CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN EL DOMINIO FIDUCIARIO DEL FIDEICOMISO FINANCIERO CASASURU DE DESARROLLO DE VIVIENDAS DE INTERÉS SOCIAL I

Montevideo, noviembre de 2026

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

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

Actualización de la calificación de riesgo de los CPs en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero CASASURU desarrollo de viviendas de interés social I.
25 - noviembre - 2026

Emisión:	Certificados de Participación Serie A por UI 135.000.000 (Unidades Indexadas ciento treinta y cinco millones).
Distribuciones:	Según resultados acumulados realizados según procedimiento establecido.
Activo Fideicomitido:	Bienes inmuebles, proyectos en desarrollo, fondos líquidos e instrumentos financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso.
Fideicomitentes:	Suscriptores iniciales de los CP´s Mulery SA y Nurwoly SA
Emisor y Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión.
Administrador:	CASASURU S.A.
Plazo del Fideicomiso:	Actualmente hasta el 31 de diciembre de 2027
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	EF Asset Management
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de abril de 2027[1].
Comité de Calificación:	Julio Preve, Adrián Tambler y Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	BBB+.uy
Manual Utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por terceros[2]

[1] . Esta Calificación 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 Serie A en el dominio fiduciario del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" manteniendo la calificación BBB+.uy de grado inversor.

En agosto de 2026, la Asamblea de Titulares decidió no avanzar con nuevos desarrollos inmobiliarios y proceder a la extinción del Fideicomiso, en consecuencia no se realizarán los edificios 6 y 7 de Interlagos y se comercializarán los terrenos de ese emprendimiento. Asimismo el 23 de noviembre la Asamblea resolvió extender el plazo del fideicomiso hasta diciembre de 2027 y ajustar a la baja diversos costos. Como consecuencia de esta decisión se modificarán los flujos futuros del fideicomiso en una magnitud que dependerá en gran medida de los activos del fideicomiso y en su valor de realización. Para la próxima actualización se contará con información más ajustada, con un nuevo balance auditado y probablemente un flujo financiero más previsible. En consecuencia, considerando el momento actual de la gestión del fideicomiso, la nota puede no acompañar algunas alteraciones propias de este período.

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

a) Respecto de los títulos

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se describió en el informe jurídico que se adjuntó en la calificación original[3] .

b) Respecto de la Administración

- De modo especial se evaluó oportunamente en la calificación original la capacidad de gestión de la empresa CasasUru SA. administradora del proyecto. Estas evaluaciones ponderan de modo significativo en la calificación realizada. La empresa ha mostrando capacidad de adaptarse a los requerimientos del mercado y llevar adelante el proyecto.

- Se destaca 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; por ejemplo en la readecuación de las inversiones y proyectos hacia segmentos socioeconómicos de ingresos más altos manteniendo los beneficios de la Ley de Vivienda de Interés Social, lo que mejoró en su momento las perspectivas del negocio.

c) Respecto del activo subyacente y los flujos de fondos futuros

- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor soportó los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto.

- Se está culminando con la construcción de la Torre 5 de la ampliación del proyecto Interlagos (Interlagos Novo) y se espera comenzar a entregar unidades en diciembre de 2026, a octubre ya se habían comercializado (boleto de reserva) el 73% de los apartamentos. Respecto de las torres 6 y 7, la Asamblea de Titulares decidió no avanzar en su desarrollo y por lo tanto los terrenos serán comercializados.

[3]. Ver www.care.com.uy.

- Para la anterior actualización, el administrador había presentado una proyección del flujo financiero que arrojaba una TIR para los inversores en CPs de la serie A de 6,9% en UI[4] , pero ésta suponía el alargamiento del plazo de extinción del Fideicomiso y consideraba la construcción de las torres 6 y 7, con las autorizaciones conseguidas por parte de la IC para ampliar los últimos dos edificios. La decisión de la Asamblea de no prorrogar el fideicomiso y no avanzar en la construcción de las torres podría afectar negativamente la TIR, en una magnitud que dependerá en gran medida del valor final de venta de los activos del fideicomiso, especialmente de los terrenos en donde se iban a construir las torres. El cierre del ejercicio en curso, con las tasaciones de los activos remanentes a liquidar, darán una idea más clara del resultado que cabe esperar.

- El Fideicomiso ejecutó cinco proyectos, la mayor parte de los desarrollos ya se han culminado y vendido en su totalidad, quedando solamente en etapa constructiva el complejo de Interlagos, y no quedan unidades para vender en el resto de los proyectos. Quedan por comercializar al 31 de octubre de 2026, solamente los apartamentos del edificio V de Interlagos (quedan 10 apartamentos), y los terrenos en donde se iban a construir las torres 6 y 7.

- En 2026 no se realizaron distribuciones, con los montos ingresados por las ventas se adquirieron Treasury Bill, para rentabilizar las disponibilidades. A octubre de 2026 se ha distribuido una cifra acumulada del orden de $ 590 millones equivalente unos UI 116,4 millones de unidades indexadas, aproximadamente un 86% del valor total de la emisión.

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, aunque con cierta moderación del ritmo de crecimiento en los meses más recientes. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.

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

[4]. La TIR refiere a todo el período, y supone que el inversor integró el capital en el inicio, al valor par y se mantiene hasta la finalización del Fideicomiso.

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

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

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de riesgo de los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Fideicomiso Financiero Fondo CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I".

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (en adelante BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe 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 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 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 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 dependerá estrictamente del alcance de las TIR calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota seguirá entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

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, Adrián Tambler y Julio Preve.

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

i. Antecedentes generales y estado de los proyectos

- ***Avances de Obra***

A continuación, se actualiza el estado de cada uno de los proyectos al 31 de octubre de 2026, según la información suministrada por el Administrador:

- ***Proyecto Aires del Laurel (Salto – Fase I).-***

o El proyecto inicial de 64 unidades se subdividió en 3 etapas. La primera etapa de 16 unidades se terminó de ejecutar en febrero del año 2017. Se analizaron varias alternativas para el desarrollo de las siguientes etapas y finalmente se buscó la comercialización de la porción de tierra sin construir.

o El 4 de noviembre de 2024 se firmó el boleto de reserva correspondiente a la porción del terreno sin construir del proyecto Aires del Laurel y el 3 de Diciembre de 2024 se celebró la Asamblea de Titulares donde se aprobó la venta de dicha tierra y finalmente luego de realizados los pasos necesarios para la desafectación de la tierra y el fraccionamiento en padrones menores, el 16 de diciembre de 2025 se firmó la compraventa de los padrones.

o Proyecto totalmente comercializado y finalizado.

- ***Proyecto Aires de Lagomar Sur.-***

o La obra ya ha finalizado en sus tres fases. Se obtuvo la habilitación final del proyecto por parte de la IC con fecha 12 de setiembre de 2022.

- ***Proyecto Aires del Pinar.***

o El proyecto está terminado, se obtuvo la habilitación por parte de la IC, las viviendas ocupadas y ya se dio de baja en el BPS.

- ***Proyecto Las Piedras.***

o Las modificaciones en la Ley 18.795 impuestas por su cambio reglamentario y el bajo nivel de transacciones que hubo en el sector inmobiliario en su momento en el interior del país llevaron al Administrador a demorar en una primer instancia el inicio de la obra y luego se desestimó su realización.

o En enero de 2023 se obtuvo la resolución 23/00181 de la IC aprobando la propuesta de loteo general por la cual se autorizó al Fideicomiso a poder realizar un fraccionamiento de la tierra para posteriormente comercializarla.

o El 25 de mayo de 2023 la Asamblea de Titulares aprobó la venta de la tierra y en el tercer trimestre de 2023 se concretó la misma.

- ***Proyecto Aires del Norte.***

o El proyecto contempla 30 unidades con tipologías de dos y tres dormitorios similares a las ya ejecutadas en el proyecto Aires del Pinar.

o La obra fue finalizada el 30 de setiembre de 2019.

o Se realizó en agosto de 2022 la inspección por parte de la IC para la habilitación final, la cual fue otorgada en enero de 2023.

- ***Proyecto Interlagos.***

o El proyecto original contemplaba cuatro edificios de 37 apartamentos cada uno y un quinto edificio de 32 apartamentos lo que daba un total de 180 apartamentos. Además se preveía la construcción de 180 sitios de estacionamiento. El proyecto original tuvo diversas modificaciones adaptándose a las diferentes situaciones que se fueron sucediendo y siempre buscando mejorar el proyecto y la rentabilidad del mismo, una de esas modificaciones fue incorporar dos cocheras adicionales a las torres 2, 3 y 4 y en la actual torre 5 que finalmente será igual a las anteriores (37 apartamentos y 39 cocheras).

o Cada edificio cuenta con unidades de 1, 2 y 3 dormitorios.

o Se realizó el fraccionamiento del padrón madre en 5 fracciones lo que permitió realizar los edificios en etapas.

o La construcción de los primeros cuatro edificios ya está culminada.

o Los edificios 1 y 2 ya cuentan con la habitación final por parte de la IC.

o En el edificio 3 está en trámite la habilitación final. El 6 de octubre de 2026 se recibió la notificación de la Intendencia con la resolución de aprobación formal, restando actualmente que Catastro entregue los planos finales para presentarlos a la Intendencia y concluir la habilitación.

o La obra del edificio 4 finalizó el 20 de febrero del 2024, fecha en la cual se firmó el acta de recepción provisoria y se realizó el cierre ante BPS. El 30 de Octubre de 2026 se realizó la inspección del edificio por parte de la Intendencia.

o En abril de 2023 se presentó el Permiso de Construcción de Torre 5 en su localización inicial (padrón 47.439) el expediente fue aprobado en la parte técnica (arquitectura, mensura y sanitaria) y en la notarial. No se logró el permiso para la construcción en ese padrón y se está estudiando los pasos a seguir con ese padrón.

- ***Ampliación Proyecto Interlagos. (Interlagos Nova).***

o La propuesta de ampliación inicialmente planteaba construir 3 torres (edificio 5, 6 y 7) de 37 apartamentos (111 en total), pero luego se modificó la solicitud para la construcción de una torre de 37 y dos torres de 46 apartamentos (129 en total). Esto hubiera permitido no solamente realizar la Torre 5 cuya aprobación en el padrón original no se logró obtener luego de más de 2 años, sino también dos torres adicionales más.

o El 14 de noviembre de 2024 se firmó la compraventa del padrón 25.692 para la ampliación del Proyecto Interlagos, y en ese mismo mes se iniciaron las tareas de relleno en el lugar en donde se está construyendo la torre 5. Se gestionó el fraccionamiento del padrón, y en diciembre de 2024 se obtuvieron los tres padrones individuales y sus cédulas catastrales (48.767, 48.768 y 48.769).

- El 29 de febrero 2024 se ingresó en la IC la solicitud de viabilidad de uso del padrón 25.692, con el fin de construir 3 torres de similares características al Proyecto Interlagos, y el 12 de julio de 2024 se obtuvo la aprobación construcción de 129 apartamentos.

- Con fecha 10 de Abril de 2025 se firmó el contrato de construcción y se comenzó el proceso de apertura de obra ante BPS, comenzando los trabajos el 21 de Abril de 2025.

- El avance inicial no fue el esperado por conflictos en el sector de la construcción en 2025 y hubo algunos atrasos también en 2026 durante la negociación del nuevo Convenio Colectivo entre el sindicato y las cámaras empresariales. Se trabajó en recuperar el tiempo perdido y se espera culminar la obra sobre fines de 2026.

- **Situación comercial.**

- En Aires del Laurel (Salto), finalmente en el último trimestre de 2022 se escrituró la última unidad que quedaba por comercializar.
- En Aires del Pinar se ha concretado la venta de todas las unidades y ya están escrituradas.
- En Aires de Lagomar Sur se comercializaron la totalidad de las unidades, la última se escrituró sobre fines del 2021.
- Proyecto Las Piedras, se concretó la venta de los padrones haciendo efectivo el cobro y entrega de los inmuebles.
- En Aires del Norte se ha concretado la venta de todas las unidades.
- En relación al Proyecto Interlagos se continuó con la comercialización del proyecto mediante la ejecución de diferentes campañas de posicionamiento y atractivo del mismo. Ya se han vendido la totalidad de las unidades del edificio 1, 2 , 3 y 4 y hay 27 unidades reservadas del edificio 5.

- El 31 de marzo de 2020 se realizó una Asamblea de beneficiarios para realizar algunas modificaciones al contrato de Fideicomiso, los que fueron aprobados por el BCU. Los principales cambios referían a autorizaciones previas del comité de vigilancia para el inicio de obras, la habilitación para fraccionar terrenos y se modificó el plazo del Fideicomiso. Posteriormente el plazo de finalización del Fideicomiso se vuelve a modificar en julio de 2021, en junio de 2022, en abril de 2024, y la fecha habría sido el 31 de diciembre de 2026.

- El 30 de enero de 2020 se procedió a realizar la primera distribución de dividendos de los Certificados de Participación tipo A por $ 31.775.747. El acumulado total a diciembre de 2025 por concepto de distribución de fondos es de 116,4 millones de unidades indexadas.

- En enero de 2023 el Administrador informó que se alcanzó un acuerdo transaccional homologado judicialmente, por el que se puso fin a la disputa que CASAURU tenía con un arquitecto.

- El 25 de abril de 2024 se realizó una Asamblea de titulares en la cual se resolvió la adquisición de un terreno lindero al Proyecto actual de Interlagos para el desarrollo de 3 nuevas torres hacia el este. Como consecuencia de esta decisión, se amplió la vigencia del Fideicomiso hasta diciembre del año 2026.

ii. Hechos salientes del período

Según informa el administrador, los principales elementos a destacar durante el período considerado son:

- Se continua avanzando con el proceso de habilitaciones finales de los proyectos terminados que aún no cuentan con dicha habilitación. El 6 de octubre se recibió la notificación de la Intendencia de Canelones con la resolución de aprobación formal de la habilitación del edificio 3 de Interlagos, restando actualmente que Catastro entregue los planos finales para presentarlos a la Intendencia y concluir la habilitación.

- En el siguiente cuadro se detallan los porcentajes de avance de cada uno de los proyectos en ejecución, así como también las reservas (preventas) y ventas a octubre de 2026, considerando solamente el edificio 5 de Interlagos.

Cuadro 1: Proyectos Realizados y en Ejecución al 31 de octubre de 2026

Proyecto	Avance de obra/etapa	Unidades/ por Etapa	Reservas	Escrituras realizadas
Aires del Pinar	100%	30	0	30
Aires del Laurel	100%	16	0	16
Aires de Lagomar I	100%	60	0	60
Aires de Lagomar II/III	100%	32	0	32
Air.de Lagomar II/III (PRU)	100%	48	0	48
Aires del Norte	100%	30	0	30
Interlagos I	100%	37	0	37
Interlagos II	100%	37	0	37
Interlagos III	100%	37	0	37
Interlagos IV	100%	37	0	37
Interlagos V	81%	37	27	0
TOTAL		**401**	**27**	**364**

Fuente: CARE en base a información proporcionada por el Administrador.

- Se han comercializado la totalidad de los inmuebles terminados, y se tienen reservados 27 apartamentos del edificio V de Interlagos.

- Durante los meses de junio y julio, la obra del edificio 5 se vio afectada por el conflicto a nivel nacional del sector de la construcción, originado por la negociación del nuevo Convenio Colectivo. Durante la primera semana de agosto las partes alcanzaron un preacuerdo para un nuevo convenio colectivo, lo que permitió la normalización progresiva de la actividad y la reanudación del suministro de materiales y del ritmo habitual de ejecución de obra.

- A octubre de 2026 el avance de obra del edificio 5 de Interlagos era del 81%. Ya finalizaron los trabajos de la estructura de hormigón, los muros y los revoques exteriores, y la obra se encuentra en la etapa de terminaciones e instalaciones. El objetivo sigue siendo poder realizar la entrega de las unidades comercializadas en Diciembre de 2026.

- En agosto de 2026, la Asamblea de Titulares en Asamblea, tomó la decisión de no avanzar con nuevos desarrollos inmobiliarios lo que implica que no se construirán los edificios 6 y 7 del proyecto Interlagos Novo. En consecuencia, los padrones destinados a esos fines (48.768 y 48.769) serán destinados a su comercialización como terrenos.

- En octubre de 2025 la Intendencia de Canelones había aprobado la viabilidad del uso de los padrones para la construcción de los edificios 6 y 7 (uno en cada padrón), cada uno con 56 unidades y 56 cocheras. En abril de 2026 se presentó la solicitud de reválida de dicha viabilidad para extenderla por 180 días, la cual finalmente venció en el mes de octubre de este año.

- En la Asamblea de Titulares del 23 de noviembre se resolvió prorrogar el plazo del Fideicomiso por un año, hasta el 31 de diciembre de 2027, a los efectos de habilitar la venta de los activos del Fideicomiso. Asimismo se propusieron ajustes a la baja en algunos costos por el período que resta.

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; Agosto de 2026.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; setiembre de 2026.
- Informes del Administrador el último (No 42) a octubre de 2026.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2026.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026.
- Estados Contables del Administrador al 31/08/25
- Resolución de la Asamblea de Titulares del 23 de noviembre de 2026.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecieron en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación:	Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social.
Fiduciario:	EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión (en adelante EF).
Administrador:	CASASURU S.A
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.
Títulos emitidos:	Certificados de Participación Serie A de oferta pública por UI 135.000.000. Importe de la emisión que se califica. Certificados de Participación Serie B de oferta privada por hasta UI 5.500.000 (no se califican)
Activos del Fideicomiso:	Bienes Inmuebles (Proyectos), Fondos Líquidos del Fideicomiso e Instrumentos Financieros adquiridos o mantenidos en propiedad fiduciaria por el Fideicomiso.
Moneda:	Unidades Indexadas
Plazo:	Hasta el 31 de diciembre de 2027
Importe de la Emisión:	UI 135.000.000 (unidades indexadas ciento treinta y cinco millones).
Distribuciones:	Los pagos serán realizados en forma trimestral, en la medida que existan Fondos Netos Distribuibles
Calificación de Riesgo:	BBB+.uy

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico agregado en el Anexo I de la calificación original descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc. (Véase en 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: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y CasasUru S.A en su condición de operadora del proyecto.

1. Ef Asset Management (EFAM) (El Fiduciario)

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

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

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

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

Situación económica y financiera

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

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

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

Cuadro 2: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**31/12/2025**	**31/12/2024**
Activo Corriente	37.699	32.193	33.440
Activo no Corriente	308.699	287.528	290.099
Total Activo	**346.398**	**319.720**	**323.539**
Pasivo Corriente	43.244	38.988	45.457
Pasivo no Corriente	269.160	250.654	249.374
Total Pasivo	**312.404**	**289.642**	**294.830**
Patrimonio	**33.994**	**30.079**	**28.708**
Total Pasivo y Patrimonio	**346.398**	**319.720**	**323.539**
Razon Corriente	**0,87**	**0,83**	**0,74**

Fuente: EE.CC EFAM

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

Cuadro 3: Estado de Resultados de EFAM (miles de $)			
Concepto	**30/6/2026**	**30/6/2025**	**31/12/2025**
Ingresos Operativos	57.502	49.372	103.621
Gastos Adm. y Vtas.	(46.939)	(41.679)	(89.335)
Resultado Operativo	**10.563**	**7.693**	**14.286**
Resultados Financieros	(5.309)	(6.931)	(11.407)
Resultados antes de impuestos	**5.254**	**763**	**2.879**
IRAE	(1.339)	(381)	(1.508)
Resultado del período	**3.915**	**382**	**1.371**
Res Operativos/Ingresos	18,37%	15,58%	13,79%
Res Ejercicio/Ingresos	6,81%	0,77%	1,32%

Fuente: EE.CC de EFAM

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

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

2. CasasUru S.A (Administradora/Operadora)

La empresa Operadora o Administradora es CasasUru S.A. (antes Viken International S.A) que adopta su nombre actual a partir del 28 de mayo de 2013 según consta en Acta de Asamblea General Extraordinaria en que se modifica el Estatuto Social en lo que tiene que ver con su denominación habiéndose realizado todas las formalidades del caso.

Se trata de una sociedad anónima cerrada, con acciones nominativas, constituida el 30 de setiembre de 2011 y su objeto principal es la inversión de capitales en sociedades que se dedican al desarrollo de proyectos inmobiliarios amparados en la Ley No. 18.795 de Promoción de Viviendas de Interés Social. Cierra ejercicio el 31 de agosto.

Responsables

Sigue siendo el Presidente del Directorio el Sr. Sebastián Sommer y principal responsable en el desarrollo inmobiliario que implica esta operación. Su idoneidad para ejecutar el plan de negocios propuesto ya fue analizada positivamente por parte de CARE al momento de la calificación original y nada ha ocurrido que hiciera modificar ese juicio.

También se mantiene, en lo esencial, el resto del directorio y el equipo técnico que lo acompaña por lo que el juicio general sobre la capacidad de la firma operadora sigue siendo favorable manteniéndose una razonable distribución de actividades y en la toma de decisiones entre los distintos integrantes de su staff.

Como se ha señalado, el modelo de negocios original tuvo dificultades de distinta índole para su implementación en los términos previstos. En su momento se ha destacado la capacidad demostrada por la administración en ofrecer alternativas ante un escenario cambiante, alguna de las cuales se han implementado y han encaminado la marcha del Fideicomiso tal como se da cuenta en otra sección de este informe.

Situación económico financiera

Actualmente la firma tiene como actividad principal la administración de este fideicomiso. El ejercicio cerrado el 31/8/2025 (último disponible) muestra una situación patrimonial positiva.

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre la capacidad de la firma operadora respecto a completar el plan de negocio previsto, máxime que el mismo se encuentra en las etapas finales.

Fideicomiso

El fideicomiso se crea mediante contrato celebrado el 11 de diciembre de 2014 (posteriormente modificado el 6 de mayo y 2 de junio de 2015), entre Mulery SA y Nurwoly (fideicomitentes) y EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión SA (fiduciaria).

El 1 de julio de 2015 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores y la suscripción de valores fue realizada públicamente el 4 de agosto de 2015.

En total se suscribieron valores por UI 140.500.000 de los cuales UI 135.000.000 correspondieron a la serie A, colocados mediante oferta pública y UI 5.500.000, correspondientes a la serie B, fueron emitidos a favor de Mulery SA y Nurwoly SA, los fideicomitentes, como forma de pago de los terrenos fideicomitidos y que eran de su propiedad (Salto y Las Piedras). Se ha integrado el 100 % de los CP´s cumpliéndose así el cronograma previsto.

Según se había informado oportunamente, el Fideicomiso se iba a mantener vigente hasta el 31/12/2026.

En agosto de 2026 se convocó a una nueva Asamblea con el objetivo de analizar una prórroga adicional; finalmente en noviembre se acordó fijar la fecha de cierre del Fideicomiso para el 31 de diciembre de 2027.

Esto se confirma en el Informe no. 42 de octubre 2026 elaborado por Casasuru en que se establece:

"Considerando la decisión de los Titulares en Asamblea, el escenario de no continuar con nuevos desarrollos inmobiliarios, y estando en evaluación la prórroga del plazo del Fideicomiso y las condiciones de esta, las proyecciones financieras se encuentran en proceso de revisión, contemplando la finalización y comercialización de la Torre 5 de Interlagos y la venta de los terrenos remanentes. En este contexto, el presente informe no incluye el cuadro habitual de flujo de fondos ejecutado y proyectado, cuya actualización será presentada una vez se defina por los Titulares el escenario futuro".

A continuación se brinda información resumida de los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al 30/06/2026 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles $)

Concepto	30/6/2026	31/12/2025	31/12/2024
Activo	**460.780**	**432.918**	**405.072**
Activo Corriente	308.898	281.879	157.837
Activo no Corriente	151.882	151.039	247.235
Pasivo	**148.902**	**107.236**	**10.451**
Pasivo Corriente	141.996	103.647	10.451
Pasivo no Corriente	6.906	3.589	-
Patrimonio	**311.878**	**325.682**	**394.621**
Pasivo y Patrimonio	**460.780**	**432.918**	**405.072**
Razón Corriente	**2,18**	**2,72**	**15,10**
Patrimonio contable en miles USD	**7.774**	**8.342**	**8.955**
Patrimonio contable en miles UI	47.246	50.702	63.968

Fuente: EE.CC Fideicomsio

Si consideramos el saldo contable del patrimonio al cierre del semestre informado y lo expresamos en dólares según tipo de cambio a esa fecha resulta un valor de USD 7.8 millones, en cambio, si lo expresamos en unidades indexadas el valor sería de UI 47.2 millones. El valor de la emisión, se recuerda, fue de UI 135 millones (considerando solo los de tipo A de oferta pública).

A partir del ejercicio 2020 se comenzaron a pagar distribuciones de fondos a los tenedores de CP´s Serie A. Desde ese año hasta el año 2024 inclusive se han distribuido fondos por $ 590.4 millones; de ahí en más no se realizaron más distribuciones. Expresado en UI representa unos UI 116.4 millones. Vale decir que a la fecha de redactar este informe, los tenedores de CP´s de la Serie A, que invirtieron UI 135 millones, ya han recibido pagos por un monto aproximado al 86 % de lo invertido. Si se agrega esta cifra al patrimonio contable (Cuadro 4), daría un valor total a recibir del orden de UI 163.6 millones lo que compara razonablemente con el monto de la emisión. Los pagos realizados a los beneficiarios se imputan a resultados acumulados hasta alcanzar dicho monto, luego, se deducen del valor de los CP´s. En tal sentido, al cierre del semestre se habían rescatado CP´s tipo A por $ 126.1 millones,

misma cifra del cierre del ejercicio anterior por lo que los CP´s del tipo A a rescatar en lo que queda del Fideicomiso es de $ 312.7 millones.

El activo corriente está compuesto mayoritariamente por inventarios, es decir, propiedades que se espera vender en el término de un año o menos. El activo no corriente está compuesto casi íntegramente por inversiones a vender a más largo plazo.

En aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC 40), las inversiones en proyectos inmobiliarios se presentan al valor razonable, estimado en base a tasaciones realizadas por peritos independientes a fechas próximas al cierre del ejercicio anual, o información de mercado. Es decir, en ocasión de un cierre intermedio como en este caso, no hay nuevas tasaciones. Estando en proceso de liquidación, la tasación de los terrenos a vender cobra especial relevancia.

Cuadro 5: Estado de Resultados Fideicomiso (miles$)

Concepto	30/6/2026	30/6/2025	31/12/2025
Resultados operativos	1.383	(5.045)	(33.246)
Gastos adm y ventas	(14.978)	(15.883)	(34.025)
Resultados financieros	(1.052)	(4.291)	(2.727)
Resultados diversos	-	-	-
Resultados antes IRAE	**(14.647)**	**(25.218)**	**(69.998)**
IRAE	843	(26)	1.060
Resultados del periodo	**(13.804)**	**(25.245)**	**(68.938)**

Fuente: EE.CC Fideicomsio

En cuanto a los resultados, el criterio seguido es el de registrar como ingreso operativo el resultado neto de las operaciones ya sea por venta o cambio de valor razonable en los activos. Es notorio, dada la etapa en que se encuentra el Fideicomiso, que los ingresos por ventas son cada vez menores lo que se refleja en resultados deficitarios.

El estado de los negocios se analiza en otra sección.

Riesgos Considerados

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de CasasUru S.A. y de EFAM así como la creación del Comité de Vigilancia (introducida en reforma posterior) se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto está muy acotado. *Riesgo bajo.*

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

En ocasión de la calificación original, se analizó la capacidad del activo subyacente de generar los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones del Fideicomiso. Posteriormente, el Administrador fue presentando sucesivos ajustes a las proyecciones financieras, la última de las cuales se presentó en oportunidad de la anterior actualización. Las sucesivas modificaciones de los flujos financieros y las TIRs fueron recogiendo las modificaciones que se iban registrando en el modelo de negocios y en las variables macroeconómicas.

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

El objeto principal del "Fideicomiso Financiero CASASURU de desarrollo de vivienda de interés social I" es el desarrollo de proyectos de vivienda de interés social y su comercialización.

En el momento de la emisión, las proyecciones se presentaban por un período igual a la duración de un ciclo de negocios, o sea 5 años. En la Asamblea celebrada en octubre del 2016 y conforme a las modificaciones mencionadas en los desarrollos inmobiliarios, el plazo se prorrogó tres años más, en la Asamblea del 31 de marzo de 2020 el plazo se prorrogó hasta junio de 2022, en la Asamblea del 14 de junio de 2022 el plazo se prorrogó hasta el 31 de diciembre de 2024, en la Asamblea del 25 de abril de 2024 se prorrogó el plazo hasta el 31 de diciembre de 2026 y en la Asamblea 23 de noviembre de 2026 se prorroga el plazo hasta el 31 de diciembre de 2027.

El efecto en la demanda por las viviendas, apareció desde un principio como la variable más relevante para el resultado del negocio. En este sentido, el Administrador tomó medidas en pro de mitigar dicha amenaza, estas fueron: (a) la suspensión de los proyectos de Salto (segunda y tercera fase) y Las Piedras y (b) activar nuevos desarrollos inmobiliarios destinados a un público objetivo con ingresos mayores y una mayor resiliencia a situaciones macroeconómicas adversas (en especial Interlagos).

El Fideicomiso ejecutó cinco proyectos, la mayor parte de los desarrollos ya se han culminado y vendido en su totalidad, quedando solamente en etapa constructiva el último edificio que se construirá del complejo de Interlagos. En 2024 se propuso la ampliación del proyecto Interlagos el cual pasaría a tener 7 torres cuando el proyecto original era de 5. Como ya fuera comentado, los edificios 6 y 7 de Interlagos finalmente no se desarrollarán y se comercializarán los terrenos.

Interlagos es un proyecto que tendrá una incidencia de un 59% en los ingresos totales esperados, además de ser el que habría tenido la mayor rentabilidad, contribuyendo a mejorar las perspectivas globales del negocio.

Cuadro 6: Proyectos en Ejecución

Proyecto	Incidencia del Proyecto
Aires del Pinar	5%
Aires del Laurel	2%
Aires de Lagomar I, II y III	28%
Aires del Norte	5%
Interlagos I a V	59%
TOTAL	**100%**

Fuente: CARE en base a información proporcionada por el Administrador.

Como puede observarse en el cuadro, el otro proyecto con alta incidencia en el plan de negocios es el de Lagomar que se encuentra terminado y ya totalmente comercializado.

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

La última proyección del los flujos financieros fue presentada por el administrador con la información real hasta el 31/12/2025 y proyectando los meses y años siguientes suponiendo que se contruirían los 7 edificios del proyecto Interlagos, o sea 513 unidades en total. Esa proyección fue analizada en la anterior actualización y estimaba una TIR para todo el período[5] de 6,9% en UI. Luego de las decisiones tomadas recientemente por los Titulares de los CPs, se sabe que eso no va a ocurrir, no se contruirán los los edificios 6 y 7 y se venderán los terrenos excedentes, y en conseciuencia esa TIR no ser lograría.

El informe No 42 del Aministrador de octubrebde 2026 no presenta una proyección financiera, la que estaría en proceso de revisión, luego de la decisón de la Asamblea de no continuar con nuevos desarrollos y estando en evaluación la prórroga del plazo del Fideicomiso. La nueva proyección deberá contemplar la finalización y comercialización de la torre 5 de Interlagos, la venta de los terrenos remanentes y tener definido el escenario futuro.

Como ya fuera comentado en la sección anterior, el Fideicomiso ya ha realizado distribuciones de fondos a los tenedores de los Cps por el equivalente a 116,4 millones de UI. Por otra parte, el saldo contable del patrimonio al cierre del primer semestre de 2026 expresado en unidades indexadas el valor era de UI 47.2 millones. La suma de ambos conceptos supera ampliamente el valor de la emisión de los CPs del tipo A (UI 135 millones), por lo que se estaría asegurando una TIR positiva.

Suponiendo un escenario en el que se liquidara el Fideicomiso obteniendo el valor del patrimonio a junio de 2026, la TIR podría ubicarse en el entorno del 2 al 3% en UI, dependiendo mucho de los valores reales que se obtengan de la venta de los activos del Fideicomiso.

Las Tasas Internas de Retorno proyectadas consideran todo el período del proyecto por que se estaría estimando la rentabilidad para un inversor que aportó el capital en cada una de las integraciones al comienzo del proyecto y se mantiene hasta el fin del fideicomiso. La suscripción de los valores se realizó en agosto de 2015 y a título de ejemplo en ese momento el rendimiento de la curva en Unidades Indexadas (CUI) a mediano plazo (10 años), se ubicaba entre 3,8 y 4,2%.

Se recuerda que esta no es una emisión con compromiso de rentabilidad fijo, por lo tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación. Estos análisis deben considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a tener en cuenta entre otros por parte del inversor.

[5]. La tasa interna de retorno supone que el inversor adquirió los CPs en el año de su emisión, al valor par, y se mantiene durante todo el período hasta la finalización del fideicomiso.

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 que se modificó el contrato para dotar al Fideicomiso de mayor flexibilidad y mayores instrumentos para concretar la comercialización de unidades, y considerando que ya se ha distribuido un monto muy relevante en relación a la emisión, se considera que existe un riesgo acotado. *Riesgo bajo*.

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 en la evolución del dólar y de la unidad indexada tienen efectos no deseados en el flujo de fondos, como ya se ha observado en el pasado reciente. Sin embargo en lo que resta del plazo es probable que no se acentúe. *Este riesgo por tanto es bajo.*

V. EL ENTORNO

El Fideicomiso se encuentra en una etapa muy próxima a su finalización, por lo que parte de la información que se analiza en este capítulo -especialmente la que refiere al mediano y largo plazo- no aplica en su totalidad. Sin embargo resulta de utilidad al describir el marco dentro del cual se desarrollará el proceso de desinversión, El análisis del entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución de la oferta y la demanda de viviendas.

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 CasasUru de Desarrollo de Viviendas de Interés Social 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 viviendas de interés social, el mercado relevante para el producto ofrecido por el FF CasasUru. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

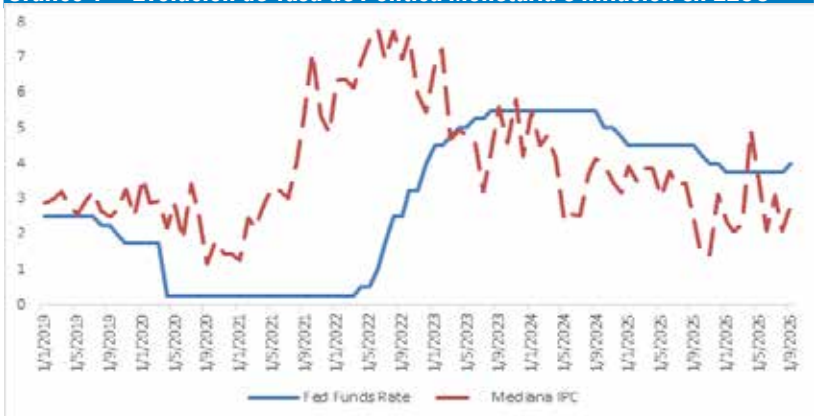
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2025, la economía mundial habría crecido aproximadamente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

En este marco, las principales economías del mundo continúan mostrando desempeños dispares, con una política monetaria internacional que, si bien ha dejado atrás el tramo más contractivo del ciclo, ha evidenciado un cambio de orientación en los últimos meses. En particular, en su reunión del 16 de setiembre de 2026, la Reserva Federal de Estados Unidos resolvió incrementar su tasa de referencia en 25 puntos básicos, situándola en el rango de 3,75%-4,00%. La decisión respondió a la persistencia de presiones inflacionarias, en un contexto de crecimiento de la actividad económica y relativa estabilidad del mercado laboral. Las minutas de esta reunión señalaron, además, que la mayoría de los participantes consideraba probable un aumento adicional de tasas antes de finalizar el año, aunque condicionado a la evolución de los indicadores económicos.

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

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

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



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

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

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

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

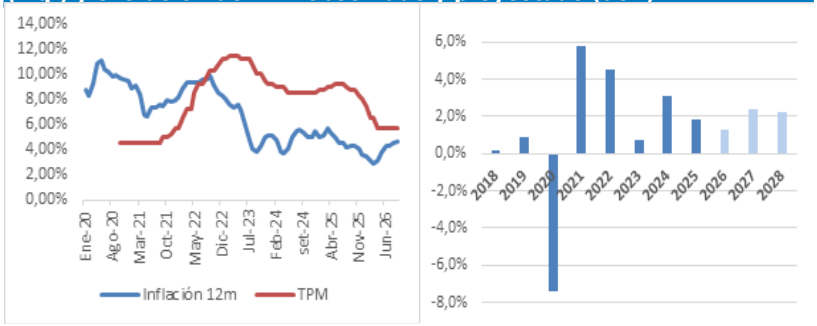
Luego de un 2024 en el cual el dólar se apreció en Uruguay, siguiendo la tendencia global y algunos eventos de risk off como la incertidumbre política por el plebiscito de la Reforma de Seguridad Social, este fenómeno se revirtió completamente en 2025. Esto implicó que, luego de la corrección de precios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

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

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

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

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

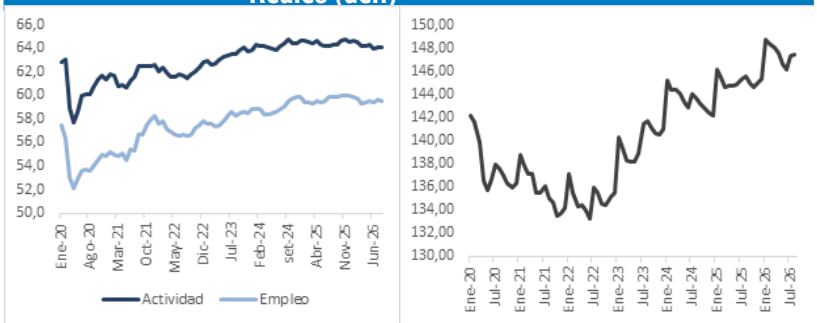


Fuente: INE, BCU, BM y IMF

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

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

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



2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.1. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa una porción relevante de la actividad económica uruguaya, equivalente aproximadamente al 11% del PIB en 2023, según Uruguay XXI, considerando el conjunto de actividades inmobiliarias, y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales sectoriales.

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

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

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

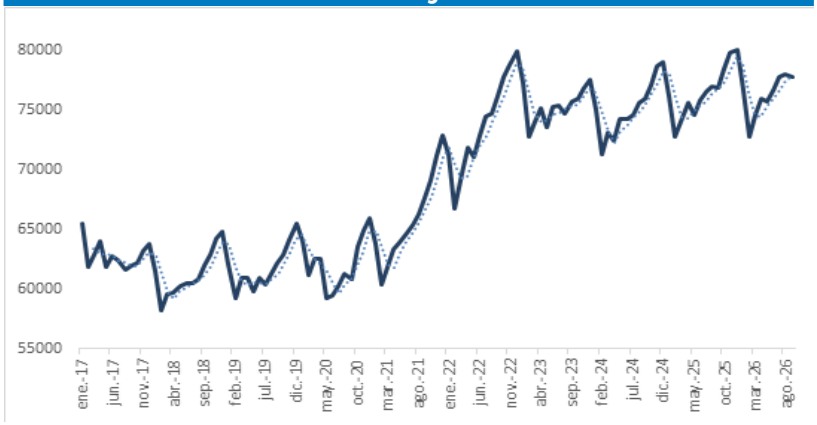
2.2. Evolución reciente y perspectivas

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

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

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

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



Fuente: BPS

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

i. Oferta de vivienda

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

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

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

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

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

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

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

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

ii. Demanda por consumo e inversión

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

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

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

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

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

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

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

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

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

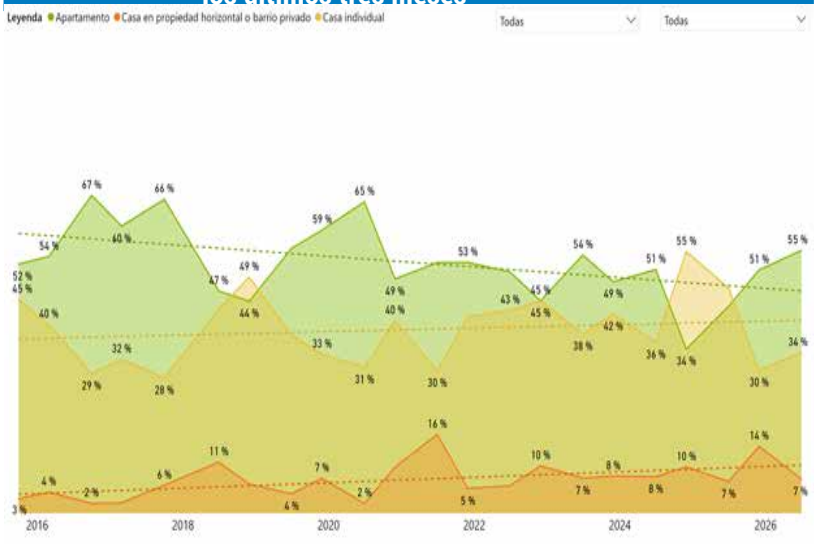
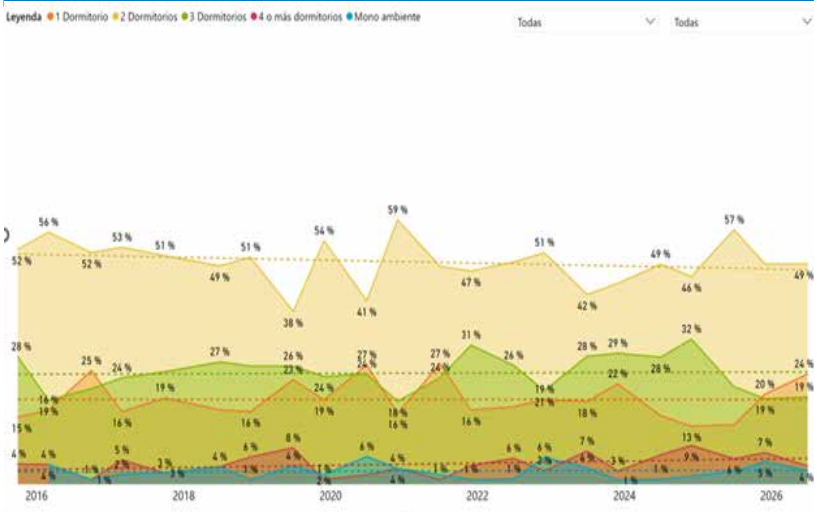
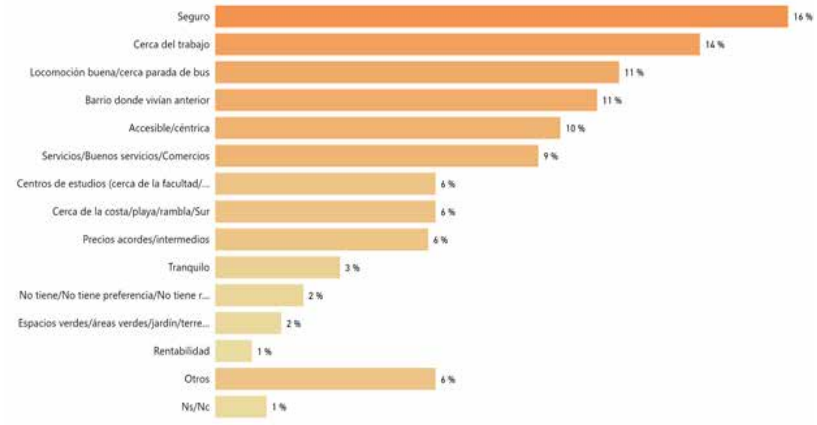


Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



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

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



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

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

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

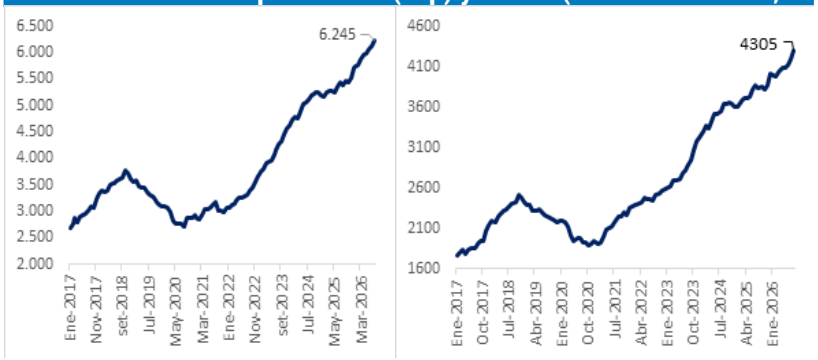
ii.i.ii. Factores Económicos

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

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

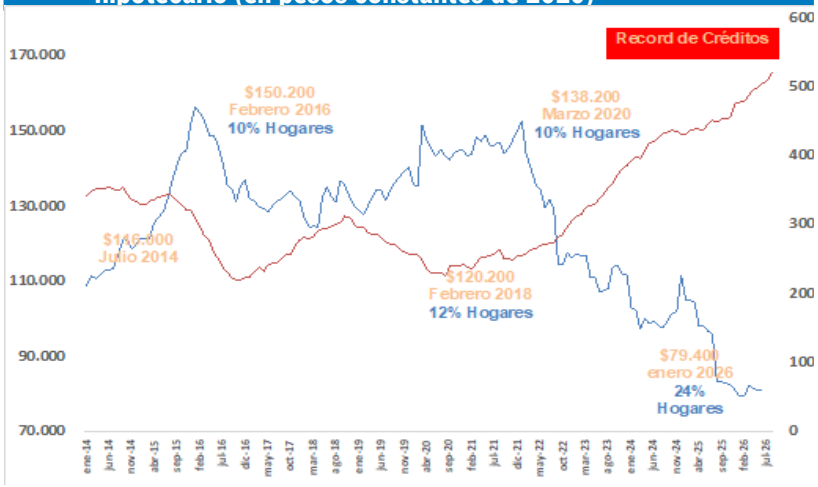
En el año móvil considerado a setiembre de 2026 se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario, mientras que los nuevos créditos a la vivienda alcanzaron unos 4.305 millones de UI, equivalentes a aproximadamente US$ 650 millones anuales. El ticket promedio se ubicó en torno a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

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



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

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



Fuente: Sáder & Calvete (Septiembre 2026).

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

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

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

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

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

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

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

iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

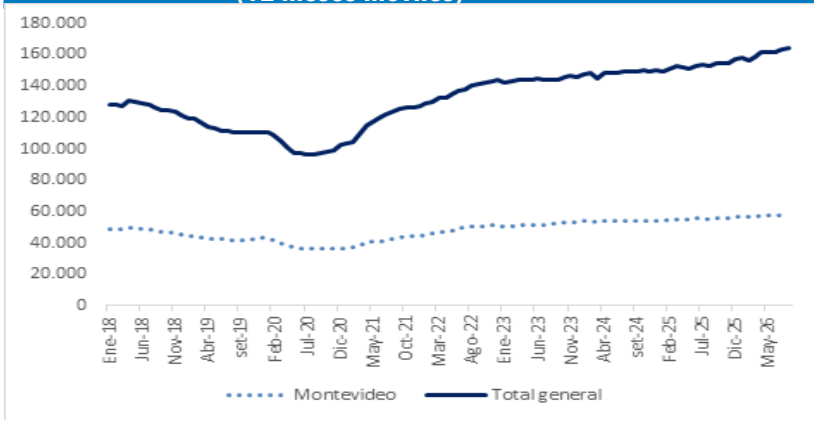
iii.i. Evolución general de las operaciones

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

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

9. 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)

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



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

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

iii.ii. Evolución general de los precios

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

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

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

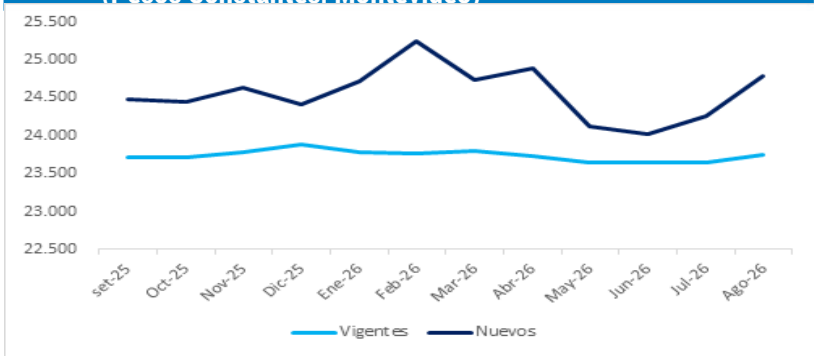


En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios debe analizarse en un contexto de incremento del stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo, aunque no es posible atribuir directamente a este factor la evolución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

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

Los datos disponibles muestran una evolución moderada de los precios nominales de alquiler, aunque no permiten por sí solos determinar la incidencia de la ampliación del parque habitacional sobre dicha trayectoria. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la Vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta, en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, constituye un factor potencialmente relevante para la evolución de los precios y las condiciones de acceso al arrendamiento, cuyo impacto debe evaluarse considerando también la demanda, la localización y las características de las viviendas.

Gráfico 15 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)[6]



iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

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

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

3.- Las políticas públicas

La política de vivienda generada a partir del 2005 ha recogido amplio consenso favorable en todos los sectores políticos. Dicha política crea una nueva institucionalidad e incentivos económicos que alientan la inversión sectorial. Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas como la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

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

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

Poder Ejecutivo anunció nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial, proyectos con mayor impacto social y una mayor articulación con el Sistema Público de Vivienda.

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

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Este régimen fue nuevamente ajustado en 2025 mediante el Decreto 85/025, que modificó el Decreto 138/020 y extendió su vigencia para proyectos presentados antes del 1° de enero de 2026.

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

En lo que respecta a otras políticas públicas, ya se encuentra definido el Plan Quinquenal de Vivienda y Hábitat 2025-2029, en el que el foco de la política habitacional se orienta en buena medida a segmentos de la población de menores ingresos y a situaciones de vulnerabilidad habitacional. En este sentido, la política de vivienda tendría un enfoque transversal para abordar el déficit habitacional a través de cinco lineamientos estratégicos para guiar la inversión y la acción del Sistema Público de Vivienda. Estos son: **i)** emergencia habitacional y vulnerabilidad; **ii)** acceso a la vivienda adecuada; **iii)** integración social y territorial; **iv)** acceso al suelo urbano; y **v)** fortalecimiento del SPV. En el marco de la Ley de Presupuesto Nacional 2025-2029, se introdujeron además instrumentos destinados a ampliar los mecanismos de financiamiento habitacional, incluyendo la autorización para constituir un Fondo de Garantía de Créditos a la Vivienda Social dentro del Sistema Nacional de Garantías y la prórroga hasta diciembre de 2027 de la línea SiGa Entre Todos. Estas disposiciones amplían el marco institucional y financiero de las políticas de acceso a la vivienda.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras. En particular, la reglamentación de "Montevideo más cerca"[7] , actualizada en 2025, mantiene incentivos a la densificación y mayor flexibilidad normativa en determinados corredores urbanos, lo que continúa siendo una señal relevante para el sector. A nivel institucional, en 2024 se superaron los riesgos vinculados al Plebiscito de Reforma de la Seguridad Social que podría haber sido negativo para la macroeconomía y el clima de negocios en general, y para la inversión inmobiliaria en particular.

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

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

3. Conclusiones sobre el entorno

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

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

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la 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 Certificados de Participación de la Serie A recogen la calificación BBB+.uy[8] de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación







Ing. Agr. Adrían Tambler

[8] . ***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. ***El signo (+), indica que la calificación se acerca más a la categoría superior de acuerdo al puntaje. Grado de inversión mínimo.***