que se ubica en 4,3% a setiembre. Esto confirma la reducción de las presiones inflacionarias, y permite que el COPOM continúe reduciendo la tasas de interés de referencia, expandiendo la política monetaria en el margen<sup>6</sup>. Si bien se espera que la tasa de referencia continúe reduciéndose en los próximos meses, existen algunos riesgos que podrían moderar este fenómeno vinculado al resultado de las negociaciones salariales durante el último trimestre del año y la rigidez de las expectativas de los empresarios, que aún se ubican por encima de la meta prevista por la autoridad monetaria.

De lo anterior se desprende un escenario algo más favorable para la demanda por inmuebles, al menos en relación a los precios relativos y las tasas de interés, aunque como es habitual esto tiene efectos asimétricos en la producción de vivienda. En cuanto al desempeño de la actividad económica, se espera que el PIB crezca 2,4% en 2025 y converge a 2% durante 2026-27, reflejando un crecimiento moderado en ausencia de shocks positivos sobre la inversión o el sector externo.

**Gráficos 3 y 4 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)**

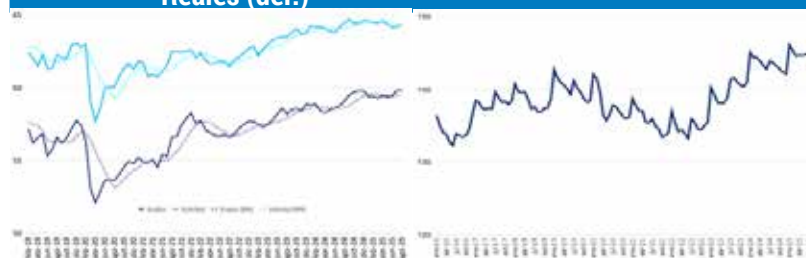


Fuente: INE y BCU

En lo que refiere al mercado laboral, este se mantiene sólido en relación a la economía en su conjunto. En este sentido, si bien no creció durante 2023, se crearon 40 mil empleos, tendencia que se mantuvo, aunque de forma menos pronunciada en el año pasado, también manteniendo buenos niveles de actividad en el mercado laboral y bajo desempleo. Esto se sostiene en los primeros ocho meses de 2025, que se han creado aproximadamente 25 mil puestos de trabajo, manteniendo el dinamismo del mercado laboral. En cuanto a la evolución salarial, el salario nominal creció por encima de 5% a julio de 2025, lo que es consistente con un incremento del salario real global de casi 1%, respecto a 2024. De esta forma, los indicadores del mercado laboral son consistentes con una mejora del ingreso de los hogares, apuntalando el desempeño del mercado inmobiliario.

<sup>6</sup> . A octubre de 2025, la TPM se ubica en 8,25%, producto de una reducción de 50 pbs en el último COPOM.

## Gráficos 5 y 6– Mercado laboral (izq) e Índice Medio de Salarios Reales (der.)



Fuente: INE

## 2. Mercado inmobiliario de vivienda

### 2.1. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 13% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros, de acuerdo a 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. 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 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.

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 desde 2022, pero en particular en 2024 estos superaron 966 mil metros cuadrados, el mayor registro desde principios de 1980. Para 2025, proyectan un incremento de 5% respecto al año anterior, lo que reafirma el dinamismo del sector. El incremento de los permisos otorgados por la IMM es un indicador adelantado del sector, en este caso positivo, dado que cuando se ingresa un permiso, el desarrollador ya tiene asegurado el suelo, e invirtió en el diseño del proyecto arquitectónico.

**Gráfico 7 – Puestos 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, existen algo menos de 1,7 millones de viviendas, de las cuales se estima que 19,5% se encuentran desocupadas según los datos del Censo 2023. Esta información recoge, tanto el incremento de la oferta de viviendas de los últimos años, las tendencias demográficas y de formación de los hogares que se abordan a continuación y el uso de las viviendas. Montevideo es el departamento con el menor porcentaje de viviendas desocupadas (menos del 10%), mientras que Maldonado y Rocha son los que tienen un mayor porcentaje de desocupación, principalmente por la existencia de segundas residencias para uso temporal.



El sector presenta un stock de viviendas antiguo, con necesidades de reparaciones y mejoras constructivas. También es importante destacar que se trata de un mercado segmentado, con productos diferenciados a distintos públicos y zonas, por lo que es posible que las características promedio del stock de viviendas no se mantengan en las distintas zonas, para distintos estratos de hogares, etc. Esto determina que las condiciones generales representan un marco de evaluación de los proyectos, pero se deben considerar sus particularidades a la hora de evaluar el desempeño y perspectivas de los proyectos inmobiliarios.

El stock de viviendas existente se ha desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011 (hoy Vivienda Promovida), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto. El resultado de esto ha sido el desarrollo de áreas que previamente tenían un menor atractivo relativo, como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras. Lo mismo ha venido ocurriendo incluso fuera de Montevideo, con el reciente desarrollo de Canelones. Del mismo modo, más recientemente, el interior del país también ha visto un impulso de este tipo de emprendimientos.

El Decreto 329 del año 2016 que otorga beneficios a proyectos de gran impacto económico ha colaborado en dinamizar el mercado de vivienda en otro segmento diferente al de la Ley de Vivienda Promovida. Sus ampliaciones recientes de 2020-2022 habrían dado un nuevo impulso a algunos proyectos, en especial generando mayores beneficios y quitando los topes de precio de venta. ***Esto último re-impulsó la construcción de vivienda promovida.***

En lo que respecta a la nueva oferta edilicia, las tipologías construidas refieren a torres de tipo mediana con ascensor y torre suntuaria según la nomenclatura utilizada por el INE; desplazando a las torres económicas. Análogamente, se observa un cambio estructural en lo que refiere a una reducción en el tamaño de las viviendas en construcción en general y en el número de dormitorios por vivienda. Esta reducción del tamaño de las viviendas y de los dormitorios por vivienda, responde al ajuste de la oferta edilicia respecto a las nuevas tendencias demográficas que implican menos habitantes por hogar. Las viviendas del Fideicomiso por lo general se encuentran alineadas con esta tipología.

El nuevo escenario de política pública ha tenido un efecto positivo sobre la oferta de vivienda, destacándose el decreto que modifica la instrumentación de la Ley 18.795 y las resoluciones del MVOTMA número 539 y 673 del 2020. Las modificaciones antes mencionadas han permitido reactivar el desarrollo, mejorando el nivel de retorno esperado de los proyectos inmobiliarios y por tanto alentado la creación de nuevos proyectos edilicios. ***En efecto, de acuerdo a información de la ANV se aprecia un aumento de proyectos promovidos desde el año 2021, con aproximadamente 180 proyectos nuevos por año hasta 2023. Con información al cierre de 2024 se habrían promovido más de 200 proyectos durante el año pasado, aumentando respecto a años previos lo que constituye una señal de dinamismo para el sector de la vivienda.***

Es importante señalar que los cambios introducidos en 2020 también han permitido dinamizar esto fuera de Montevideo. También es importante resaltar que el aumento de la oferta de vivienda habría actuado en favor de la baja de los alquileres en términos tendenciales en los últimos años.

### **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**

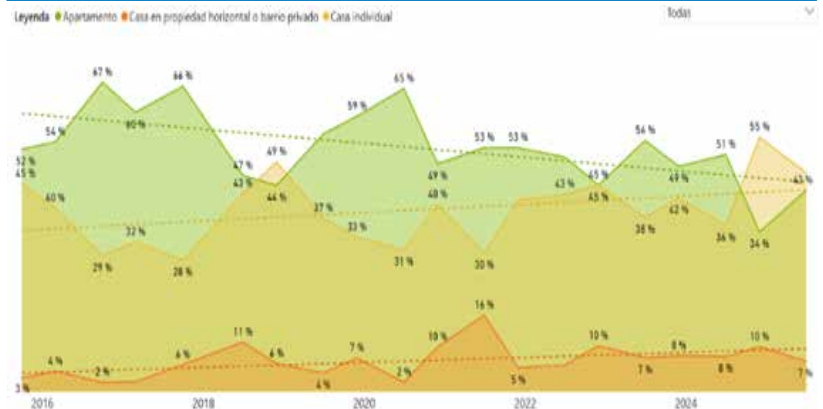
En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años. El último Censo de 2023 marcó que la población total asciende a 3,5 millones de personas, confirmando que la población crece a tasas muy reducidas que se vienen reduciendo en los últimos períodos intercensales. Esto 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.

Por otro lado, otras dinámicas de carácter sociales vinculadas a las preferencias de los uruguayos y las decisiones del hogar han permitido compensar el bajo crecimiento demográfico y presionan el mercado de viviendas desde el lado de la demanda. Estos son: **i)** el avance en la esperanza de vida; **ii)** la creciente fragmentación del hogar; **iii)** la disminución de la tasa de matrimonios; **iv)** el progresivo aumento de jóvenes con estudios terciarios en el mercado laboral y; **v)** la inseguridad. Todos estos elementos han impactado directamente en el mercado de la vivienda. A modo de ejemplo, el último Censo indica que el tamaño medio del hogar se ubica en 2,5 personas y continúa la tendencia decreciente desde que se registra esta información. De hecho, en los registros anteriores (2011), la cantidad de personas por hogar se ubicaba en 2,8 personas. Del mismo modo, aproximadamente 29% del total de hogares son ocupados por una sola persona, mientras que 29,4% son ocupados por dos personas. Esta evolución refleja cambios en las dinámicas

familiares y sociales, incluyendo la preferencia por hogares más pequeños. **Por estos motivos, el mercado demanda tipologías constructivas reducidas.**

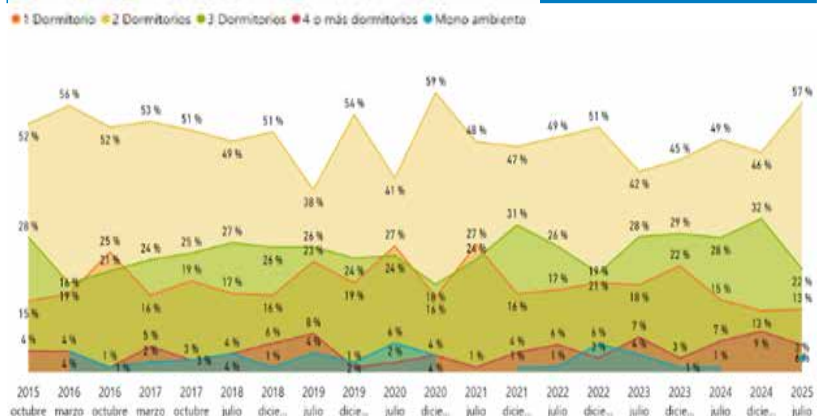
Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y lleva 20 ediciones. De acuerdo a esta encuesta casi 80% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios manteniéndose relativamente estable respecto a ediciones anteriores. Es de notar que en esta última edición 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 15% de la muestra. Sin embargo, otras fuentes complementarias vinculadas a la demanda efectiva en portales (como Mercado Libre e Infocasas) señalan la importancia de las tipologías de un ambiente y un dormitorio en la demanda inmobiliaria reciente.

**Gráfico 8 - Tipo de vivienda buscada por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"**



Fuente: Research Uruguay

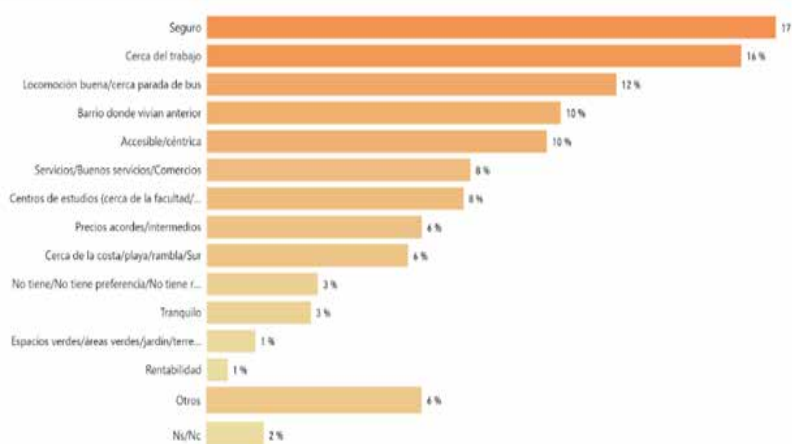
**Gráfico 9 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"**



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 en relación a las últimas olas de esta encuesta.** Destaca que la seguridad pasó a ser 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 10 - 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.

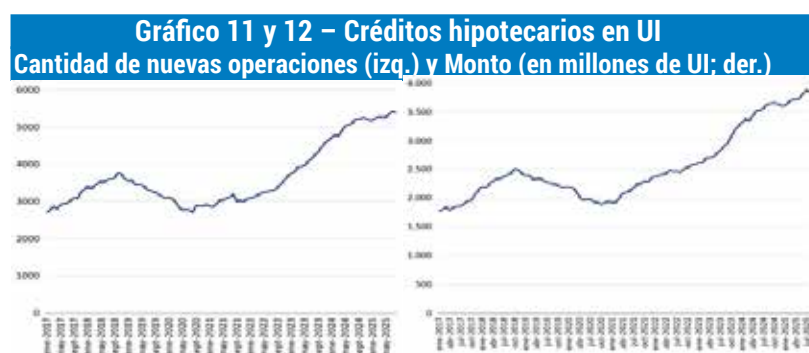
Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes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

## 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, si bien tuvo un impasse sobre el final de 2024, volvió a producirse en 2025 producto de la debilidad global del dólar como se comentó en la primera sección de este capítulo.

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. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a agosto de 2025 creció casi 4% en términos interanuales, mientras que el capital operado creció más de 5%. Esto implica que se producen más de 5000 operaciones de nuevos créditos por año. De todas formas, es de notar que se aprecia cierto enlentecimiento en el ritmo de crecimiento de las operaciones. Las tasas de interés promedio en UI se mantienen estables en 4,8%



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, 23% 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 13 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario**



Fuente: Säder & Calvete (setiembre 2025).

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, con el abaratamiento del costo del dinero en Estados Unidos, fenómenos que se profundizará en el segundo semestre de 2025 y 2026. En este sentido es posible que la gradualidad esperada previamente, no sea tal y el recorte sea más agresivo en tanto existen presiones sobre la Fed para priorizar la actividad económica entre sus objetivos. Esto configura un escenario algo más favorable, para la inversión inmobiliaria en tanto el balance de riesgos/retorno se modificó en el margen. 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.

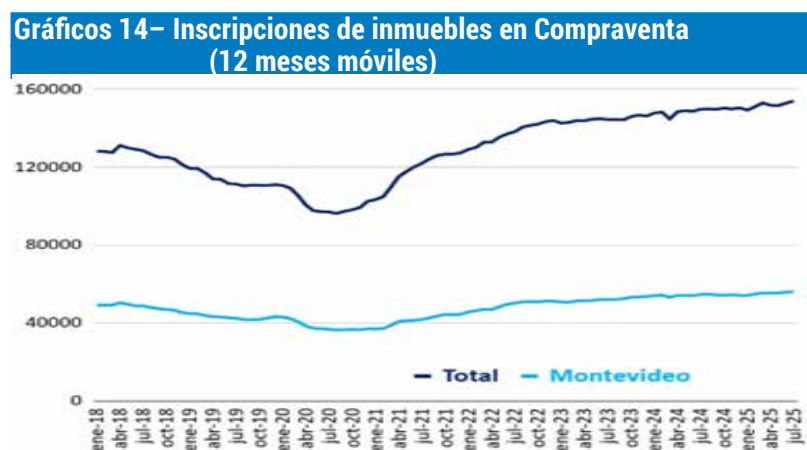
La encuesta realizada por Research Uruguay indaga sobre la demanda para inversión y se aprecia una tendencia creciente entre los encuestados en la búsqueda de inmuebles para invertir, tanto entre quienes buscaron como entre quienes piensan hacerlo en el futuro. Del mismo modo, se aprecia una mayor preferencia 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 2,6% en Montevideo y 2,8% para el total del país en el año cerrado a julio 2025. 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, esta creció 5,5% en pesos en el año cerrado a julio 2025, lo que deja un leve crecimiento de 0,3% en términos reales, mejorando marginalmente respecto a los resultados de cierre del año 2024. 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.

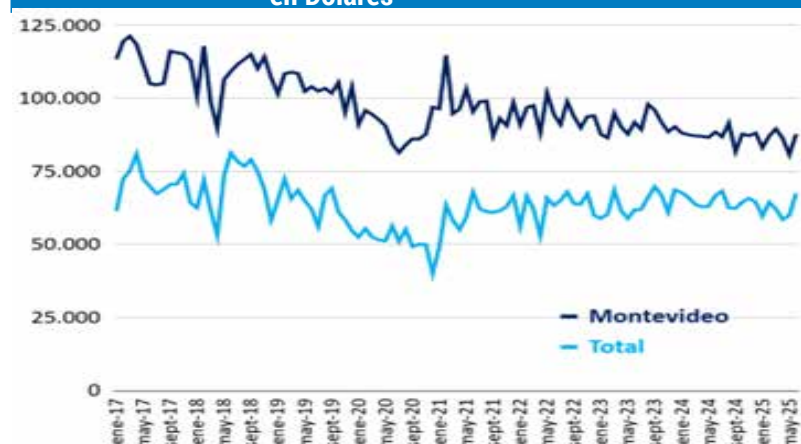
Otros indicadores indirectos también sugieren un mercado inmobiliario firme en los últimos meses con perspectivas optimistas. Tanto los permisos de construcción en Montevideo, como los cotizantes al BPS se mantienen elevados, en particular los primeros con registros muy elevados en la perspectiva histórica.



## iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE para el primer semestre de 2025 muestra un leve aumento de los precios promedio en dólares en Montevideo y estabilidad en el resto del país, respecto al mismo período del año anterior. 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 estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso.

**Gráfico 15 – 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 convergen en su aumento a 5,5% de acuerdo a información a agosto 2025. 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 16 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler  
(Pesos Constantes, Montevideo)**



Fuente: INE en base a DNR

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

En suma, no es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido es la vuelta a la apreciación real del peso, luego del impasse del segundo semestre de 2024. Más allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes. No obstante, algunos indicadores señalan un enlentecimiento de la demanda.

## 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. En este período, el Presupuesto remitido al Parlamento introduciría algunas nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial (restringiendo zonas de alto valor comercial) y acercando la vivienda promovida a otros programas de acceso a la vivienda.

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la

construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Este régimen fue prorrogado en 2025 por un año más, requiriendo renovaciones anuales.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto se prevé que el foco de las políticas de vivienda se oriente a segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. En este sentido, la política de vivienda<sup>7</sup> tendría un enfoque transversal para abordar el déficit habitacional para los más de 60 mil hogares identificados con “al menos una carencia crítica de vivienda” (hacinamiento, falta de agua potable, deficiencias estructurales, etc). El plan se estructura en cinco lineamientos estratégicos para guiar la inversión y la acción del Sistema Público de Vivienda (SPV: MVOT, ANV, BHU, MEVIR). 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<sup>8</sup>.

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. Si bien hace unos meses se prorrogan los beneficios a los proyectos de Gran Dimensión Económica, también se introdujeron cambios sobre la institucionalidad del sistema de vivienda promovida, acercándolo parcialmente a otros programas como Entre Todos, y generando mayor interacción con la COMAP para aquellos proyectos que no se orientan a los lineamientos del MVOT pero que tienen como objetivo generar empleo. Estos elementos podrían implicar cambios para los desarrollos inmobiliarios, tanto en la definición de proyectos como de zonas geográficas. Del lado de la demanda, se prevé incentivar el crédito hipotecario mediante la ampliación del Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios y de la Contribución Económica no revisable que opera reduciendo la cuota de los créditos hipotecarios a hogares que cumplen con determinados requisitos.

### 3. Conclusiones sobre el entorno

**El riesgo mercado.** Entendido como la posibilidad de que los negocios inmobiliarios se desarrollen con una adecuada trayectoria se encuentran acotados. El mercado inmobiliario se mantiene sólido, producto de un entorno económico favorable en términos de empleo, ingreso de los hogares y acceso al crédito. Las menores tasas de interés globales y la debilidad del dólar producto asociada a la incertidumbre global, podrían ser un impulso adicional. Se *considera un nivel de Riesgo medio/bajo*.

<sup>7</sup> . Plan Quinquenal de Vivienda y Hábitat 2025-2029

<sup>8</sup> . La intendencia presentó el programa “Montevideo más cerca: más altura de la edificación en avenidas”, que estimula el desarrollo urbano sustentable, la inversión y la creación de empleo (<https://montevideo.gub.uy/noticias/urbanismo-y-obras/montevideo-mas-cerca-mas-altura-de-la-edificacion-en-avenidas>)

**El riesgo de políticas públicas.** Es reducido ya que 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 con el Gobierno entrantes. La política de vivienda actual se concentra en sectores de ingresos bajos y medios y tiene como objetivo reducir el déficit habitacional mediante un conjunto de instrumentos variados. *Riesgo bajo.*

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los certificados de participación recogen la calificación BBB.uy<sup>9</sup> de la escala de nuestra metodología.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

<sup>9</sup> . **BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**