

**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, octubre de 2025

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
24	V EL ENTORNO
39	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.
30 - octubre - 2025**

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 Fideicomitado:	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 2026, prorrogable según opciones.
Entidad Representante y Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	EF Asset Management
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de abril de 2026 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.

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 original³.

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 sigue demostrando 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.
- El administrador presenta una actualización de la proyección del flujo financiero que arroja una TIR para los inversores en CPs de la serie A en 5,6% en UI, levemente menor a la presentada en la anterior actualización (5,9%), manteniéndose en niveles aceptables⁴. La rentabilidad ha mejorado respecto del pasado reciente y ello se explica en gran medida por los avances logrados para la ampliación del proyecto Interlagos, que viene teniendo una buena aceptación en el mercado.
- Se viene avanzando en la ampliación del proyecto Interlagos (Interlagos Novo), que será de 3 nuevos edificios, en principio de 37 apartamentos cada uno, aunque dos de ellos podrían ser de 46 unidades por torre, si se obtienen los permisos. Ya se realizó el fraccionamiento del padrón, se ha iniciado con la obra del edificio V; se terminó con el relleno, se obtuvo el permiso de construcción, se hizo el llamado a precios, se firmó contrato con la empresa constructora y se realizaron las obras de pilotaje. Por problemas sindicales en el sector de la construcción el inicio de la obra se demoró unos meses. Se trabaja para poder entregar el edificio V en diciembre de 2026.

³. Ver www.care.com.uy

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.

- El 4 de noviembre de 2024 se firmó el boleto de reserva por la venta de la porción de la tierra excedente del proyecto Aires del Laurel (etapa 2 y 3 que no se construyó por falta de demanda) y el 3 de diciembre de 2024 la Asamblea de Titulares aprobó la venta. Durante el primer semestre del año se trabajó en aspectos técnico- administrativos necesarios para cumplir con las exigencias de la Intendencia de Salto y de la OSE, para poder culminar el fraccionamiento de la tierra y poder firmar la escritura de compraventa.
- 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 30 de junio de 2025, 2 apartamentos de edificio 4 de Interlagos y los tres edificios que se construirán en ese complejo (hay ya 4 apartamentos reservados del edificio V).
- Al 30 de junio de 2025 ya 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. En este sentido, la demanda privada creció producto de tres factores generales: el incremento del ingreso de los hogares, el dinamismo del crédito hipotecario, y el fortalecimiento del peso uruguayo. A esto se le agregan modificaciones en políticas públicas que incentivaron la concreción de nuevos desarrollos vía estímulos fiscales, con un aumento de la demanda por inversión producto además de un entorno regional y local algo más favorable para estas operaciones.
- La mejora en el ingreso de los hogares y el reciente fortalecimiento del peso, determina un escenario algo más favorable para la demanda por inmuebles, al menos en relación a los precios relativos y las tasas de interés, aunque como es habitual esto tiene efectos asimétricos en la producción de vivienda
- No es esperable cambios significativos en el contexto macroeconómico y sectorial que modifiquen sustancialmente el desempeño reciente del mercado. La principal novedad en este sentido es la vuelta a la apreciación real del peso, luego del impasse del segundo semestre de 2024. Más allá de esto, los fundamentos de la demanda se mantienen sólidos, la cantidad de viviendas en producción viene en aumento y los fundamentos socio-demográficos de la demanda continúan evolucionando de acuerdo a las tendencias recientes.
- Por su parte, los precios de los alquileres han moderado sus aumentos y han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años, recogiendo el impacto de la nueva oferta inmobiliaria en Montevideo, probablemente estimulada por la vivienda promovida.

- Según se destaca en la sección V de este informe, el mercado viene demandando tipologías constructivas en línea con las que tiene este Fideicomiso.
- En cuanto a las políticas públicas sectoriales, existe buena aceptación del espectro político nacional, sobre la consolidación de estímulos tanto a la oferta como a la demanda de vivienda en el segmento socioeconómico que focaliza el negocio en cuestión. Por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto los anuncios recientes vinculados a las políticas de vivienda indican que el foco estará en segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad.
- 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 que atienden tanto la oferta de viviendas como la demanda. El Presupuesto remitido al Parlamento introduciría algunas nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial (restringiendo zonas de alto valor comercial) y acercando la vivienda promovida a otros programas de acceso a la vivienda. Si bien la Vivienda Promovida ha sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados. La política de vivienda actual se concentra en sectores de ingresos bajos y medios y tiene como objetivo reducir el déficit habitacional mediante un conjunto de instrumentos variados, que al momento no permite identificar efectos en uno u otro sentido.

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 Tamber 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 a junio de 2025, 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. Se está trabajando para realizar la desafectación y fraccionamiento de la tierra sin construir en las condiciones acordadas en el boleto de reserva aprobado por la Asamblea.

- **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 da 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 a 5.
- 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 habitación final. Se levantaron las observaciones y se está a la espera de la habitación.
- 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. Se está trabajando en la habitación.
- 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 en ese lugar.

- **Ampliación Proyecto Interlagos.**

- 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 permitiría además de obtener 18 apartamentos más que la propuesta inicial, poder realizar la Torre 5 cuya aprobación en el padrón original no se logró obtener luego de más de 2 años.
- o El 14 de noviembre 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 el que se construirá 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).
- o 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.

- **Situación comercial.**

- o En Aires del Laurel (Salto), finalmente en el último trimestre de 2022 se escrituró la última unidad que quedaba por comercializar.
- o En Aires del Pinar se ha concretado la venta de todas las unidades y ya están escrituradas.

- o En Aires de Lagomar Sur se comercializaron la totalidad de las unidades, la última se escrituró sobre fines del 2021.
- o En Aires del Norte se ha concretado la venta de todas las unidades.
- o 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 y 3, 35 unidades del edificio 4 y ya hay 4 reservas para el 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 y en abril de 2024, y la fecha sería 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 junio 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 CASURU 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 futuro 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 continuó avanzando con el proceso de habilitaciones finales de los proyectos terminados que aún no cuentan con dicha habilitación.
 - Se levantaron las observaciones realizadas en la inspección por parte de la IC de la Torre 3 de Interlagos, y la está a la espera de la habilitación.
 - Se viene trabajando en la preparación de la documentación necesaria para comenzar las gestiones para solicitar la habilitación final ante de la IC de la Torre 4.
- Se avanzó en el desarrollo de la Ampliación del Proyecto Interlagos para la construcción de tres nuevas torres.
 - En noviembre de 2024 se lanzó el pedido de precios para la construcción de la futura torre 5 y el 10 de abril se firmó el contrato de construcción con la empresa Arca.

- En enero 2025 se presentó a la ANV el proyecto para la construcción de la torre 5 en el nuevo padrón (48.768). El 31 de marzo 2025 se obtuvo la resolución del MVOT relativo a la Promoción.
- En enero 2025 se presentó la solicitud del permiso de construcción con los documentos ajustados con la información adaptada al nuevo padrón y el 10 de marzo de 2025 se obtuvo la aprobación.
- Se realizó apertura de obra ante BPS y la obra comenzó luego de la licencia de la construcción de semana de turismo el lunes 21 de Abril de 2025.
- El avance inicial no fue el esperado por conflictos en el sector de la construcción. Esto generó atrasos las obras en etapa de hormigón y en el caso particular de Interlagos 5 supuso que la empresa de pilotaje no pudiera comenzar a trabajar hasta el 24 de junio del corriente, dos meses después de haber comenzado la obra.
- Se están evaluando diversos caminos con el fin de minimizar las consecuencias del tiempo perdido y poder cumplir con el objetivo de entrega de la Torre a finales del año 2026.
- El 24 de febrero 2025 la Intendencia de Salto aprobó la desafectación del área no construida del proyecto (Aires del Laurel, Salto Fases II y III) y se generó un nuevo padrón. Se realizan trámites para habilitar el fraccionamiento en 11 lotes tal como se acordó en el boleto de reserva y poder concretar la escritura de compraventa. También se trabaja en la ejecución del proyecto de suministro de agua potable exigido por la OSE para ese nuevo padrón.
- 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 junio de 2025, considerando la ampliación del proyecto Interlagos (en su primer versión de 111 apartamentos).

Cuadro 1: Proyectos Realizados y en Ejecución

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	1	36
Interlagos III	100%	37	1	36
Interlagos IV	100%	37	0	35
Interlagos V	2%	37	4	0
Interlagos VI *	0%	37	0	0
Interlagos VII *	0%	37	0	0
TOTAL		475	6	360

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

* El proyecto final sería finalmente de 46 apartamentos

3. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- Encuesta periódica de Research Uruguay; "La demanda en el mercado inmobiliario"; setiembre de 2025.
- "Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas"; Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette; setiembre de 2025.
- Informes del Administrador el último a junio de 2025.
- Flujo financiero del Fideicomiso a junio 2025.
- Estados Contables intermedios del Fiduciario al 30/06/2025.
- Estados Contables intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.
- Estados Contables del Administrador al 31/08/24

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 2026, prorrogable por decisión de la Asamblea.
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 inscrita 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 inscrita 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 inscrita 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 2025 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez para el semestre, medido como la razón corriente, en este caso supera 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 lo que no ocurre en el semestre informado.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados intermedios al 3/06/2025 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 2: Datos del Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo Corriente	55.186	33.440	26.198
Activo no Corriente	257.937	290.099	248.688
Total Activo	313.122	323.539	274.886
Pasivo Corriente	39.818	45.457	38.315
Pasivo no Corriente	244.216	249.374	211.246
Total Pasivo	284.033	294.830	249.561
Patrimonio	29.089	28.708	25.325
Total Pasivo y Patrimonio	313.122	323.539	274.886
Razon Corriente	1,39	0,74	0,68

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del primer semestre de 2025 muestran un nivel de facturación similar respecto al mismo periodo del año anterior pero gastos algo mayores lo que determina un descenso en las utilidades.

Cuadro 3: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Ingresos Operativos	49.372	48.060	95.753
Gastos Adm. y Vtas.	(41.679)	(38.149)	(78.523)
Resultado Operativo	7.693	9.911	17.230
Resultados Financieros	(6.931)	(6.541)	(11.495)
Resultados antes de impuestos	763	3.370	5.735
IRAE	(381)	(1.158)	(2.352)
Resultado del período	381	2.212	3.383
Res Operativos/Ingresos	15,58%	20,62%	17,99%
Res Ejercicio/Ingresos	0,77%	4,60%	3,53%

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 31/8/2024 (último disponible) muestra una situación patrimonial positiva habiendo cumplido con lo dispuesto con fecha 31 de octubre de 2022 por parte de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas que resolvió aumentar el capital integrado mediante la capitalización de ciertos pasivos que el Grupo mantenía con sus accionistas.

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 fideicomitados y que eran de su propiedad (Salto y Las Piedras). Se ha integrado el 100 % de los CP's cumpliéndose así el cronograma previsto.

Como se ha informado, con fecha 25 de abril de 2024 se aprobó la modificación del plazo del Fideicomiso por lo que se mantendrá vigente y válido hasta el 31 de diciembre de 2026, la razón fue realizar la segunda etapa del proyecto Interlagos. Esto se informa con mayor detalle en otra sección.

A continuación se brinda información resumida de los estados de situación y resultados intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025 y su comparativo con periodos anteriores.

Cuadro 4: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)			
Concepto	30/6/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	393.829	405.072	433.356
Activo Corriente	123.785	157.837	354.226
Activo no Corriente	270.044	247.235	79.129
Pasivo	24.454	10.451	156.902
Pasivo Corriente	24.237	10.451	155.027
Pasivo no Corriente	217	-	1.875
Patrimonio	369.376	394.621	276.454
Pasivo y Patrimonio	393.830	405.072	433.356
Razón Corriente	5,11	15,10	2,28
Fuente: EE.CC Fideicomiso			
Patrimonio contable en miles USD	9.340	8.955	7.085
Patrimonio contable en miles UI	58.016	63.968	47.066

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 9.3 millones, en cambio, si lo expresamos en unidades indexadas el valor sería de UI 58 millones. El valor de la emisión, se recuerda, fue de UI 135 millones (considerando solo los de tipo A de oferta pública).

Cabe decir que a partir del ejercicio 2020 se comenzaron a pagar distribuciones de fondos a los tenedores de CP's Serie A. Desde ese entonces hasta la fecha, se han realizado 13 distribuciones, todo lo cual supone una cifra acumulada del orden de \$ 590 millones equivalente unos UI 116.4 millones (incluyendo la última realizada el 7/8/2024 por UI 3.3 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 174.4 millones lo que compara razonablemente con el monto de la emisión. Los pagos realizados a los beneficiarios fueron imputados a resultados acumulados hasta alcanzar dicho monto, luego, se dedujeron del valor de los CP's. En el semestre informado no se registraron nuevos pagos a los beneficiarios.

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 construcción).

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.

Cuadro 5: Estado de Resultados Fideicomiso (miles\$)

Concepto	30/6/2025	30/6/2024	31/12/2024
Resultados operativos	(5.045)	6.973	160.127
Gastos adm y ventas	(15.883)	(16.289)	(39.039)
Resultados financieros	(4.291)	2.469	9.953
Resultados diversos	-	-	-
Resultados antes IRAE	(25.218)	(6.847)	131.041
IRAE	(26)	5.961	7.263
Resultados del periodo	(25.245)	(886)	138.304

Fuente: EE.CC Fideicomiso

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.

El estado de los negocios se analiza en otra sección; en particular el desarrollo de la segunda etapa del proyecto Interlagos, razón fundamental por la cual este Fideicomiso amplió el plazo de finalización.

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 presenta en oportunidad de esta actualización. Las sucesivas modificaciones de los flujos financieros y las TIRs van recogiendo las modificaciones que se van registrando en el modelo de negocios y en las variables macroeconómicas.

1. Bienes fideicomitados 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 y en la Asamblea del 25 de abril de 2024 se prorrogó el plazo hasta el 31 de diciembre de 2026.

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 ha tomado 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 complejo de Interlagos, y no quedan unidades para vender en el resto de los proyectos.

A partir de 2024 se avanza en la ampliación del proyecto Interlagos el cual pasaría a tener 7 torres cuando el proyecto original era de 5. Esa ampliación está considerada en el flujo financiero que se presenta en esta oportunidad.

Interlagos es un proyecto que tendrá una incidencia de un 67% en los ingresos totales esperados, además de ser el que tiene la mayor TIR esperada (29,3%). Este último proyecto está contribuyendo a mejorar las perspectivas del negocio, y por el momento se viene ejecutando según las previsiones, habiéndose ya culminado la construcción de las primeras cuatro torres. La ampliación del proyecto habilitará la realización de 3 nuevas torres, incluyendo la 5, que no había obtenido los permisos necesarios para realizarse en su localización original. La eliminación de los toques en los precios de los apartamentos para la ANV, permitió en su momento mejorar los ingresos de ese proyecto ya que esas unidades comprometidas se vendieron al precio del mercado.

Cuadro 6: Proyectos en Ejecución

Proyecto	Incidencia del Proyecto
Aires del Pinar	4%
Aires del Laurel	1%
Aires de Lagomar I, II y III	24%
Aires del Norte	4%
Interlagos I a VII	67%
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.

El Administrador presentó una proyección de los flujos financieros sobre la base de la información real hasta el 30/06/2025 y proyectando los meses y años siguientes sobre la base de los proyectos en marcha y a realizar. Incluye un total de 475 unidades, o sea los 7 edificios del proyecto Interlagos, pero en la primer versión de la ampliación 111 apartamentos en vez de 129. La etapa II y III de Salto no se realizó y se vende el terreno excedente (se concretaría la venta en el segundo semestre de 2025).

La tasa interna de retorno que se presenta 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.

Las proyecciones se realizan a 2028 aunque formalmente el fideicomiso terminaría en diciembre de 2026. Está preacordado con los inversores ir revisando año a año la finalización a los efectos de permitir la construcción de las torres 5, 6 y 7 del proyecto Interlagos. Finalizar en 2028 permitiría culminar con la construcción y comercialización del séptimo edificio del proyecto.

En el siguiente cuadro se presenta el nuevo flujo de fondos proyectado.

Cuadro 7 - FF Flujo proyectado en miles de UI

REAL/PROYECTADO	2015-17	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Valor de la UI		3,91	4,21	4,62	4,99	5,44	5,55	6,06	6,33	6,37	7,07	7,41	TOTAL
Ingresos por ventas	26.861	55.703	61.702	95.165	91.873	69.691	46.179	22.105	20.696	61.808	88.513	19.917	660.213
Costos de construcción	-63.719	-16.356	-58.225	-67.028	-47.340	-42.640	-30.640	-6.533	-10.789	-55.131	-57.899	-6.728	-463.028
Cuotas Terrenos	-45.805	-1.099			-168			-3.839					-50.911
Otros gastos (permisos)	-297	-453	-175	-432	-143	-93	-82	0	-100	-105			-1.880
Comisiones y costos venta	-177	-676	-452	-997	-1.291	-1.367	-531	-687	-256	-905	-1.296	-291	-8.926
Costo del FF (incl. Las Piedras)	-22.331	-7.370	-7.806	-7.719	-7.363	-7.195	-6.259	-5.168	-5.414	-6.288	-6.288	-6.288	-95.489
FF PRESUPUESTADO (MILES DE UI)	-105.468	29.749	-4.956	18.989	35.568	18.396	8.667	5.878	4.137	-621	23.030	6.610	39.979
FF de los Certificados de Participación-135.000				17.995	48.313	29.324	14.851	3.310	4.572	22.015	20.094	50.695	
TIR CERT PART A	5,6%												

Fuente: Administrador

La nueva tasa Interna de Retorno para los CPs de la serie A, que son los que se califican, se ubica ahora en 5,6%, levemente más baja que en la actualización anterior (5,9%), pero sigue siendo mayor respecto de las estimadas durante el 2023. Esta leve reducción seguramente se explique como consecuencia del fortalecimiento del peso frente al dólar en el semestre, que determina una reducción de los precios de venta de los inmuebles en unidades indexadas. Entre el 1 de enero de 2025 y el 30 de junio de 2025, el dólar cayó un 10,3% mientras que la UI aumentó un 3,2%.

De cumplirse estas previsiones y en tanto se alcance esa rentabilidad de la inversión, el guarismo se ubica en valores aceptables al ser en unidades indexadas.

Estas proyecciones podrían incluso mejorar si en el mediano plazo el dólar en el Uruguay se fortalece en relación al peso, o si se pudiera transferir al precio de venta el comportamiento cambiario.

3. Sensibilizaciones

CARE considera que los supuestos utilizados para la proyección del flujo financiero son razonables y compartibles, no obstante podría suponerse un escenario más adverso. Por este motivo, se realizó un análisis de sensibilidad de la TIR tomado como base el último flujo financiero, con el objetivo de estudiar el efecto de la variable que más incidiría en el modelo de negocio, los precios de las unidades.

En este sentido se supuso un escenario “pesimista” en el que los ingresos por ventas proyectados fueran menores aun a los esperados a partir de 2025. Si los precios de venta cayeran un 5% la TIR para el inversor sería de 5,0% y si la reducción de precios fuera de un 10% la TIR sería de 4,7%. Si además los ingresos se atrasaran en 12 meses la TIR del inversor sería de 4,8% y 4,3%, para reducciones de 5 o 10% en los precios respectivamente. Como se puede observar el impacto no es muy significativo, ya que las distribuciones ya llevan un buen nivel de avance.

Un atraso en las obras y en las ventas o la necesidad de rebajas en los precios para la colocación de las unidades llevaría la TIR a niveles más bajos, pero se mantendrían positivas y supera la curva de rendimiento en UI, que actualmente está en 3,29%.

4. Costo de oportunidad del Capital

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

Para estimar el costo de oportunidad del capital, CARE utiliza el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model)⁵, que relaciona la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo del mercado y la prima de riesgo asignado al sistema de producción específico, en este caso la construcción de viviendas. Para evitar variaciones bruscas en la tasa, y tener una visión de mediano plazo, se consideraron valores promedios de los últimos 5 años en todas las variables. Para considerar el riesgo sistémico se utiliza el “beta”⁶ promedio de empresas de construcción de viviendas en mercados emergentes, el cual se ubica en 0,9,

⁵. El modelo de valoración de activos financieros, denominado en inglés Capital Asset Pricing Model (CAPM) es un modelo utilizado para calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar un inversión en un activo financiero, en función del riesgo que está asumiendo

⁶. Valor proporcionado por Damodaran.

lo que indica que la inversión en la actividad tiene un menor riesgo y variabilidad que el promedio de todas las actividades en ese mercado. Para la tasa libre de riesgo se considera el rendimiento de los Treasury Bonds a 10 años de EEUU (3,15%), para el riesgo país (índice UBI) se consideraron 96 puntos básicos⁷ y para la prima de riesgo del mercado accionario se consideró 4,51%.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,51%. En la coyuntura actual, la tasa libre de riesgo es mayor al promedio de los últimos 5 años, pero en contrapartida el riesgo país es menor al período considerado. En consecuencia, si se aplican los valores actuales, el costo de oportunidad del capital sería menor (5,10%).

Esta estimación corresponde a una tasa en dólares americanos y dicho valor suele compararse con la TIR del proyecto, siempre que ambos datos estuvieran estimados en la misma moneda, lo que en este caso no es así. La TIR estimada está en Unidades Indexadas, mientras que el costo de oportunidad está calculado en dólares nominales, por lo que ambas tasas no son comparables, por lo que se presentan meramente a título de referencia.

Otros indicadores con los que podría compararse la TIR esperada del Fideicomiso podrían ser las curvas de rendimiento, que serían opciones posibles de inversión ya que están estimadas para el caso del Uruguay⁸. En la actualidad la curva en UI (CUI) a 10 años se ubica en 3,3%.

En este caso, la TIR en UI del Fideicomiso (5,6%) está por encima de la curva de rendimiento en UI, por lo que podría concluirse que la rentabilidad esperada sería mayor al costo de oportunidad. También las Tasas Internas de Retorno estimadas para escenarios más desfavorables superarían a la curva de rendimiento en UI. Cabe aclarar que la curva de rendimiento contempla solamente el riesgo soberano.

Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

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 y posible de ser controlado a tiempo.
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 las últimas proyecciones. Sin embargo en lo que resta del plazo es probable que no se acentúe, y si ocurriera siempre existe la posibilidad de alargar los plazos. *Este riesgo por tanto es bajo.*

⁷ El promedio de 5 años, en octubre 2025 el riesgo país está en el entorno de los 65 puntos básicos.

⁸ Curva Spot de Rendimientos de Títulos Soberanos Uruguayos emitidos en moneda nacional indexada a la inflación o en dólares, según sea el caso

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno macro y sectorial tiene como objetivo evaluar los factores futuros que puedan incidir en la generación de los flujos propuestos por el proyecto. Estos factores, por su naturaleza exógena, refieren al marco general de funcionamiento, en el cual se enmarca el Fideicomiso Financiero 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

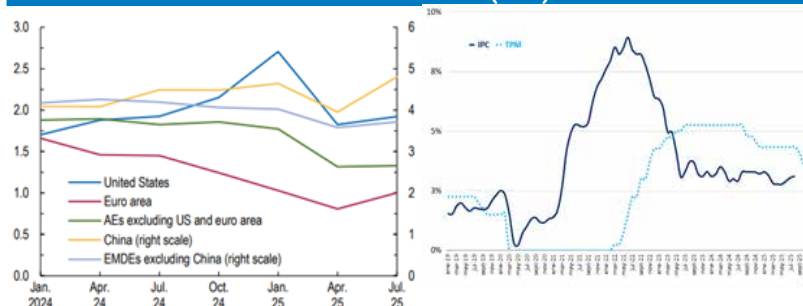
Luego de la pandemia de 2020-2021 y sus efectos económicos y financieros, la economía global rebotó y emergieron brotes inflacionarios producto de las políticas fiscales y monetarias expansivas desplegadas en respuesta a la crisis sanitaria global. En 2024, la economía mundial creció 3,3%, mientras que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

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

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

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

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



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

Luego de un 2024 en el cual el dólar se apreció en Uruguay, siguiendo la tendencia global y algunos eventos de risk off como la incertidumbre política por el plebiscito de la Reforma de Seguridad Social, este fenómeno se revirtió completamente en lo que va del año. Esto implicó que, luego de la corrección de precios relativos de 2024, el dólar se depreció más de 9% a setiembre 2025. Este fenómeno de debilidad del dólar es global, producto de lo comentado previamente, y tiene impactos relevantes a nivel doméstico. En este sentido, lo anterior reduce los márgenes de las actividades exportadoras y aquellas que anclan sus precios a moneda extranjera, con costos de producción en pesos. Este es el caso del sector inmobiliario. A nivel macroeconómico, el escenario de debilidad del dólar impulsa el consumo, en especial de bienes durables como los inmuebles o los automóviles, y reduce las presiones inflacionarias sobre los componentes transables, moderando la inflación que se ubica en 4,3% a setiembre. Esto confirma la reducción de las presiones inflacionarias, y permite que el COPOM continúe reduciendo la tasas

de interés de referencia, expandiendo la política monetaria en el margen⁹. Si bien se espera que la tasa de referencia continúe reduciéndose en los próximos meses, existen algunos riesgos que podrían moderar este fenómeno vinculado al resultado de las negociaciones salariales durante el último trimestre del año y la rigidez de las expectativas de los empresarios, que aún se ubican por encima de la meta prevista por la autoridad monetaria.

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

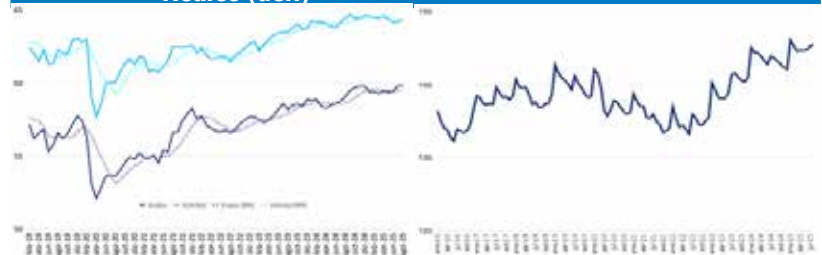
Gráfico 3 y 4 – Tasa de Política Monetaria e Inflación en Uruguay (izq.) y Evolución del PIB y proyecciones (der.)



Fuente: INE y BCU

En lo que refiere al mercado laboral, este se mantiene sólido en relación a la economía en su conjunto. En este sentido, si bien la economía no creció durante 2023, se crearon 40 mil empleos, lo que equivale a un aumento de 1,7 pp de la tasa de empleo. En 2024, el empleo siguió creciendo aunque a un ritmo algo menor, cerrando el año en niveles muy altos, también con altos niveles de actividad y bajo desempleo. Del lado salarial, las remuneraciones siguieron creciendo 2,6% en términos reales en el promedio del 2024, producto de los incrementos nominales y la moderación inflacionaria. En este sentido, tanto los indicadores del mercado laboral como la evolución salarial pautan una mejora en el ingreso de los hogares que fue fundamental para el desempeño del mercado inmobiliario recientemente.

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



⁹ . A octubre de 2025, la TPM se ubica en 8,25%, producto de una reducción de 50 pbs en el último COPOM.

Fuente: INE

2. Mercado inmobiliario de vivienda

a. Breve contexto histórico

El sector inmobiliario representa aproximadamente el 13% del PIB de la economía uruguaya y alcanza a aquellas actividades dedicadas a la intermediación en la venta y alquiler de bienes inmuebles ya sea destinados a vivienda, oficinas, locales comerciales, entre otros, de acuerdo a Uruguay XXI. Este ha venido aumentando su actividad de manera sostenida desde 2003 después de una profunda crisis sectorial entre 1999 y 2002. A partir del 2003, comienza una recuperación que evidenció al menos dos fases diferenciadas. Una primera de alto crecimiento (2003 – 2015), que comenzó con un boom inmobiliario en el sector agropecuario y construcciones destinadas al sector de altos ingresos y luego se orienta hacia la construcción de vivienda destinada al sector medio y medio alto de la población, apalancado en un moderado incremento del crédito y estímulos fiscales sectoriales.

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

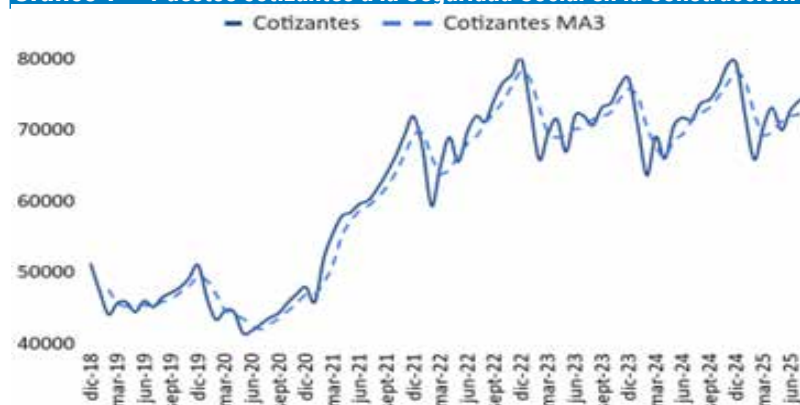
2.2. Evolución reciente y perspectivas

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

Antes de ingresar en el análisis de los fundamentos del mercado inmobiliario, es importante analizar algunas tendencias del sector, resumidas en indicadores relevantes que hacen a sus perspectivas y posicionamiento en cuanto al ciclo económico. En el marco de crecimiento de la economía y del mercado laboral que fue comentado en la primera sección de este capítulo, el sector de la construcción, y en particular los trabajadores cotizantes a la seguridad social también han tenido un crecimiento relevante en los últimos años. Si bien, parte de esto se debe a grandes obras de infraestructura; una vez disipados estos efectos se aprecia que los cotizantes al sector de construcción se mantienen en niveles muy altos, por encima de 70.000 empleos y el sector de la vivienda es uno de los principales demandantes de mano de obra en el sector. Por otro lado, los permisos de construcción también tuvieron un incremento significativo en los últimos años. En particular, según Sader y Calvete, los permisos de

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

Gráfico 7 – Puestos cotizantes a la Seguridad Social en la Construcción.



Fuente: BPS

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

i. Oferta de viviendas

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

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

El stock de viviendas existente se ha desarrollado prácticamente sin intervenciones directas desde el sector público como proveedor, aunque sí ha incidido en la generación de un marco general que favoreció la construcción de vivienda. La aprobación de la Ley de Acceso a la Vivienda de Interés Social en 2011 (hoy Vivienda Promovida), introdujo una serie de instrumentos de política pública de forma de reorientar la construcción de vivienda a zonas céntricas de

menor desarrollo relativo y con baja oferta. Como consecuencia de esta política, en los últimos años se ha evidenciado un incremento de desarrollos inmobiliarios destinados al público objetivo de nivel medio/alto. El resultado de esto ha sido el desarrollo de áreas que previamente tenían un menor atractivo relativo, como el Centro, La Blanqueada, Palermo y Barrio Sur, entre otras. Lo mismo ha venido ocurriendo incluso fuera de Montevideo, con el reciente desarrollo de Canelones. Del mismo modo, más recientemente, el interior del país también ha visto un impulso de este tipo de emprendimientos.

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

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

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

ii. Demanda por consumo e inversión

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

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

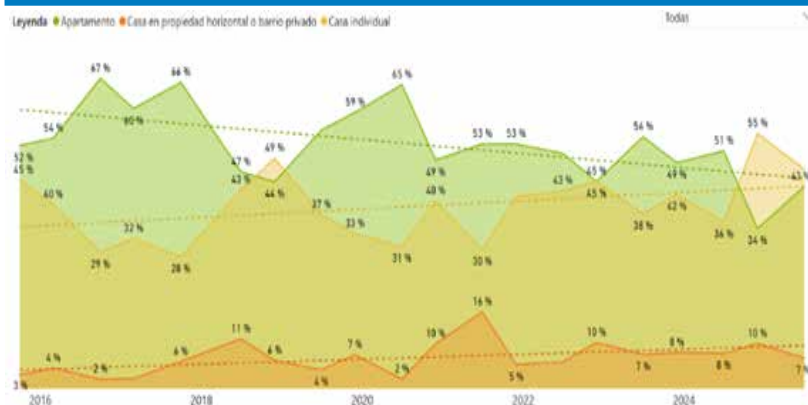
ii.i.i. Factores Sociales

En Uruguay, el crecimiento de la población ha sido muy reducido en los últimos 50 años. El último Censo de 2023 marcó que la población total asciende a 3,5 millones de personas, confirmando que la población crece a tasas muy reducidas que se vienen reduciendo en los últimos períodos intercensales. Esto es producto de la baja natalidad que se viene evidenciando desde los 2000s, con una baja marcada en los hijos por mujer que se ubican en 1,7 según el último Censo. A esto se le suma el incremento de las defunciones post 2020, producto de las derivadas del COVID, lo que implicó que entre 2021 y 2023 la población uruguaya decreciera. Las tendencias recientes implican que hacia fines de la década del 2040 la población tendería a reducirse según las estimaciones de población. Si bien en los últimos años Uruguay ha recibido cierto flujo migratorio, este es de escasa magnitud y solamente 4% de la población uruguaya ha nacido en el exterior. De lo anterior se desprende que las dinámicas demográficas vinculadas a la cantidad de personas no presionarán al alza sobre el mercado de vivienda en los próximos años, en tanto la población uruguaya se mantendría relativamente estable.

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

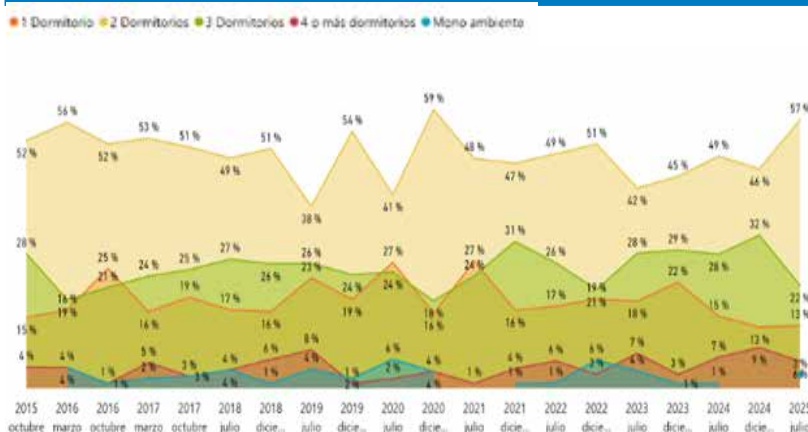
Más allá de lo anterior, para entender el perfil de la demanda, CARE contrata a Research Uruguay, que genera una encuesta semestral recurrente que se realiza sistemáticamente desde 2015 y lleva 20 ediciones. De acuerdo a esta encuesta casi 80% de los encuestados buscan viviendas de dos o menos dormitorios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

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



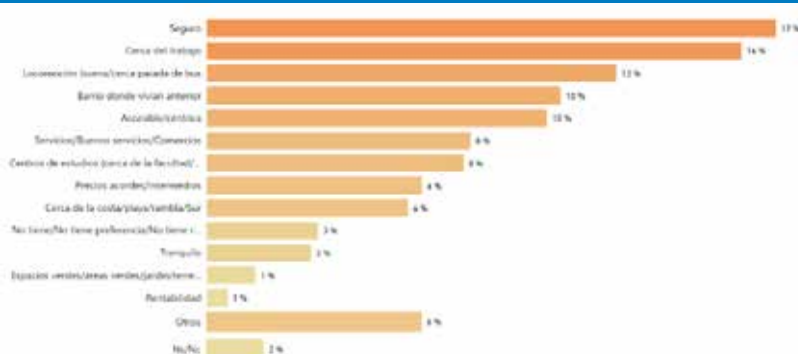
Fuente: Research Uruguay

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



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

Gráfico 10 - Principales requisitos de la vivienda buscada en los últimos tres meses



Fuente: Research Uruguay

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

Por último, la encuesta de Research incorpora indicadores de precios a través del Price Sensitivity Model que permite aproximar el precio óptimo de acuerdo a las opiniones de los entrevistados. Este relevamiento, de carácter subjetivo, permite tener una orientación de referencia general de los demandantes y generar una referencia de precios sobre las preferencias de los hogares. En este sentido, el ejercicio releva tanto precios de compraventa como de alquileres, identificando distintos umbrales de acuerdo a las preferencias individuales. Más allá de los valores individuales de compraventa y alquileres, es importante señalar que las referencias de Cap Rate entre estos se ubican entre 5% y 6% en los relevamientos realizados en los últimos dos años.

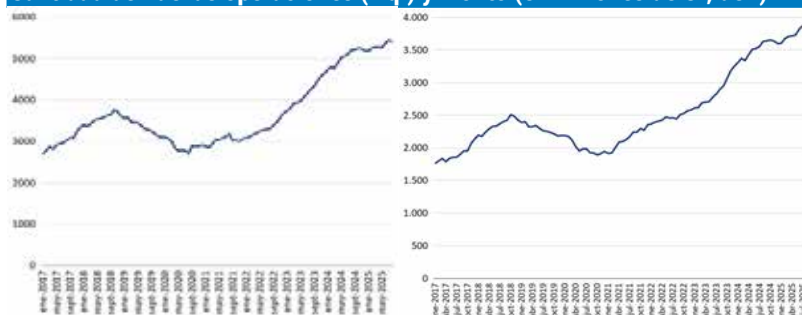
ii.i.ii. Factores Económicos

Por una parte, el ingreso de los hogares, uno de los determinantes más importantes de la demanda de vivienda por motivo de consumo, presentó una caída en 2020 y 2021 producto de la crisis sanitaria y económica, como fue comentado previamente. Esta caída fue dual, vinculada a menores salarios y el deterioro del mercado laboral durante la pandemia. Este fenómeno se revirtió sobre finales de 2021 y se evidencia una mejora sostenida en los últimos años como se comentó en la primera sección de este capítulo. En este sentido, los ingresos de los hogares han venido incrementándose, lo que sumado a la apreciación real del peso favorecieron la compra de bienes durables. Este fenómeno, si bien tuvo un impasse sobre el final de 2024, volvió a producirse en 2025 producto de la debilidad global del dolar como se comentó en la primera sección de este capítulo.

El aumento de los ingresos de los hogares, sumado a la apreciación real del peso, conjugaron un escenario interno favorable para la demanda de inmuebles. Del mismo modo, las condiciones financieras favorables y las campañas impulsadas por algunas instituciones financieras, que buscan

incrementar su share en el mercado de operaciones hipotecarias, implicaron una reducción en el costo de los créditos hipotecarios, lo que a su vez impulsó la demanda por estos instrumentos. La cantidad de operaciones nuevas de crédito a agosto de 2025 creció casi 4% en términos interanuales, mientras que el capital operado creció más de 5%. Esto implica que se producen más de 5000 operaciones de nuevos créditos por año. De todas formas, es de notar que se aprecia cierto enlentecimiento en el ritmo de crecimiento de las operaciones. Las tasas de interés promedio en UI se mantienen estables en 4.8%

Gráfico 11 y 12 – Créditos hipotecarios en UI
Cantidad de nuevas operaciones (izq.) y Monto (en millones de UI; der.)



Fuente: BCU.

En cuanto a la penetración del crédito, esto se mantiene como uno de los desafíos para el acceso a la vivienda. De hecho, esto podría estar detrás del entretimiento reciente de las operaciones. Si bien las operaciones de crédito hipotecario han apuntalado la demanda de vivienda, la penetración del crédito continúa siendo reducida en términos generales aunque las restricciones de acceso se han reducido. En este sentido, los hogares enfrentan restricciones de acceso al crédito que refieren al ahorro previo y al nivel de ingresos mensuales líquidos necesarios. Si bien estas condiciones han mejorado y cada vez más hogares podrían ser sujetos de crédito, de acuerdo a Sader & Calvete, 23% de los hogares uruguayos cumplen con las condiciones de ingresos necesarios para acceder a un crédito hipotecario. Este indicador busca aproximar y medir sistemáticamente cambios en el acceso, y si bien denota una mejora en el acceso desde mediados de 2022, aún existe una porción mayoritaria de los hogares que no tiene posibilidades de acceso al crédito hipotecario.

Gráfico 13 - Ingreso promedio del hogar para acceder a un crédito hipotecario



Fuente: Sáder & Calvete (setiembre 2025).

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

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

La demanda de inmuebles por motivo de inversión está estrechamente vinculada al costo de oportunidad del capital, es decir el rendimiento de usos alternativos determinado por las tasas de interés reales (tanto locales como extranjeras) y los flujos de capital. Desde la crisis del Covid las tasas de interés se incrementaron producto del combate a la inflación a nivel global, elevando el costo de oportunidad de invertir en inmuebles respecto a la inversión en otros activos, particularmente financieros. Sin embargo, como fue comentado al inicio de esta sección este fenómeno comenzó a revertirse en 2024, con el abaratamiento del costo del dinero en Estados Unidos, fenómenos que se profundizará en el segundo semestre de 2025 y 2026. En este sentido es posible que la gradualidad esperada previamente, no sea tal y el recorte sea más agresivo en tanto existen presiones sobre la Fed para priorizar la actividad económica entre sus objetivos. Esto configura un escenario algo más favorable, para la inversión inmobiliaria en tanto el balance de riesgos/retorno se modificó en el margen. Del mismo modo, a nivel local la tasa de interés de política monetaria también entró en una fase de recorte producto de la reducción de las presiones inflacionarias y la debilidad del dólar. Esto también actuaría en favor de la inversión inmobiliaria, al actuar sobre el canal de tasas de interés y sobre la demanda agregada.

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

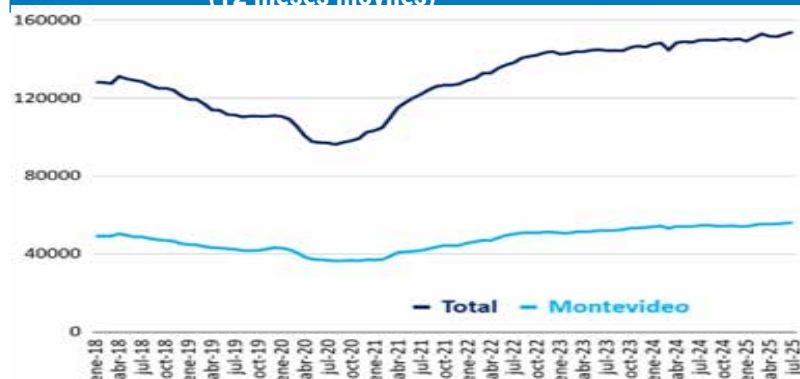
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

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

De acuerdo con las inscripciones de compraventa, publicadas por el INE en base a la DGR, estas han crecido 2,6% en Montevideo y 2,8% para el total del país en el año cerrado a julio 2025. Esto implica una mejora respecto a los valores de cierre del año pasado

Gráficos 14– Inscripciones de inmuebles en Compraventa (12 meses móviles)



Fuente: INE en base a DNR y MEF

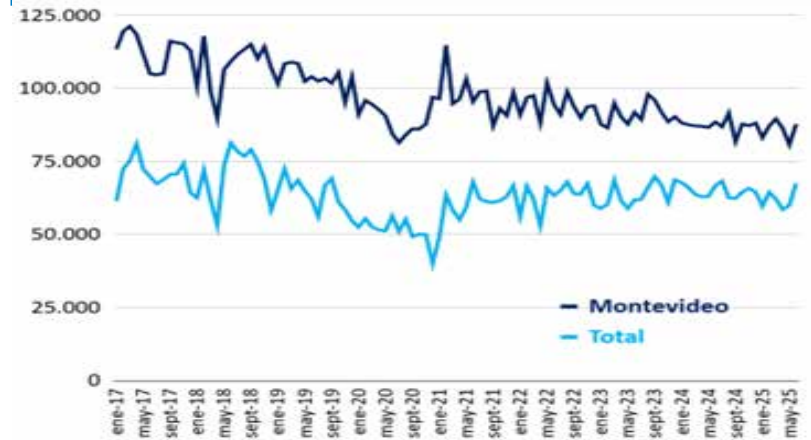
En cuanto a la recaudación del ITP, esta creció 5,5% en pesos en el año cerrado a julio 2025, lo que deja un leve crecimiento de 0,3% en términos reales, mejorando marginalmente respecto a los resultados de cierre del año 2024. Sin embargo deben notarse dos elementos. Por un lado el ITP recoge la transaccionalidad del mercado inmobiliario en sentido amplio, abarcando transacciones de compraventa por fuera del rubro de la vivienda (campos, terrenos, herencias, entre otros). Por otro, los inmuebles bajo la Ley de Vivienda Promovida están exentos de este impuesto en su primera operación y justamente este tipo de proyectos han dinamizado el sector inmobiliario en general, no quedando recogidas en la recaudación del ITP.

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

iii.ii. Evolución general de los precios

Recientemente el Instituto Nacional de Estadística comenzó a publicar información sobre precios de transacciones de compraventa y contratos de alquiler en base a información de la Dirección Nacional de Registros. Respecto a las compraventas de inmuebles, la información del INE para el primer semestre de 2025 muestra un leve aumento de los precios promedio en dólares en Montevideo y estabilidad en el resto del país, respecto al mismo período del año anterior. Más allá de lo anterior, esta información se encuentra en línea con la información provista por Sader y Calvete: el precio de oferta por metro cuadrado de vivienda expresado en dólares se encuentra estable, mientras que el precio medido en UI tiende a reducirse dado la apreciación del peso.

Gráfico 15 – Mediana del Precio de Transacciones de Compraventa en Dólares



Fuente: INE en base a DNR

En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios continúa reflejando el incremento en el stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo. En este sentido, el incremento de la cantidad de viviendas implicó un incremento de las viviendas disponibles para arrendamiento, generando además distintos efectos geográficos de corrimiento a lo largo de la ciudad. En términos generales, los contratos de alquiler convergen en su aumento a 5,5% de acuerdo a información a agosto 2025. Esto confirma la moderación de los precios de los alquileres, y que estos han actuado como un elemento clave del mercado inmobiliario en los últimos años. En este sentido, si bien no existe información sobre un efecto causal de la vivienda Promovida hacia el precio de los alquileres, la mayor oferta en particular en Montevideo y concentrada en algunos barrios, coincide con la moderación de los alquileres tanto a nivel temporal como geográfico, lo que podría indicar un efecto positivo en el acceso a los arrendamientos por parte de los hogares en los últimos años.

Gráfico 16 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)



Fuente: INE en base a DNR

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

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

3. Las políticas públicas

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

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. En el período de gobierno anterior 2020-2025, se realizaron ciertas modificaciones que dinamizaron estos proyectos, en particular con la eliminación del tope de precios, entre otros. En este período, el Presupuesto remitido al Parlamento introduciría algunas nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial (restringiendo zonas de alto valor comercial) y acercando la vivienda promovida a otros programas de acceso a la vivienda.

Asimismo, el 4 de mayo fue publicado el Decreto del 29 de abril de 2020, que establece un nuevo régimen de promoción de inversiones para la actividad de construcción de Gran Dimensión Económica, al amparo de la Ley N° 16.906 de 1998 (Ley de Inversiones). Las actividades promovidas por este decreto son la construcción para arrendamiento o venta de inmuebles (vivienda u oficinas) y el desarrollo de urbanizaciones con iniciativa privada. Este régimen fue prorrogado en 2025 por un año más, requiriendo renovaciones anuales.

En lo que respecta a otras políticas públicas, por el momento no cabría esperar signos de intervenciones negativas, en tanto se prevé que el foco de las políticas de vivienda se oriente a segmentos de la población de menores ingresos, en tanto se entiende que es el sector que mayor necesidad de vivienda tiene en la actualidad. En este sentido, la política de vivienda¹⁰ tendría un enfoque transversal para abordar el déficit habitacional para los más de 60 mil hogares identificados con “al menos una carencia crítica de vivienda” (hacinamiento, falta de agua potable, deficiencias estructurales, etc). El plan se estructura en cinco lineamientos estratégicos para guiar la inversión y la acción del Sistema Público de Vivienda (SPV: MVOT, ANV, BHU, MEVIR). Estos son: **i)** emergencia habitacional y vulnerabilidad; **ii)** acceso a la vivienda adecuada; **iii)** integración social y territorial; **iv)** acceso al suelo urbano; y **v)** fortalecimiento del SPV.

¹⁰ . Plan Quinquenal de Vivienda y Hábitat 2025-2029

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 constructoras¹¹.

A nivel institucional, en 2024 se superaron los riesgos vinculados al Plebiscito de Reforma de la Seguridad Social que podría haber sido negativo para la macroeconomía y el clima de negocios en general, y para la inversión inmobiliaria en particular. Por otro lado, las autoridades del Gobierno entrante han planteado la posibilidad de estudiar y revisar los regímenes de promoción y estímulos fiscales en un sentido amplio. Si bien hace unos meses se prorrogan los beneficios a los proyectos de Gran Dimensión Económica, también se introdujeron cambios sobre la institucionalidad del sistema de vivienda promovida, acercándolo parcialmente a otros programas como Entre Todos, y generando mayor interacción con la COMAP para aquellos proyectos que no se orientan a los lineamientos del MVOT pero que tienen como objetivo generar empleo. Estos elementos podrían implicar cambios para los desarrollos inmobiliarios, tanto en la definición de proyectos como de zonas geográficas. Del lado de la demanda, se prevé incentivar el crédito hipotecario mediante la ampliación del Fondo de Garantía de Créditos Hipotecarios y de la Contribución Económica no revisable que opera reduciendo la cuota de los créditos hipotecarios a hogares que cumplen con determinados requisitos.

4. Conclusiones sobre el entorno

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

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

¹¹ . 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+.uy¹² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tambler

¹². **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.**