CARE
CALIFICADORA DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE OFERTA PÚBLICA DE LA TAHONA INVERSIONES S.A.

Montevideo, noviembre de 2026

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

4		RESUMEN GENERAL
6	I	INTRODUCCIÓN
10	II	EL PAPEL
13	III	LA EMPRESA
19	IV	EL PROYECTO Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
22	V	EL ENTORNO
44	VI	CALIFICACIÓN DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES DE OFERTA PUBLICA DE LA TAHONA INVERSIONES S.A.
24 - noviembre - 2026

Obligaciones Negociables	por USD 40.000.000 de (dólares americanos)
Fecha de emisión:	17 de diciembre 2021
Amortizaciones:	Anual a partir del quinto año.
Interés:	Anual y lineal de 5,75%, pagaderos semestralmente desde la fecha de emisión
Emisor:	La Tahona Inversiones S.A
Garantía:	Fianza solidaria de Runtuna S.A y Fideicomiso de Garantía Tahona constituido por inmuebles, créditos por cobrar y efectivo. El Fiduciario es Trust Management BKZR SAS
Entidad Representante y Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo
Plazo:	10 años
Comité de Calificación:	Adrián Tambler, Martin Durán y Julio Preve
Asesor jurídico:	Dr. Leandro Rama
Calificación de riesgo:	BBB.uy[1]
Vigencia de la calificación:	30 de abril de 2027
Manual utilizado:	Manual Calificación de Títulos emitidos por Empresas[2]

[1] . La nota puede cambiar ante la aparición de hechos relevantes.

[2]. Disponible en www.care.com.uy

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de las Obligaciones Negociables de oferta pública de La Tahona Inversiones, manteniendo la nota BBB (uy) de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se consigna en el informe jurídico cuyas principales conclusiones se resumen en la Sección II y fue adjuntado en la calificación original. En este sentido, la estructura jurídica prevista se juzga adecuada para cumplir sus cometidos y la emisión cumple con un apropiado grado de cobertura.

- Se evalúa positivamente los antecedentes de la empresa (La Tahona Inversiones-LTI) en el marco del grupo al que pertenece (Tahona-Runtuna SA), la cual ofrece el conocimiento y la experiencia necesaria en el sector y el negocio para el correcto desarrollo del proyecto. En este sentido, el modelo de desarrollo replica el de emprendimientos anteriores.

- Se evalúa positivamente el atractivo del proyecto de cara al público objetivo al que se dirige. La zona y las características físicas del proyecto se amalgaman correctamente con la demanda por este tipo de productos y permite explotar un nicho de mercado en expansión como lo son los Barrios Privados.

- El producto ofrecido por LTI ya ha sido validado por el mercado y se viene comercializando a un ritmo acorde a las expectativas. Entre enero y setiembre de 2026 comercializaron 25,6 mil metros cuadrados que corresponden a unos 27 lotes en los diferentes emprendimientos de los barrios Cavas, así como 2 chacras que involucran un total de 74 mil metros cuadrados. Al 30 de setiembre de 2026 restan por vender el 24% de los lotes totales que pusieron a la venta en Cavas de La Tahona que corresponden al 55% de los metros cuadrados totales.

- La emisión de Obligaciones Negociables fue de 40 millones de dólares con un plazo de diez años. Estas ONs semestralmente pagan un interés lineal anual de 5,75% y serán amortizadas en seis años consecutivos a partir del quinto año con una cadencia anual de 10% el primer año, 15% los siguientes dos años y 20% los restantes tres años. En diciembre de 2026 se realizará la primer amortización por 4 millones de dólares. Al 15 de noviembre, de acuerdo a lo establecido en el prospecto, LTI había depositado en la cuenta Escrow 5/6 del monto total de amortización en intereses que deberá pagar en el mes de diciembre.

- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el obligacionista soporta una serie de escenarios de estrés a los que la calificadora sometió al proyecto. CARE realizó distintas simulaciones sobre las principales variables del proyecto que fueron incluidas en la calificación original. Los resultados obtenidos fueron satisfactorios en tanto en opinión de CARE, el emisor podría afrontar el pago de estas obligaciones bajo los escenarios evaluados. Los precios de venta de los lotes a comercializar se ubican por encima de lo previsto originalmente.

- Adicionalmente, existen dos elementos que mitigan parcialmente los riesgos de repago de las obligaciones contraídas por el Administrador. Por una parte, la emisión implicó la creación de un Fideicomiso de Garantía que debe contar con las coberturas necesarias para hacer frente a las obligaciones previstas en las Obligaciones Negociables. Al 30 de setiembre de 2026, el Fideicomiso de garantías tenía tierras y efectivo que cubren ampliamente el valor de la emisión de ONs. Paralelamente, Runtuna SA es fiador solidario de La Tahona Inversiones, respaldando financieramente a ésta.

- El mercado inmobiliario mantiene buenos niveles de actividad, medido a través de la transaccionalidad y el desarrollo de nuevos emprendimientos tanto en el sector vivienda como de real estate corporativo, aunque con cierta moderación del ritmo de crecimiento en los meses más recientes. 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. Sin embargo, más recientemente el contexto macroeconómico y sectorial ha presentado algunas modificaciones durante 2026 que inciden sobre las perspectivas del mercado inmobiliario, aunque no necesariamente implican un cambio estructural en su evolución.

- El mercado de Barrios Privados es un nicho de mercado que se encuentra en expansión y con preferencias por desarrollos en la zona Este de Montevideo y Canelones. El producto ha sido testeado exitosamente en el mercado a través del ritmo de venta de lotes. Incluso, la crisis sanitaria de 2020-21 dio un impulso al crecimiento de este tipo de soluciones de vivienda que prioriza el espacio, el paisaje y la creación de centros de servicios propios, tendencia que se ha consolidado en los últimos años. Es de notar que a partir de 2022-23 se han lanzado varios emprendimientos en la zona cercana al proyecto liderado por LTI, en línea con el plan de desarrollo previsto para esa zona. Algunos de estos desarrollos tuvieron problemas de liquidez y solvencia que implicaron una señal de atención sobre el sector. El mismo grupo económico ha lanzado posteriormente una nueva emisión de ONs calificada con grado inversor por otra calificadora, bajo otra empresa (LTD).

- El eje del Camino de los Horneros se ha transformado en el principal polo de crecimiento suburbano, residencial y comercial del área metropolitana de Montevideo. Las políticas públicas parecen apuntar o no interferir negativamente en el desarrollo de estos emprendimientos y su crecimiento está regulado por la Intendencia de Canelones. En Montevideo la normativa municipal no permite barrios privados, y la tierra disponible es relativamente más escasa, ambos elementos favorecen el desarrollo de la zona de influencia de este proyecto.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de riesgo de las obligaciones negociables emitidas por La Tahona Inversiones.

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 una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe tenerse en cuenta 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 la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y tasa de interés. El riesgo del inversionista es pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más un interés. En efecto, se trata de una emisión de obligaciones negociables con tasa de interés fija del 5,75% anual a pagar con una frecuencia semestral y amortizaciones que comienzan a partir del quinto año.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 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 Adrián Tambler, Martín Durán Martinez y Julio Preve. Asimismo, CARE contrató los servicios del Dr. Leandro Rama para la realización del informe jurídico que se adjuntó en la primera calificación de estas Obligaciones Negociables.

2. Antecedentes generales

- El objetivo de la emisión es obtener financiamiento para desarrollar los barrios privados Cavas, a desarrollarse en la zona de Camino de los Horneros, siguiendo el modelo de desarrollo característico del Grupo Tahona. Este implica transformar padrones rurales en barrios privados, con amplios servicios y amenities para un nicho de mercado de hogares de ingresos altos y muy altos. El modelo de desarrollo implica la venta secuencial de terrenos de forma de capturar la plusvalía generada mediante el desarrollo urbanístico y los servicios asociados.

- Se emitieron ONs por USD 40 millones, con un plazo de 10 años. Las ONs pagan un interés anual de 5,75% sobre saldos y se amortizan a partir del año 5°, con una cadencia de 10%, 15%, 15%, 20%, 20% y 20% del monto emitido originalmente, en ese orden. El emisor podrá rescatar anticipadamente las obligaciones negociables de forma parcial o total, de acuerdo a lo establecido en los términos y condiciones de la emisión.

- La emisión de ONs se acompaña de la creación de un Fideicomiso de Garantía, cuyo Fiduciario es BKZR Trust Management y tiene por objetivo garantizar el flujo de fondos comprometido con los obligacionistas. Como fue mencionado, esta garantía es reforzada con la fianza solidaria a la cual se compromete Runtuna S.A..

- Se establece en el documento de emisión la obligatoriedad por parte de LTI de abrir una Cuenta Escrow en la que se deberá depositar antes del día 15 de cada mes una sexta parte del siguiente vencimiento semestral, ya sea de intereses o capital, lo que deberá informarse a la BVM.

- Si bien La Tahona Inversiones es una sociedad nueva, y el vehículo en esta estructura típica de un Project Finance, forma parte del Grupo Tahona que ha desarrollado varios emprendimientos en la zona y cuenta con amplia experiencia y desarrollo de marca en la creación de barrios privados y clubes de campo. Sobre este valor agregado y la experiencia acumulada, se asientan las bases para la creación de este nuevo emprendimiento. Este a su vez se beneficia de las disposiciones del MVOT y los planes de ordenamiento territorial a nivel departamental, en especial el Plan Camino de los Horneros que prevé el desarrollo de barrios privados en la zona.

- La cadencia de ventas prevista y los precios estimados se juzgan adecuados y soportan distintas sensibilidades a las cuales CARE sometió el flujo de fondos. Es importante notar que los precios a los cuales se están comercializando los lotes superan los previstos en el modelo de negocios original.

- Los desarrollos previstos tendrán características similares a los realizados en otros emprendimientos del Grupo Tahona. Esto es, padrones de 1.000 m2 con amenities y servicios generales (alumbrado, seguridad, paisaje, ecosistema, entre otros). Si bien no forma parte del proyecto original, se abre la posibilidad de que uno de los barrios admita unidades de propiedad horizontal siguiendo el modelo desarrollado con anterioridad.

- El grupo económico lanzó otra emisión de ONs por hasta USD 100 millones bajo otra empresa denominada La Tahona Desarrollos (LTD). Esta emisión a 6 años, tiene como objetivo desarrollar un nuevo proyecto de viviendas “llave en mano” en terrenos que son propiedad de La Tahona Inversiones (LTI) y requiere una inversión estimada de USD 171 millones. Es de notar que esta emisión ha recibido el grado inversor por parte de otra calificadora en octubre de 2023. Los ingresos obtenidos por la emisión de ON Serie I se utilizaron en parte para adquirir terrenos pertenecientes a LTI.

- En 2023 y luego de la fusión de los padrones de Cavas y su transformación a suelo suburbano, se comenzaron a escriturar las primeras ventas.

- En octubre de 2024 se lanzó la segunda serie de ONs de LTD por un monto de USD 40 millones, ya integrados. Estos títulos pagan una tasa de interés anual de 8,25%, pagadera semestralmente y amortizan el capital a partir del sexto año durante dos años. Esta emisión tiene como objetivo continuar financiando el desarrollo de barrios privados de LTD, que apunta a modelos de casas llave en mano y edificios corporativos. Las ONs emitidas por LTD son calificadas con grado inversor por parte de otra calificadora. En diciembre de 2025 se inscribió la Serie III del Programa de Emisión, por 15 millones de dólares, que finalmente no se emitió.

- En diciembre de 2025 se realizó la actualización anual de las tasaciones de los solares de Cavas II que son propiedad de la sociedad, la que estuvo a cargo de Mario Stefanoli. Para Cavas II Etapa 1 se tasaron 46 lotes que ocupan un área de aproximadamente 48 mil metros cuadrados y se le asignó un valor de unos 14,3 millones de dólares, mientras que para Cavas II etapa 2, se tasaron 84 lotes que ocupan una superficie de 9,3 hectáreas y el valor asignado fue de 24,1 millones de dólares.

- En marzo de 2026 la Asamblea de Accionistas de LTI aprobó la emisión de Obligaciones Negociables de oferta privada no convertible en acciones, por un valor nominal de USD 2.043.496. Estas obligaciones pagarán un interés del 7,75% nominal anual y se amortizará en tres años y en 3 cuotas la primera en marzo de 2028, la segunda en setiembre de 2028 y la última en marzo de 2029.

3. Hechos salientes del período

- Al 30 de junio de 2026, BKZR en calidad de Fiduciario del Fideicomiso de Garantía informa que el Fideicomiso mantiene tierras y efectivo por un valor de unos USD 52,24 millones. Estos representan una garantía de USD 44,4 millones, según lo definido en el Fideicomiso de Garantía, por lo que cubren ampliamente el valor de la emisión (USD 40 millones). El porcentaje de cobertura sería del 111% (relación entre el valor de la garantía y el saldo adeudado.

- Entre enero y setiembre de 2026, se cerraron operaciones de venta entre cartas de intención y boletos de reserva, de 27 lotes del desarrollo Cavas (Etapas I y II) por una superficie de 25,6 mil metros cuadrados. Además se comercializaron dos chacras que ocupan un área de 7,4 hectáreas. Las ventas de lotes vienen siendo algo mayores a las del mismo período del año anterior (17%), así como los precios, particularmente los refieren a la etapa I del desarrollo Cavas.

- Al 30 de setiembre de 2026 se ha vendido el 76% de los 328 lotes del desarrollo Cavas de la Tahona, quedando muy pocos que correspondan a la Etapa I (10-12%), que son los de mayor valor por metro cuadrado y menor superficie.

- La cartera de cuentas por cobrar, alcanzó al 30 de junio de 2026 los USD 39,96 millones de dólares de los cuales 7,95 se concretarían en el correr de este año, y el resto en años posteriores (el 95% entre 2027 y 2031).

- Al 11 de noviembre de 2026, el saldo de la cuenta escrow era algo más de 4,29 millones de dólares, un monto equivalente a los 5/6 del compromiso de amortizaciones e intereses a pagar en diciembre de 2026.

4. Información analizada

La información analizada fue la siguiente:

- EECC de La Tahona Inversiones al 30/06/2026
- Informe de Ventas al 30/09/2026
- Cuentas por Cobrar LTI al 30/09/2026
- Stock de unidades y precios vigentes al 30/09/2026
- Reporte sobre cuenta Escrow a setiembre, octubre y noviembre 2026.
- Informe sobre Fideicomiso de Garantía Tahona realizado por BKZR Trust Management al 30/06/2026
- EECC de Runtuna al 31/12/2025
- Actas de Asambleas del 22/4/2026 y del 26/8/2026.
- Informe anual del Comité de Auditoría y Vigilancia (17/4/2026).
- Memoria anual 2025 de La Tahona Inversiones SA (21/4/2026).
- Encuesta periódica de RESEARCH Uruguay a agosto de 2026 sobre la oferta y la demanda inmobiliaria, contratada para CARE.
- “Informe Sectorial Inmobiliario sobre el Mercado de Viviendas”; setiembre 2026. Ec. Mayid Sáder y la Ec. Serrana Calvette.
- Calificación original y actualizaciones

II. EL PAPEL

Se ofrecieron en oferta pública obligaciones negociables de La Tahona Inversiones, no convertibles en acciones. Adicionalmente se creó un Fideicomiso de Garantía administrado por Trust Management BKZR como fiduciario, que velará por el cumplimiento de las razones establecidas en los documentos de emisión. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados previamente se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación:	Obligaciones Negociables de Oferta Pública No Convertibles en Acciones de La Tahona Inversiones S.A.
Emisor:	La Tahona Inversiones
Fiduciario (Fideicomiso de Garantía Tahona):	Trust Management BKZR
Entidad Representante y Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)
Títulos a emitirse:	Obligaciones Negociables
Activos:	Bienes inmuebles, Créditos por cobrar y fondos líquidos mantenidos en propiedad fiduciaria por el fideicomiso de garantía.
Moneda:	Dólar billete
Importe de la Emisión:	USD 40 millones
Pagos:	Semestrales con interés de 5,75% anual. Amortización en los últimos 6 años, según procedimiento establecido en el contrato.
Plazo:	10 años
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo.
Calificación de Riesgo:	BBB.uy

2. El análisis jurídico

El Informe de Contingencias Jurídicas completo se incluyó como anexo al final de la calificación original. A continuación, se detallan los principales aspectos y conclusiones que allí se contienen.

Después de haber analizado y relevado la información jurídica y contractual vinculada a la emisión de Obligaciones Negociables de La Tahona Inversiones, la información de la propia empresa y el holding del cual es parte, los contratos entre las partes involucradas en la emisión, entre otra información relevante, el informe jurídico señala que la estructura jurídica cumple con los requisitos formales. En especial, señala que la estructura de financiamiento tiene características de un Project Finance a través de la creación de una empresa vehículo cuyo único objetivo es el de llevar adelante un proyecto productivo mediante el cual se generen los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones contraídas con los agentes que lo financiaron. En este sentido, el informe señala que: ***"la estructura jurídica luce adecuada para cumplir su finalidad intrínseca y no se aprecian obstáculos insalvables para el cumplimiento puntual y total de los valores a emitirse.".***

En relación a los términos y condiciones de la emisión, se trata de una emisión de hasta USD 40.000.000 con un interés base de 5,75% lineal anual, un interés por mora de 3% que se adiciona al interés base y un período de amortización que cubre los años 5 al 10 desde la emisión, con una cadencia de 10% el quinto año, 15% los siguientes dos y por último 20% los últimos tres años. Los criterios de cancelación o rescate se encuentran adecuadamente establecidos. Por último, las características específicas del programa de Emisión (metodología, tramos de la Suscripción e Integración), se replican en lo medular las normas y recomendaciones bancocentralistas para este tipo de emisiones.

Por último, y vinculado a lo anterior, se destacan los principales elementos que refieren a las garantías que existen sobre la emisión. Por un lado, se crea un Fideicomiso de Garantía que cumple con las exigencias normativas, que contará con bienes, derechos y efectivo para hacer frente a los pagos relacionados a la emisión. La relación entre el Patrimonio Fiduciario y el saldo adeudado por Capital Adeudado es uno a uno. Sin embargo, dentro del Patrimonio Fiduciario, los inmuebles se tomarán al 85% del valor de tasación; los créditos cedidos se considerarán al 90% de su valor nominal siempre que el tercero adquirente no haya dejado de pagar 3 cuotas consecutivas; los Fondos Líquidos se tomarán siempre al 100% de su valor; Estos elementos se juzgan claves ***"para garantizar la satisfacción puntual y total del crédito de los obligacionistas beneficiarios"***

Al punto anterior, se agrega el rol de la fianza solidaria provista por RUNTUNA S.A, la cual es sin dudas un refuerzo de garantía importante para el derecho de crédito de los obligacionistas. Tal como se describe en el Informe Jurídico, esa garantía se añade al Fideicomiso que viene de comentarse y tiene singular importancia ya que el fiador de la operación es la empresa principal RUNTUNA S.A. En efecto, se constituye en fiadora solidaria e indivisible, lisa y llana pagadora de cualquier obligación presente o futura que por las Obligaciones Negociables asuma LA TAHONA INVERSIONES S.A. de acuerdo a lo previsto en el Documento de Emisión de las Obligaciones Negociables y el Prospecto Informativo elaborado al respecto, frente a los Obligacionistas, incluidos

pero no limitados al pago de capital, intereses, multas, daños y perjuicios, costas y costos y demás conceptos derivados directa o indirectamente del incumplimiento de cualquier disposición incluida en los términos de la emisión de las Obligaciones Negociables. Además, renuncia a los beneficios de excusión y división y a condicionar su obligación a la intimación judicial al Emisor[3] .

Antes de concluir, y también vinculado a las situaciones de incumplimiento, es relevante analizar las situaciones referidas a potenciales conflictos de interés entre la entidad representante y el Fiduciario del Fideicomiso de Garantía. En particular el informe destaca que ***"Se establece de forma expresa que en el caso que en el orden del día se encuentre la posibilidad de votar la Exigibilidad Anticipada de las ONs la BVM en su calidad de Entidad Representante no podrá asesorarse a partir de ese momento en adelante con ningún profesional del estudio Bado, Kuster, Zerbino & Rachetti".***

Esto luce redactado en los Términos y Condiciones de la Emisión (Prospecto), en el punto 16.2 del Documento de Emisión y cláusula 8 del Contrato de Entidad Representante; lo cual es otra fortaleza de la estructura en un escenario contencioso subyacente en toda hipótesis de incumplimiento.

En suma, el informe de contingencias jurídicas concluye que ***"la emisión proyectada cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos sustanciales que sugieran el incumplimiento insubsanable en el pago total y puntual de los Valores. "***

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los obligacionistas, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales. Visto el informe antes mencionado se concluye que *el riesgo jurídico de estructura se considera muy bajo.*

Riesgo por iliquidez. Las obligaciones negociables se han diseñado para ser líquidas. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. *El riesgo es bajo.*

Riesgo jurídico del sistema de garantías. La estructura de la emisión y el papel detalla las garantías que tiene la emisión, destacándose el Fideicomiso de Garantía administrado por un fiduciario con experiencia y sus características y la fianza solidaria de Runtuna S.A ante eventuales impagos de LTI. *Se considera un riesgo muy bajo*

[3]. Artículo 2121 del Código Civil. *"Aunque el fiador no sea reconvenido, podrá requerir al acreedor, desde que sea exigible la deuda, para que proceda contra el deudor principal; y si el acreedor no lo hiciere, el fiador no será responsable por la insolvencia del deudor sobrevenida durante el retardo".*

III. LA EMPRESA

Naturaleza Jurídica

El Emisor es una sociedad anónima debidamente constituida bajo las leyes de la República Oriental del Uruguay que se dedica a la inversión en proyectos inmobiliarios.

Se trata de ***La Tahona Inversiones S.A.*** (en adelante LTI) siendo el Sr. Ignacio Añon Barfod, el Presidente del Directorio y único accionista.

LTI es una sociedad uruguaya regida por la ley 16.060. Fue constituida con el nombre Madoret SA, pero con fecha 26 de octubre de 2020 la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas resolvió el cambio de nombre a La Tahona Inversiones SA. Dicho cambio ha sido aprobado por la Auditoria Interna de la Nación y publicado en el Diario Oficial con fecha 26 de marzo de 2021. La actividad principal de la empresa es la intermediación en compra, venta y arrendamiento de inmuebles.

Se trata de una firma relativamente nueva y en sí misma no registra aún antecedentes relevantes como para evaluar su calidad de emisor. Corresponde entonces realizar dicho análisis en base a los antecedentes del grupo económico del que forma parte, tanto por el personal clave que lo integra como por tratarse de fiador solidario de las obligaciones de LTI. En la medida que desarrolle sin contratiempos la actividad que nos ocupa, será este el principal elemento a considerar en su evaluación.

Situación económica y financiera

En Asamblea de diciembre de 2020 se dispuso el cambio de fecha de cierre de ejercicio que era al 31 de enero y que a partir de entonces será cada 31 de diciembre.

El 17/12/2021 se procedió a la emisión de las Obligaciones Negociables por USD 40 millones (no convertibles en acciones) según condiciones que se describen en otra sección; sintéticamente se reiteran las más relevantes:

- se cancelará en un plazo máximo de 10 años es decir, vencerá indefectiblemente el 17/12/2031;
- se amortizará en 6 cuotas anuales a partir del 17/12/2026 (5 años de gracia para capital) según el siguiente programa: 10 % la primera cuota; 15 % las dos siguientes y 20 % las tres últimas.
- en cambio, los intereses se pagarán en forma semestral comenzando a los seis meses de la fecha de emisión y la tasa es del 5,75 % en dólares. Esto supone que durante el periodo de gracia (5 años) LTI deberá pagar USD 2.3 millones de intereses anuales en dos cuotas con vencimiento los meses de junio y diciembre de cada año; venciendo la primera el 17/06/2022 ya que la emisión se produjo el 17/12/2021.
- Se constituyó un Fideicomiso de Garantía

El capital social de la sociedad es de $ 200 millones de los cuales se han integrado $ 86.4 millones (equivalentes a algo más de USD 2 millones).

En el cuadro siguiente se presenta el cierre intermedio de su estado de situación al 30/06/2026 y su comparativo con cierres anteriores.

Cuadro 1: Estado de Situación LTI (miles de USD)

Rubros	30-jun.-26	31-dic.-25	31-dic.-24
Activo	**67.172**	**67.946**	**56.569**
Activo Corriente	23.664	23.645	16.131
Activo no Corriente	43.508	44.301	40.438
Pasivo	**64.106**	**63.639**	**54.637**
Pasivo Corriente	22.467	23.912	11.210
Pasivo no Corriente	41.639	39.727	43.427
Patrimonio	**3.066**	**4.306**	**1.932**
Total Pasivo y Patrimonio	**67.172**	**67.945**	**56.569**
Razón Corriente	**1,05**	**0,99**	**1,44**

Fuente: EE.CC LTI SA

Parte de los activos, tal como se informa por parte del administrador del Fideicomiso de Garantía, se encuentra fideicomitido. A la fecha de cierre del semestre analizado, el valor de los terrenos cedidos a dicho fideicomiso por parte del grupo empresarial era de USD 52.2 millones (Cuadro 3).

En el cuadro siguiente se expone resumidamente el estado de resultados parcial al cierre del primer semestre de 2026 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 2: Estado de Resultados LTI (miles de USD)

Rubros	30-jun.-26	30-jun.-25	31-dic.-25
Ingresos operativos	4.159	4.917	10.307
Costo de Ventas	(2.672)	(2.933)	(6.738)
Resultado Bruto	**1.487**	**1.984**	**3.569**
Gastos de adm y ventas	(944)	(1.093)	(1.882)
Resultados diversos	-	0	3.528
Resultado Operativo	**543**	**891**	**5.215**
Resultados financieros	(1.191)	(1.203)	(2.299)
Res. Antes de impuestos	**(648)**	**(312)**	**2.916**
Impuesto a la renta	(592)	(417)	(542)
Resultado Neto	**(1.240)**	**(729)**	**2.374**

Fuente: EE.CC LTI SA

En otra sección se da cuenta del avance de los negocios; se recuerda que las ventas de lotes no se reflejan contablemente hasta tanto no realizarse las escrituras correspondientes. También se destacan saldos y transacciones relevantes con partes relacionadas.

Cabe recordar que en diciembre del corriente año comienza el periodo de amortización, la primera cuota equivale al 10 % de la emisión (USD 4 millones), lo cual se refleja en los estados contables informados como pasivo financiero corriente.

Garantías

En garantía de cumplimiento se establecen en primer lugar una serie de ***"covenants"***, que incluyen ratios financieros que tienden a sostener determinado nivel de solvencia que garantice en todo momento la capacidad de repago del emisor. Estos se pueden agrupar de la siguiente manera:

- la veda o limitación de nuevas inversiones, extrañas a su giro principal, por parte del emisor.
- la prohibición de asociarse con su accionista directo, o con cualquiera de sus accionistas indirectos para realizar actividades comprendidas en el plan de negocios.
- las pautas para la distribución de dividendos y las exigencias de estados contables consolidados y auditados, donde claramente se limita el derecho de participación de los accionistas de la sociedad emisora en pos de sostener el ratio financiero favorable al obligacionista.
- la prohibición a LTI de enajenar sus acciones durante la vigencia de la emisión, en el entendido que dicha transferencia implique un cambio de control de la sociedad.
- Límite al otorgamiento de fianzas solidarias futuras por parte del emisor, entre otras.

El no cumplimiento de los *covenants* configura lo que se denomina *deterioro de solvencia material* del emisor y es causal de caducidad anticipada, entre otras.

En particular, debe tenerse en cuenta las restricciones a la distribución de dividendos según cumplimiento de ratios de liquidez y endeudamiento tal como se describen en el Documento de Emisión.

Asimismo, en el Documento de Emisión se establece la obligatoriedad del Emisor de abrir una ***Cuenta Escrow*** en el Banco Heritage en la que deberá depositar antes del día 15 de cada mes una sexta parte del siguiente vencimiento semestral, ya sea de intereses o capital, lo que deberá informar a la Entidad Representante (BVM).

LTI remite a CARE periódicamente el estado de dicha cuenta, la última de las cuales fue al 11/11/2026; el saldo a esa fecha era de USD 4.3 millones. Dado que el próximo vencimiento para el pago de intereses junto con la primera cuota de amortización será en diciembre de los corrientes (algo más de USD 5.1 millones) se considera razonablemente cumplida dicha condición.

Adicionalmente, se agregan otras dos garantías:

- **"Fideicomiso de Garantía Tahona"** constituído entre LTI en su calidad de Fideicomitente y Trust Management BKZR S.A.S en su calidad de Fiduciario. Esta última es una sociedad fiduciaria, constituida a los efectos de administrar patrimonios fiduciarios, y su legitimidad para participar en esta operación fue analizada en el informe jurídico que acompaña esta calificación y no mereció observación alguna.

El Contrato de Fideicomiso describe exhaustivamente todo lo concerniente al funcionamiento de este instrumento. Del contenido del mismo se destaca:

El objeto y la razón de este Fideicomiso es garantizar durante su vigencia y en todo momento, que se realice la amortización del pago del capital y los intereses del Beneficiario como Titular de las ONs emitida a su favor.

Serán bienes fideicomitidos lo usual en estos casos, en particular: inmuebles, fondos líquidos (incluyendo el producto de la emisión), créditos por venta de inmuebles etc. En todo momento deberá existir una relación uno a uno entre el valor de los bienes fideicomitidos (conforme a determinados criterios que establecen, entre otros, que los inmuebles serán considerados al 85 % de su valor de tasación y los créditos por cobrar al 90 %) y el saldo adeudado por las ON´s emitidas. Los bienes fideicomitidos pueden ser sustituidos siempre que se respete esta relación; de no ser así, será causal de cancelación anticipada de las ON´s.

Llegado el caso, el Fiduciario tiene la obligación de ejecutar la garantía en favor de los Beneficiarios.

Este Fideicomiso fue constituido el 16/7/2021. El Fiduciario informa sobre el estado de situación del Fideicomiso, un resumen del mismo, al 30/06/2026, se muestra en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: Situación Fideicomiso de Garantía (USD) al 30/06/2026

Rubros	Valor actual	Valor a tomar	Total garantía
Efectivo y equivalentes	13.891	1,00	13.891
Cuentas por cobrar	-	0,90	-
Terrenos	52.223.582	0,85	44.390.045
Totales	52.237.473		44.403.936
Emisión de ON			***40.000.000***
Cobertura s/ contrato			***111%***

Fuente: Trust Managemente BKZR SAS

En el cuadro precedente se muestra el efectivo o equivalente en el dominio fiduciario así como el valor de los terrenos los que, de acuerdo a las pautas establecidas en la garantía, se toman por el 85 % de su valor actual. Puede observarse que la relación de los bienes fideicomitidos (tomados al valor indicado en las pautas indicadas) supera en un 11 % al valor de la emisión.

Al encontrarse en la etapa de venta de lotes, en la medida que se liberan aquellos lotes vendidos, se sustituyen por otros inmuebles de manera de mantener el valor de los bienes fideicomitidos en el nivel requerido; de acuerdo a los saldos verificados, se infiere que esta condición también se está cumpliendo.

- **Fianza solidaria de parte de Runtuna SA**

Como se decía líneas arriba, LTI es una sociedad relativamente nueva y por lo tanto carece de historial que respalde una operación de este tipo. Estos antecedentes hay que buscarlos en el grupo empresarial que respalda a este emisor, en este caso Runtuna SA que, además, en esta operación actuará como fiador solidario de las obligaciones asumidas por LTI.

En ocasión de la calificación original se hizo un exhaustivo análisis de la firma de forma tal de evaluar su capacidad operativa y patrimonial que incluye además su comportamiento ante operaciones financieras análogas a esta que nos ocupa; dicha evaluación resultó satisfactoria por lo que se considera innecesario reiterarla en esta ocasión

No obstante, resulta pertinente hacer el seguimiento de la situación patrimonial de la empresa fiadora por su condición de tal y porque la misma está condicionada al cumplimiento previo de sus obligaciones financieras.

Al ser Runtuna emisora de títulos de oferta pública, el regulador (BCU) exige la presentación de estados contables que se publican en su página web.
El pasado 10/07/2025 la firma emisora canceló los títulos que estaban en circulación por lo que ya no tiene porqué publicar sus balances. Por esa razón CARE no hace público su contenido; no obstante lo cual, tuvo a la vista los EE CC de Runtuna al 31/12/2025 y de la lectura del mismo no se advierten riesgos de cumplimiento de la garantía en la eventualidad que sea requerida.

Por otra parte, al haber cancelado los títulos emitidos se levantó la restricción que suponía el orden de prelación que tenía esa obligación sobre la eventualidad de responder a la garantía de la operación que nos ocupa. En ese sentido, mejoró la garantía.

Riesgos Considerados

El riesgo acá considerado es el riesgo que la empresa se mantenga en actividad con la solvencia necesaria para pagar sus obligaciones. Una vez más se aclara que los riesgos analizados refieren en general al grupo empresarial y no sólo específicamente a LTI.

Gestión: Como se ha señalado, se considera que LTI está ampliamente calificada para gestionar todos los aspectos que hacen al desarrollo del plan de negocios por cuanto se trata de hacer lo mismo que viene haciendo desde hace más de 30 años. Tampoco ofrece dificultades la capacidad de la Fiduciaria para cumplir con el cometido asignado de administración del Fideicomiso de Garantía. *Riesgo bajo.*

Rentabilidad: Más allá de los vaivenes típicos del sector, en el largo plazo (10 años) y en el acumulado, se considera que la capacidad de la empresa de obtener rentabilidad positiva es alta. Riesgo bajo.
Solvencia: La solvencia del emisor, no se advierten dificultades tras el corto periodo que lleva de actividad, teniendo en cuenta, además, que parte de sus activos fueron cedidos al Fideicomiso de Garantía citado; otro tanto puede decirse de la empresa fiadora y, se reitera, sobre todo por las transacciones entre empresas relacionadas que la solvencia debe analizarse en el grupo económico. ***Riesgo bajo***

Liquidez: Es quizás el aspecto más débil aunque propio de la actividad ya que se trata de comercializar inmuebles de alto valor en un plazo medio. Precisamente es lo que justifica la emisión, financiar el tiempo de espera. El grupo empresarial tiene mucho capital inmovilizado y a veces eso resiente la liquidez. Hasta ahora lo ha manejado sin mayores sobresaltos, demostrando entre otras cosas, buen relacionamiento con el sistema financiero. *Riesgo medio.*

Endeudamiento: Vinculado a lo anterior, los ratios analizados son adecuados. El mayor endeudamiento es de tipo financiero, la mejora de su perfil ha sido uno de los objetivos de esta emisión. *Riesgo bajo.*

IV. EL PROYECTO Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Aspectos descriptivos del proyecto

De acuerdo con el documento de emisión y a los Términos y Condiciones de la emisión de las ONs de Tahona Inversiones, el objetivo de la emisión es obtener financiamiento para la urbanización de barrios privados en el eje circundante al Camino de los Horneros (Canelones), y la cancelación de pasivos previamente contraídos por la sociedad emisora de las obligaciones negociables. Como se comentó en la sección anterior, La Tahona Inversiones es una sociedad del grupo Tahona, creada en 2020 para llevar adelante el proyecto que se detalla a continuación y que es la razón por la cual se emite esta calificación. En lo que sigue se describen los principales elementos del proyecto y de la información disponible a la fecha de esta actualización que se juzga relevante para evaluar el riesgo de esta sección, vinculado al proyecto y el flujo de fondos.

En línea con lo anterior, La Tahona Inversiones adquiere las tierras sobre las cuales se edificarán las urbanizaciones "Cavas" (I, II y III, en el Prospecto). Por lo anterior, los fondos recibidos a través de la emisión permiten llevar a cabo el desarrollo inmobiliario de la zona, y esto permitirá la valorización de los activos que favorecerá el repago de los intereses y amortizaciones previstas en la emisión. Este es el modelo habitual de desarrollo del grupo Tahona a lo largo de los años que ha logrado extender distintos barrios privados en el departamento de Canelones, en el eje de Caminos de los Horneros. Posteriormente, el grupo lanzó dos nuevas emisiones de Obligaciones Negociables bajo la firma La Tahona Desarrollos que tiene como objetivo desarrollar proyectos de vivienda (casas y propiedad horizontal) llave en mano, además de espacios corporativos (ej. La Tahona Valley). Parte de los terrenos sobre los cuales se edifican estos desarrollos constituyen parte del stock de tierras de LTI lo que refuerza la interrelación de las sociedades, en el marco del grupo económico citado previamente. En este sentido, LTI ha vendido lotes a LTD para el desarrollo de otra urbanización orientada a soluciones de *housing* y soluciones corporativas.

Los detalles exhaustivos del proyecto fueron incluidos en la calificación original. Sin embargo, es de orden resaltar que el proyecto preveía transformar un área de 170 hectáreas en más de 800 mil m2 comercializables, siguiendo el modelo tradicional de La Tahona de terrenos de aproximadamente 1.000 m2, a lo que se le suma la posibilidad de incorporar parte del área a edificaciones en propiedad horizontal. Esto por el momento no se ha plasmado en el proyecto, aunque se mantiene como una alternativa, y es parte de lo que ahora se desarrolla bajo LTD.

El producto inmobiliario desarrollado por LTI con esta emisión, se basa en la experiencia previa del grupo Tahona y ha sido exitoso en el área y segmento de mercado objetivo. El público objetivo se caracteriza por hogares de ingresos altos, con alta proporción de extranjeros que trabajan en los centros de oficinas cercanos. A su vez, es de esperar un estándar de calidad similar al de emprendimientos anteriores, gracias a las sinergias en cuanto al conocimiento y marca del Grupo Tahona. Esto es relevante en tanto existe un valor reputacional del grupo en el desarrollo de barrios privados en la zona, y el producto ya se encuentra validado por el mercado. Desde su lanzamiento en diciembre de 2021, se han comercializado lotes en línea con lo previsto, lo que permite avanzar en la urbanización de los barrios siguiendo el modelo

tradicional de desarrollo de este tipo de proyecto, capturando el valor agregado del desarrollo de servicios y la transformación del suelo de rural a suburbano

El producto ofrecido por LTI ha sido validado por el mercado, y se encuentra en línea con otros desarrollos del grupo Tahona en la zona de influencia.

En cuanto a las ventas, hasta setiembre se comercializaron 248 lotes de cavas (etapas I y II), que implican el 76% de los lotes puestos a la venta e involucran el 45 % de la superficie total. Hay disponibles para fraccionar 5 padrones (Cavas de la Tahona III) que ocupan un área de total adicional de 184 mil metros para la venta de lotes y chacras.

En la calificación original se describieron, en detalle, los principales supuestos del modelo financiero, en especial a metros vendidos y su correspondiente precio. En particular, el Plan de Negocios contemplaba vender aproximadamente 10% del stock por año, entre 100 y 120 mil m2 de terrenos por año. Esto fue sobre cumplido hasta 2022, aunque a partir de 2023 la venta total se ralentizó. En 2024 se vendieron 174 mil metros cuadrados, incluyendo las chacras, y 2025 se comercializaron casi 40 mil metros, que responden en su totalidad a lotes. En los primeros 9 meses de 2026 se vendieron 27 lotes y dos chacras, por un superficie total de casi 100 mil metros cuadrados, por un total de 28,1 millones de dólares.

A nivel global, la venta se ubica en línea con las estimaciones realizadas al inicio, y el precio algo por encima, lo que implica que los ingresos previstos se ubican por encima de lo previsto en el planteo original del proyecto.

Las últimas tasaciones se realizaron a diciembre de 2025 por parte del tasador Mario Stefanoli, el mismo que había tasado en 2024. De acuerdo a estas tasaciones, los lotes allí comprendidos tenían una superficie total de 48 mil metros cuadrados la Etapa I y 93 mil metros cuadrados la etapa II, y tenían un valor de tasación de USD 14,3 millones y USD 24,1 millones, respectivamente, lo que implica un valor del metro cuadrado del entorno de USD 272. Estas tasaciones se realizan *"considerando el proyecto terminado y con todas las habilitaciones, habiendo observado in situ el estado de avance de obras donde se están haciendo los caminos pero también la estructura subterránea para los servicios que el emprendimiento tendrá, al igual que el Club House con un importante avance en su construcción".* Parte de estos lotes ya se han comercializado y el Club House ya está culminado y operativo.

2. Evaluación de la inversión, riesgos y sensibilidad

El emprendimiento de La Tahona Inversiones implica un desarrollo inmobiliario que generará flujos por 10 años, lo que permitirá pagar los intereses asociados a las ONs emitidas. A su vez, las ONs emitidas prevén el repago del principal a partir del quinto año (diciembre 2026). El flujo de fondos fue evaluado en la calificación original, al tiempo que se realizaron distintos análisis de sensibilidad en base a los supuestos clave con el objetivo de evaluar el riesgo de repago de las obligaciones contenidas en la ONs. Los resultados de este análisis fueron satisfactorios y se incluyen en la calificación original.

Es importante notar que, al momento de evaluar la sensibilidad del flujo de fondos, este se tornaba negativo durante algunos años bajo un escenario de caída de precios del 20% respecto a lo previsto en el modelo de negocios

original. Los precios de venta de la Etapa I se han ubicado por encima de estos valores, incluso por encima del precio previsto en el modelo original, lo cual se juzga favorablemente al momento de cada actualización. Este elemento se mantiene en esta actualización, en línea con el desarrollo del proyecto y la demanda.

Adicionalmente, como se vio en la sección III, el Fideicomiso de Garantía administrado por BKZR Trust Management detenta las coberturas necesarias para hacer frente a las obligaciones previstas en las ONs. Actualmente tiene en su poder tierras y efectivo por un valor de garantia[4] 11% superior al emitido. Del mismo modo, se mantiene el cumplimiento de otros elementos como la cuenta Escrow, tal como se detalla en la sección previa. Del mismo modo, el rol de Runtuna como fiador solidario también robustece el perfil de la emisión.

Por último, si bien el producto ofrecido por el emisor ha sido validado por el mercado en este desarrollo y en sus antecedentes directos, es relevante señalar que la proliferación de emprendimientos de similares características ha aumentado la competencia en el sector de barrios privados, y en particular en el eje de Camino de los Horneros y zonas aledañas. Algunas de las firmas que participan de este mercado han tenido dificultades de solvencia o liquidez lo que podría ser una señal de atención sobre la situación competitiva y el mercado. En relación al primero, esto podría potenciar al grupo Tahona en tanto reduce la capacidad de otros proyectos de competir con los desarrollos del grupo.

Riesgo de generación de flujos. El producto ofrecido en el marco de esta emisión ha sido validado por el mercado, el grupo Tahona es referente en el sector y el flujo comercial se encuentra alineado con el tipo de desarrollo de este tipo de emprendimiento. Los ingresos por ventas son consistentes con el proyecto, las ventas crecieron en 2025 y el stock de tierras permite que esto se mantenga. *Este riesgo por tanto es medio/bajo*

Riesgo de descalce de monedas. Tanto las ONs como los pagos y las operaciones de venta de terrenos están nominadas en dólares. No obstante, las obras a desarrollar tienen un componente relevante de mano de obra nominada en pesos. *Este riesgo por tanto es medio/bajo*

Riesgo de viabilidad. El proyecto es desarrollado por una empresa con amplia experiencia en la realización de emprendimientos de similares características, con una marca reconocida por el público objetivo. La infraestructura y servicios son desarrollados por Runtuna quien ha realizado el resto de los proyectos Tahona. El proyecto se adecúa a la experiencia acumulada en este ámbito y se apalanca en el *know how* y marca del grupo. *Este riesgo por tanto es bajo*

[4]. El valor de garantía es el 85% del valor de mercado de las tierras, el 90% de las cuentas a cobrar y el 100% del efectivo.

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 La Tahona Inversiones, 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 privado.

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, el mercado relevante para el producto ofrecido por La Tahona Inversiones. Finalmente se aborda la situación de las Políticas Públicas referidas al mercado de interés.

1. Entorno macroeconómico nacional e internacional

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

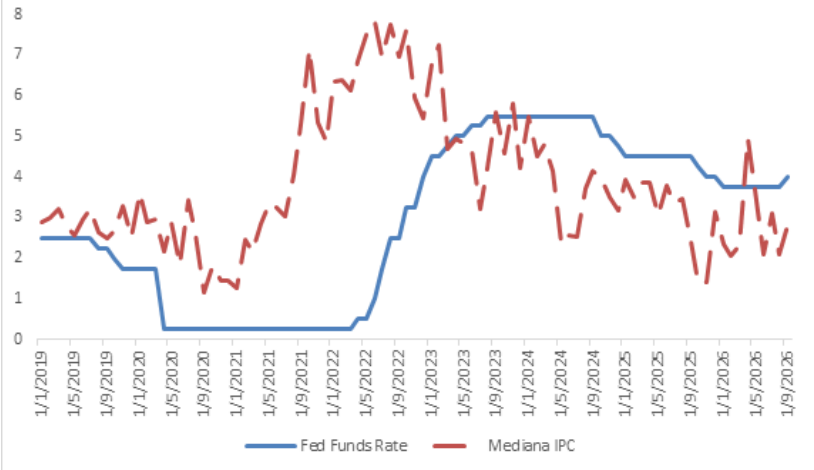
En este marco, las principales economías del mundo continúan mostrando desempeños dispares, con una política monetaria internacional que, si bien ha dejado atrás el tramo más contractivo del ciclo, ha evidenciado un cambio de orientación en los últimos meses. En particular, en su reunión del 16 de setiembre de 2026, la Reserva Federal de Estados Unidos resolvió incrementar su tasa de referencia en 25 puntos básicos, situándola en el rango de 3,75%-4,00%. La decisión respondió a la persistencia de presiones inflacionarias, en un contexto de crecimiento de la actividad económica y relativa estabilidad

del mercado laboral. Las minutas de esta reunión señalaron, además, que la mayoría de los participantes consideraba probable un aumento adicional de tasas antes de finalizar el año, aunque condicionado a la evolución de los indicadores económicos.

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

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

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



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

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

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

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

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

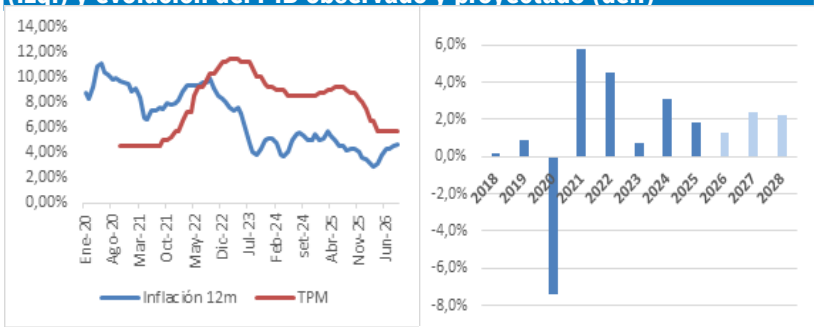
Desde el punto de vista macroeconómico local, la apreciación del peso contribuyó a moderar la inflación transable y a reforzar el proceso de desinflación, aunque al mismo tiempo volvió a instalar la discusión sobre competitividad, atraso cambiario y márgenes del sector exportador y transable. No obstante,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

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

En cuanto al nivel de actividad, las últimas cifras de Cuentas Nacionales publicadas por el BCU muestran una contracción interanual del PIB de 0,5%

en el segundo trimestre de 2026, junto con una caída desestacionalizada de 0,8% respecto del trimestre anterior. Desde el enfoque de la producción, este resultado estuvo explicado principalmente por la retracción del sector agropecuario, parcialmente compensada por el crecimiento de la industria manufacturera y de algunas actividades comerciales y de servicios. Desde la demanda, se registró un incremento del consumo y de la formación bruta de capital fijo, mientras que la demanda externa presentó una reducción

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

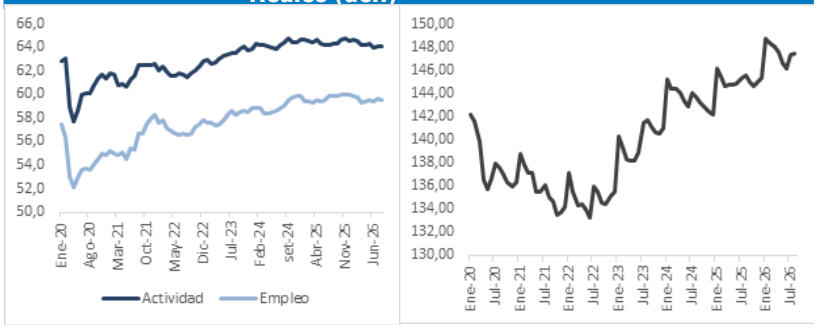


Fuente: INE, BCU, BM y IMF

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

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

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



2. Mercado inmobiliario de vivienda

2.1. Breve contexto histórico

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

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

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

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

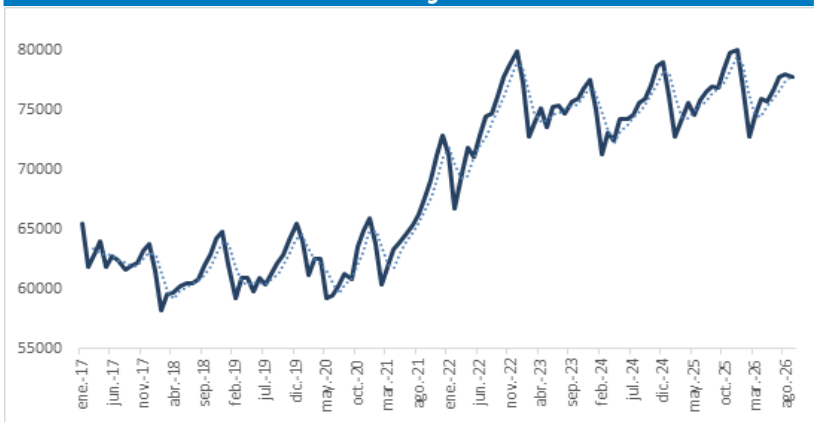
2.2. Evolución reciente y perspectivas

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

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

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

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



Fuente: BPS

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

i. Oferta de vivienda

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

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

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

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

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

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

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

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

ii. Demanda por consumo e inversión

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

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

ii.i.i. Factores Sociales

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

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

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

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

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

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

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

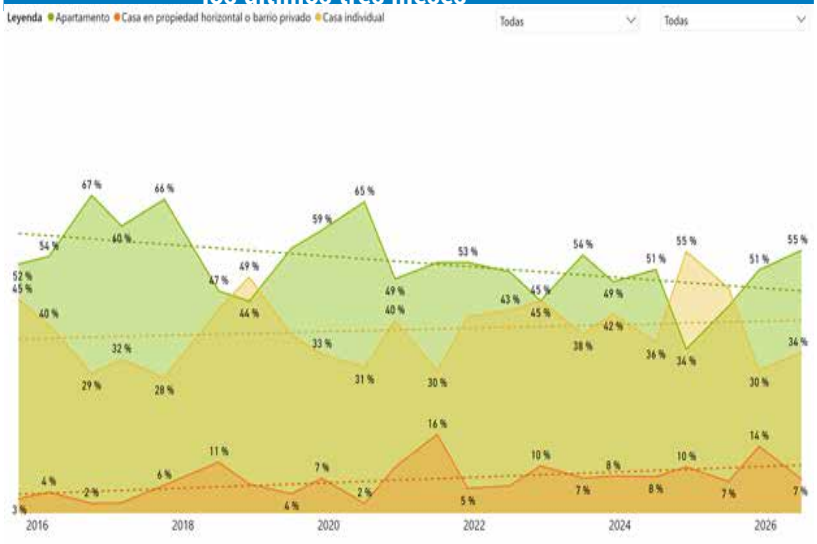
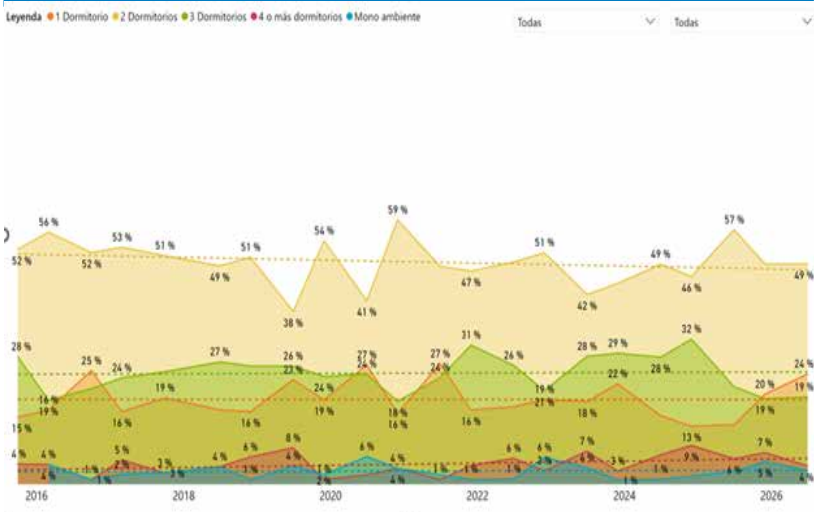
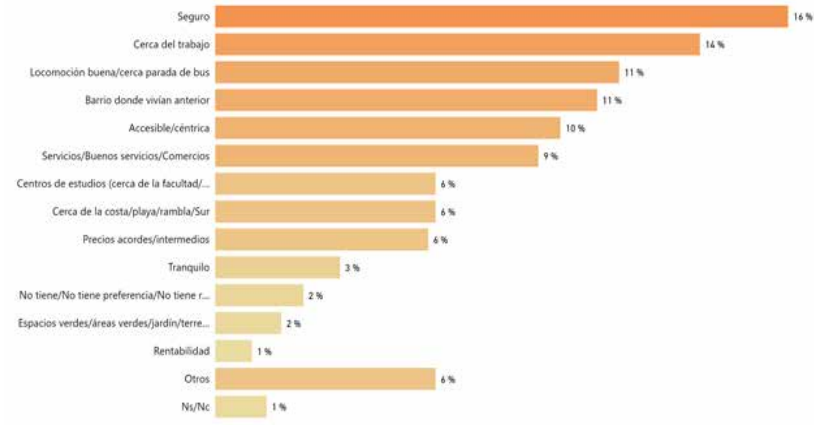


Gráfico 8 - Cantidad de dormitorios buscados por "hogares que buscaron en los últimos tres meses"



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

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



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

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

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

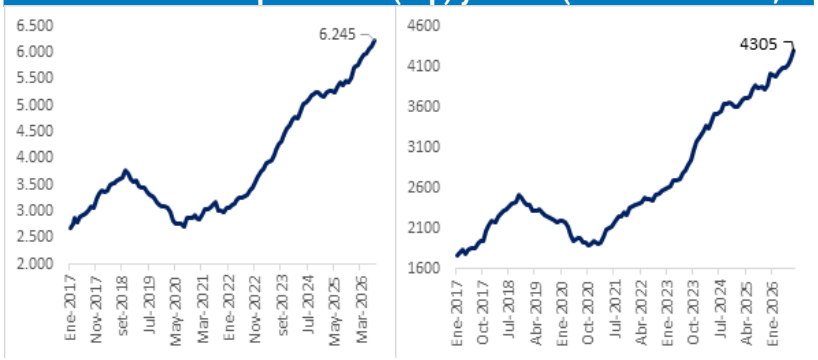
ii.i.ii. Factores Económicos

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

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

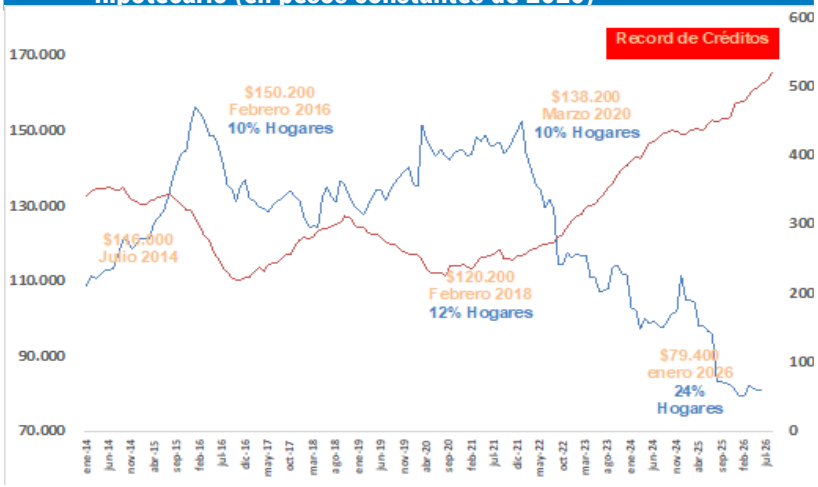
En el año móvil considerado a setiembre de 2026 se realizaron aproximadamente 5.720 operaciones de crédito hipotecario, mientras que los nuevos créditos a la vivienda alcanzaron unos 4.305 millones de UI, equivalentes a aproximadamente US$ 650 millones anuales. El ticket promedio se ubicó en torno a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

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



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

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



Fuente: Sáder & Calvete (Septiembre 2026).

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

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

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

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

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

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

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

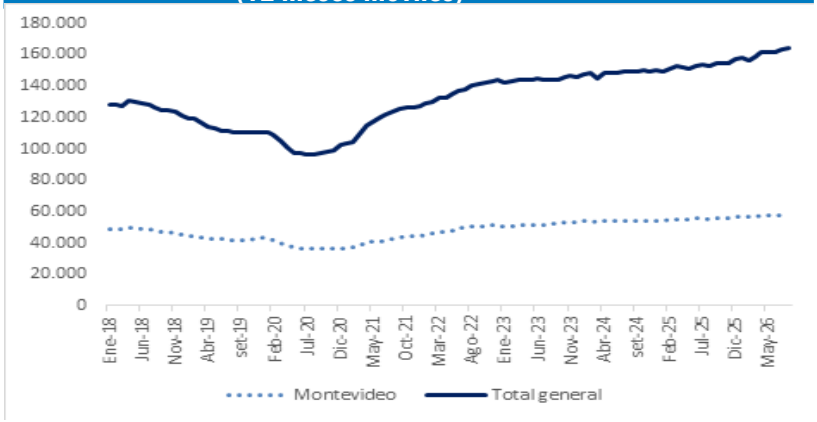
iii. Evolución reciente del mercado de compraventas y alquileres

iii.i. Evolución general de las operaciones

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

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

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



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

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

iii.ii. Evolución general de los precios

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

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

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

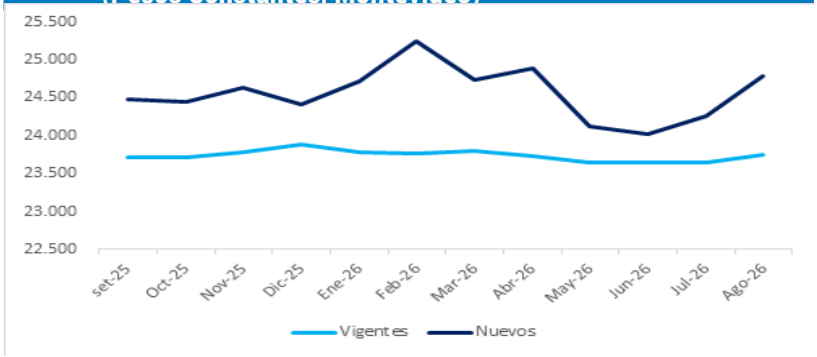


En cuanto a los contratos de alquiler, al igual que en ediciones anteriores se observa que la evolución de los precios debe analizarse en un contexto de incremento del stock de viviendas de los últimos años, al menos en Montevideo, aunque no es posible atribuir directamente a este factor la evolución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

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

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

Gráfico 15 – Precio Promedio de Contratos de Alquiler (Pesos Constantes, Montevideo)[5]



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

iii.iii. Consideraciones finales sobre el mercado de vivienda

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

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

3. Los Barrios Privados: mercado y evolución reciente

Los Barrios Privados o Semiprivados son un tipo de desarrollo inmobiliario relativamente reciente que ha tenido un importante impulso en los últimos años, principalmente concentrado en el área Metropolitana, aunque también han alcanzado otros puntos del país. Se trata de un mercado "de nicho" ya que sólo alcanza a una porción muy menor de los hogares del país: aquellos de altos y muy altos ingresos, y con una porción significativa de extranjeros. De todas formas, el mercado se ha diversificado más, con el surgimiento de nuevas alternativas: **i)** proyectos de barrios privados tradicionales con amplios terrenos, servicios y amenities de entorno, **ii)** proyectos de propiedad horizontal en similares entornos, proyectos "llave en mano" con producción

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

de vivienda estandarizada (housing u otros), entre otras opciones que han permitido ampliar el público objetivo. En la encuesta de Research, se aprecia esta tendencia del lado de la demanda, en tanto los encuestados responden un mayor interés por este tipo de soluciones en sus búsquedas de vivienda de los próximos dos años.

La normativa que refiere a los Barrios Privados es diversa y su reglamentación se define a nivel municipal, siendo Canelones y Maldonado los departamentos donde estos desarrollos muestran mayor dinamismo. En Canelones, desde 1998 con la Ordenanza de Clubes de Campo Res. 4699/98 se han desarrollado estos emprendimientos. No obstante, esta ordenanza fue sustituida por planes de ordenamiento territorial como el Costa Plan (Plan Estratégico de Ordenamiento Territorial de la Micro Región de la Costa), el Plan Parcial Camino de los Horneros y el Plan Parcial Colonia Nicolich y Ruta 101. Estos planes han guiado el desarrollo de distintas vertientes logísticas y residenciales en el departamento de Canelones y han actuado como instrumentos de regulación y promoción de los barrios privados en este departamento. Adicionalmente, el Plan Camino de los Horneros presupone y genera amplio espacio para seguir desarrollando ese vértice en el territorio, en el cual se está desarrollando el barrio Cavas. Es de notar que los proyectos realizados por LTI han obtenido las aprobaciones para transformar suelo rural en urbanizable en el marco de este último plan.

En particular el Plan indica lo siguiente en su contenido: *"el área urbana de la ciudad de Canelones ocupa aproximadamente 700 hectáreas, Ciudad de la Costa 3.500 hectáreas, Costa de Oro 4.500 hectáreas. La superficie de la pieza de trabajo implica 1.600 hectáreas, de las cuales más del 50% está ocupada hoy por clubes de campo o con previsión de desarrollos similares: la misma superficie que la ciudad de Canelones. Esto da cuenta que esta nueva ruralidad supone uno de los modelos de ocupación residencial más destacados del departamento en términos cuantitativos de uso de suelo, más allá de la densidad de población comparativa".*

Es importante resaltar que en los últimos años estos barrios han ganado tracción, y se han visto beneficiados por la crisis sanitaria (que implicó la búsqueda de nuevos espacios para habitar), el trabajo a distancia, la llegada de extranjeros y el desarrollo de nuevas centralidades que albergan servicios diversos, entre los cuales surgen emprendimientos comerciales, educativos, de salud, financieros, que se apalancan en la tendencia al crecimiento de estas soluciones de vivienda. ***En este sentido, existe una relación positiva y bidireccional entre el desarrollo residencial y de servicios en estas áreas.*** De hecho, en la zona de influencia del proyecto también se estaban desarrollando otros barrios con características similares en sentido amplio. Si bien cada uno tenía sus particularidades, en esencia apuntan a un público similar, y potencian el desarrollo inmobiliario en la zona. Sin embargo, algunas de las empresas que están desarrollando barrios privados han encontrado dificultades de solvencia o liquidez. Esto podría ser un indicador de cierto enfriamiento de la demanda o al menos de cierto desbalance entre la oferta y la demanda en general para este tipo de proyectos. En contrapartida, esto implica una menor intensidad competitiva en el mercado de este tipo de emprendimientos, lo que podría beneficiar al grupo Tahona en tanto fue pionero en el desarrollo de este tipo de soluciones de vivienda lo que se juzga positivamente en cuanto a su reputación relacionada a estos desarrollos. Esto no habría afectado el desarrollo de los proyectos Cavas hasta el momento.

En Montevideo la normativa de Barrios Privados no permite el desarrollo de barrios exclusivos, aunque sí se han autorizado algunos barrios "semiprivados" que se han extendido al norte de Camino Carrasco. En este sentido, los precios en Montevideo son mayores que los de Canelones, producto de la escasez relativa de terrenos y las distancias hacia las centralidades. Por lo anterior, el eje Camino de los Horneros se presenta como un polo de desarrollo de barrios privados en Canelones.

Según información del MVOT, a 2020 existían 78 Barrios Privados y en aumento. Más recientemente, Perez Sanchez[6] (2024) indica que existen 84 BBPP en todo el país, incluyendo los semicerrados. En el departamento de Maldonado es donde existen más desarrollos, explicando más del 50%. En Montevideo (Este) y en Canelones (Oeste) los desarrollos se realizaron anexos a la conexión con las principales arterias viales del país y el vínculo con la capital, la costa y polos de desarrollo como las Zonas Francas y Parques Industriales. En el Área Metropolitana de Montevideo (AMM) existían a 2022, 24 Barrios Privados con un área total de 664 hectáreas, distribuidos en Canelones y Montevideo mayoritariamente.

En el caso de Canelones, además de los impulsos que han tenido los Barrios Privados producto de las definiciones en el ordenamiento territorial, las diferencias respecto a la regulación de Montevideo también han favorecido la instalación de estos emprendimientos en las zonas cercanas al aeropuerto de Carrasco y las rutas Interbalnearia y 101. En particular, se destaca como un polo atractivo hacia el este de Montevideo y otro particularmente denso en cuanto a barrios privados en Canelones con los barrios desarrollados por el Grupo Tahona como un conjunto ya consolidado, del cual forma parte el desarrollo de Cavas.

En lo que refiere a los precios, existe alta dispersión entre los distintos emprendimientos que dependen directamente de la ubicación, los servicios y el entorno, entre otros factores. Sin embargo, el modelo de estos emprendimientos suele estar vinculado a capturar la valorización del suelo a medida que se desarrollan los servicios, la infraestructura y el entorno paisajístico característico de estos barrios. Esto implica que los precios de barrios consolidados suelen ser distintos a los de emprendimientos nacientes.

El precio del metro cuadrado de tierra en los barrios privados de Uruguay oscila principalmente entre US$ 100 y US$ 400 el m², aunque en zonas exclusivas de Punta del Este puede superar ampliamente esa cifra. El valor final depende de la cercanía a servicios, los amenities del complejo y el tamaño del lote. Los precios fluctúan entre Montevideo y Canelones. En el primero, los valores oscilan entre USD 250 y USD 450 por m2, mientras que en Canelones los precios son menores y van de USD 160 a USD 360 por m2. Sin embargo, los terrenos son mayores en Canelones. Un terreno típico de 900 a 1.100 m² en complejos consolidados como La Tahona o barrios sobre Camino de los Horneros ronda entre US$ 155.000 y US$ 390.000.

4. 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.

[6] . Dr. en Estudios Urbanos Marcelo Pérez Sánchez, "Urbanismo Neoliberal: Barrios Privados en Uruguay". (2024).

Estos incentivos atienden tanto la oferta de viviendas como la demanda. Destaca la Ley 18.795 de acceso a la Vivienda de Interés Social, en tanto es el pilar fundamental de la política diseñada. Por primera vez en la historia del país la vivienda para sectores medios se ha financiado de forma masiva por inversores privados.

La Ley 18.795 de promoción de la vivienda social fue votada por unanimidad en el Parlamento, lo que brinda cierta seguridad del camino optado desde la política pública. En el período de gobierno anterior 2020-2025, se realizaron ciertas modificaciones que dinamizaron estos proyectos, en particular con la eliminación del tope de precios, entre otros. Más recientemente, en 2025 el Poder Ejecutivo anunció nuevas modificaciones con el objetivo de reorientar los incentivos hacia localizaciones consistentes con la planificación territorial, proyectos con mayor impacto social y una mayor articulación con el Sistema Público de Vivienda.

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

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

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

En lo que respecta a otras políticas públicas, ya se encuentra definido el Plan Quinquenal de Vivienda y Hábitat 2025-2029, en el que el foco de la política habitacional se orienta en buena medida a segmentos de la población de menores ingresos y a situaciones de vulnerabilidad habitacional. En este sentido, la política de vivienda tendría un enfoque transversal para abordar el déficit habitacional a través de cinco lineamientos estratégicos para guiar la inversión y la acción del Sistema Público de Vivienda. Estos son: **i)** emergencia

habitacional y vulnerabilidad; **ii)** acceso a la vivienda adecuada; **iii)** integración social y territorial; **iv)** acceso al suelo urbano; y **v)** fortalecimiento del SPV. En el marco de la Ley de Presupuesto Nacional 2025-2029, se introdujeron además instrumentos destinados a ampliar los mecanismos de financiamiento habitacional, incluyendo la autorización para constituir un Fondo de Garantía de Créditos a la Vivienda Social dentro del Sistema Nacional de Garantías y la prórroga hasta diciembre de 2027 de la línea SiGa Entre Todos. Estas disposiciones amplían el marco institucional y financiero de las políticas de acceso a la vivienda.

Por último, a nivel municipal los anuncios de la Intendencia Municipal de Montevideo en pro del desarrollo urbano y en lo que refiere a una mayor flexibilidad en aprobar alturas en algunas de las arterias de la ciudad, aumentan las expectativas a los desarrolladores y constructoras. En particular, la reglamentación de "Montevideo más cerca"[7] , actualizada en 2025, mantiene incentivos a la densificación y mayor flexibilidad normativa en determinados corredores urbanos, lo que continúa siendo una señal relevante para el sector.

A nivel institucional, en 2024 se superaron los riesgos vinculados al Plebiscito de Reforma de la Seguridad Social que podría haber sido negativo para la macroeconomía y el clima de negocios en general, y para la inversión inmobiliaria en particular.

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

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

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

5. 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 proyecto Cavas sigue las tendencias del mercado de barrios privados con un producto validado por el mercado. Por otra parte, más allá de que este proyecto está destinado a un sector muy específico, cabe agregar que el mercado inmobiliario ha mostrado un buen desempeño y la situación de empleo, ingresos y acceso al crédito de los hogares es propicia para su desarrollo. Si bien algunos indicadores muestran una moderación de la demanda y persisten riesgos vinculados a los costos de construcción y las condiciones financieras, no se observa una contracción generalizada del sector. *Riesgo bajo/medio.*

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 los incentivos fiscales a la construcción han sido un elemento dinamizador del sector, los regímenes que implican Gasto Tributario podrían ser revisados por el Gobierno. En el ámbito normativo departamental, el Plan Camino de los Horneros explicita un marco a nivel departamental para el desarrollo de urbanizaciones y barrios privado. *Riesgo bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy[8] de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor. Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación







Ing. Agr. Adrían Tambler

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