

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS REPRESENTATIVOS DE  
DEUDA EMITIDOS  
A PARTIR DEL “FIDEICOMISO  
FINANCIERO CASMU III”**

*Montevideo, marzo de 2021*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
9	II LOS TÍTULOS DE DEUDA
11	III LA ADMINISTRACION
14	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
19	V EL ENTORNO
22	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
ANEXO I INFORMACION SECTORIAL	

---

## ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DEL FF CASMU III 23 - marzo - 2021

<b>FIDEICOMISO FINANCIERO</b>	CASMU III
<b>Títulos de Deuda</b>	por UI 75.000.000 emitidos el 29/3/16
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Créditos CASMU IAMPP contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA)
<b>Emisor:</b>	República AFISA
<b>Fideicomitente:</b>	CASMU IAMPP
<b>Amortización Capital:</b>	156 cuotas mensuales iguales y consecutivas en UI comprendiendo capital e intereses pagaderas una vez finalizado el período de gracia de 2 años.
<b>Gracia:</b>	2 años con pago de intereses en 24 cuotas mensuales y consecutivas en UI pagaderas a partir de la primera fecha de pago posterior a la emisión. El periodo de gracia venció el 28/4/18.
<b>Tasa de interés:</b>	6 % lineal anual en UI desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda calculada sobre saldos (estimada por RAFISA)
<b>Garantía:</b>	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC
<b>Fiduciario:</b>	República AFISA
<b>Entidad Registrante:</b>	BEVSA.
<b>Agente Fiduciario emisión:</b>	BEVSA.
<b>Administración y pago:</b>	República AFISA
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta el 30/11/2021 <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	A.uy
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructurados Administrados por Terceros

<sup>1</sup>. Ante la aparición de hechos relevantes que lo justifiquen, la calificación puede ser modificada en cualquier momento

## Resumen General

***CARE ha actualizado la calificación de los títulos representativos de deuda emitidos, a partir del "Fideicomiso financiero Casmu III" manteniendo la nota de A.uy de grado inversor.***

El objetivo de esta calificación es evaluar el riesgo del inversionista o beneficiario financiero de recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más un interés.

La emisión de esos títulos integra un proceso cuyos pasos anteriores fueron decisivos para conferir la nota. Estos pasos son:

- La formulación de una política pública, de amplia base política de sustentación, destinada a garantizar un proceso de reestructura del pasivo y de la gestión del viejo CASMU.
- La aceptación por parte de los Ministerios competentes de los procesos de reestructura de toda la gestión.
- La participación decisiva del Estado al proceso del blindaje jurídico tanto de reestructuración de pasivos, como de provisión de garantías para el pago de estos, así como de la emisión que se califica que provee nuevos fondos también para lograr capital de trabajo.
- Vinculado a lo anterior, el antecedente de dos emisiones previas a partir de los fideicomisos financieros denominados "Nuevo CASMU" y "CASMU II", ambos calificados por CARE y cuyo desempeño, hasta el presente, ha sido inobjetable como lo avala la nota conferida a ambos A.uy tanto en sus calificaciones originales como en las sucesivas actualizaciones. Este fideicomiso también se viene desempeñando con normalidad desde su creación.
- Contra la emisión de valores por UI 75.000.000, el fideicomitente ha cedido al fideicomiso, de los montos provenientes del FONASA que le corresponde recibir, la suma de UI 125.520.000 para cubrir así los importes correspondientes a la amortización de los títulos, los intereses y demás gastos inherentes a la operación. Esta cesión está completamente garantida por el Fondo IAMC.
- El Fideicomiso se viene desempeñando con normalidad desde su creación encontrándose al día con sus obligaciones.
- El blindaje jurídico de los títulos de deuda, en especial la garantía del Estado y el modo de organizarla, constituye, al igual que en los fideicomisos anteriores, la principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico en el pasado del CASMU, como indicador del comportamiento futuro, ofrece dificultades. La institución no ha presentado balance al 30/9/2020.

- Por lo tanto, el fideicomiso de cuotas FONASA podría no constituir en sí mismo una garantía de repago suficiente como para alcanzar una calificación de grado de inversión para los títulos como la que se ha otorgado. Así lo han entendido tanto el gobierno como la propia Institución, al acompañar los bienes fideicomitidos no solo de la garantía del Estado, sino de una forma de constituirla de singular eficacia. El tiempo transcurrido sin que se hayan registrado inconvenientes en ninguno de los fideicomisos vigentes bajo esta modalidad ratifica las conclusiones emitidas.
- El efecto negativo en la actividad económica provocado por el COVID 19 ha incidido negativamente en las cuentas macro sectoriales del sector Salud, signadas por la caída del empleo y el aumento de los subsidios de rentas generales al Sistema Integrado de Salud.
- No obstante, vale la pena destacar que el nuevo gobierno, establece una clara intención de continuar contribuyendo a la sostenibilidad de los servicios de salud tal como se recogió en el “mensaje y exposición de motivos del proyecto de Ley de Presupuesto Nacional” ya aprobado por el Parlamento Nacional, así como en otras intervenciones; por otra parte, las variables de entorno no evidencian aún tensiones demasiado relevantes que afecten la construcción financiera.

## I. INTRODUCCION

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación<sup>2</sup>

CARE Calificadora de Riesgo fue contratada para calificar los títulos de deuda emitidos por parte de República Administradora de Fondos de Inversión S.A. por UI 75.000.000 (unidades indexadas 75 millones) de valor nominal, provenientes de la securitización de un activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir *por CASMU Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales Sin fines de Lucro* del Fondo Nacional de Salud (FONASA) por un plazo de 15 años en las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso. Asimismo los títulos de deuda están garantidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

CASMU IAMPP – el fideicomitente- transmitió la propiedad fiduciaria del activo financiero referido a República Afisa según contrato de fideicomiso financiero de oferta pública.

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, y 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 o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés si corresponde<sup>3</sup>.

En este caso se trata de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de UI 75.000.000, que es lo que se emitió, amortizables en 156 cuotas mensuales iguales y consecutivas, comprendiendo capital e intereses, pagaderas a partir del vencimiento del período de gracia ocurrido el 28/4/18. El interés es 6 % lineal anual en UI desde la fecha de la emisión y hasta la cancelación total de los Títulos. Durante el período de gracia se pagaron mensualmente los intereses devengados. Estos compromisos están completamente garantidos por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18439<sup>4</sup>, fideicomitado a su vez a República Afisa, responsable de hacer efectiva en su caso aquella garantía.

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

<sup>2</sup>. Care no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

<sup>3</sup>. ver "Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas..." Punto 3.

<sup>4</sup>. en adelante la Ley

sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve. El informe de contingencias jurídicas que acompañó el informe de calificación original estuvo a cargo del Dr. Leandro Rama, asesor jurídico de CARE.

La vigencia de esta actualización es hasta el 30 de noviembre de 2021<sup>5</sup>.

## 2. Antecedentes

Los antecedentes de esta emisión tienen que ver, en primer lugar, con un proceso de cambios institucionales y de reorganización del capital de la institución, ampliamente detallados en el informe de calificación original<sup>6</sup>:

Un resumen de este proceso sería el siguiente:

- La formulación de una política pública, de amplia base de sustentación, destinada a garantizar un proceso de reestructura del pasivo y de la gestión del antiguo CASMU.
- Vinculado a lo anterior, el ajuste de la naturaleza jurídica del anterior CASMU, a una entidad comparable a las del sistema IAMC, capaz de adquirir por sí compromisos varios.
- La aceptación por parte de los Ministerios competentes del proceso de reestructura.
- La aceptación por parte de los acreedores de la nueva situación con cambios en las obligaciones originales.
- La constitución de la garantía por parte del Estado al proceso del blindaje jurídico tanto de reestructuración de pasivos, como de provisión de nuevos fondos provenientes de la emisión que se califica, para lograr capital de trabajo, pagar créditos laborales y otros, y recuperar garantías.
- La constitución de dos fideicomisos anteriores de similares características

En particular, el presente fideicomiso tuvo por finalidad la obtención, por parte del Fideicomitente, de financiamiento para la ejecución del proyecto de centralización de los Servicios de Segundo y Tercer Nivel de Asistencia en un único predio, y para la continuación del proceso de reestructuración de pasivos, mediante la emisión por oferta pública por el Fiduciario de Títulos representativos de Deuda con el respaldo de los Bienes Fideicomitados transferidos por el Fideicomitente y garantizados por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

Para ello, los Ministerios de Economía y Finanzas y Salud Pública, emitieron el 8 de mayo de 2015 una resolución autorizando a RAFISA, en su calidad de fiduciaria del Fondo IAMC, a utilizar las garantías ya concedidas y no utilizadas, en respaldo de una nueva emisión pública de títulos por hasta UI 75 millones más los intereses correspondientes a ser emitidos por el denominado "Fideicomiso Financiero CASMU III".

<sup>5</sup>. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

<sup>6</sup>. Una descripción detallada de este proceso puede consultarse en la calificación del primer fideicomiso de la institución denominado Fideicomiso Financiero Nuevo CASMU en el sitio [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) y en el prospecto informativo

### 3. Objeto de la calificación, información analizada.

El objeto de la calificación es el juzgamiento del riesgo del o los beneficiarios, de recuperar el monto por el que se adquirieron los títulos de deuda, en las condiciones de la emisión.

La información considerada para esta actualización fue la siguiente:

- Calificaciones realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones de este y los dos fideicomisos que le anteceden.
- Actualización del padrón de afiliados
- Información pública del sector salud actualizada por CARE (Anexo 1)
- EE.CC del fideicomiso al 31/12/20
- EE.CC de la fiduciaria al 31/12/20
- EE.CC del CASMU AL 30/9/19 con informe de auditoría (último presentado).
- Información sobre el cumplimiento de metas asistenciales según JUNASA

### 4. Hechos salientes del periodo

- El registro de afiliados al 31 de enero de 2021 demuestra que la tendencia decreciente se mantiene. Ver cuadro siguiente.

**Cuadro 1: Evolución del padrón de afiliados**

<b>set-17</b>	203.932	<b>jun-19</b>	195.307
<b>ene-18</b>	203.545	<b>ene-20</b>	192.778
<b>jul-18</b>	199.605	<b>ago-20</b>	191.316
<b>dic-18</b>	197.585	<b>ene-21</b>	188.653

Fuente: CARE en base CASMU



## II. LOS TITULOS DE DEUDA

### 1. Descripción general

Se trata de Títulos representativos de Deuda escriturales emitidos por el Fiduciario de acuerdo al documento de emisión con los siguientes detalles.

**Denominación:** FIDEICOMISO FINANCIERO CASMU III

**Fideicomitente:** CASMU Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales sin Fines de Lucro (CASMU IAMPP)

**Fiduciario:** República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

**Agente de**

**Pago:** República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

**Entidad**

**Registrante:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)

**Agente**

**Fiduciario:** Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)

**Títulos a**

**emitirse:** Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.

**Activo**

**Fideicomitado:** Flujo de fondos provenientes de los créditos que CASMU IAMPP tiene contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA) por los servicios asistenciales prestados a los sujetos comprendidos en el régimen del Sistema Nacional Integrado de Salud.

**Garantía:**

Los títulos de deuda están garantizados por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, constituido entre el Ministerio de Economía y Finanzas y República AFISA el 16 de octubre de 2009, en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 18.439, para la emisión de las garantías a favor de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva, cuyos planes de reestructuración hayan sido aprobados en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 18.439.

**Moneda:**

Pesos Uruguayos expresados en UI.

**Importe de**

**la emisión:**

UI 75.000.000 (setenta y cinco millones de unidades indexadas) de valor nominal

**Interés:**

6 % lineal anual en Unidades Indexadas desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, sobre la base de un año de 360 días y de meses de 30 días.

**Plazo:** 15 años desde la fecha de emisión.

**Plazo de gracia:** dos años, con pago de intereses en 24 cuotas mensuales iguales y consecutivas pagaderas a partir de la primera fecha de pago posterior a la emisión. Evento ya ocurrido.

**Amortización y Pago de intereses:** Los títulos de deuda están siendo amortizados en 156 cuotas mensuales iguales y consecutivas comprendiendo las mismas capital e intereses y pagaderas a partir del vencimiento del período de gracia La primera cuota quedó fijada para el 28/4/18

**Calificación de riesgo:** A.uy

## 2. El análisis jurídico en la calificación de los títulos de deuda

En ocasión de la calificación original se contó con el informe jurídico del Dr. Leandro Rama (Anexo 1 de dicho informe) quien luego de analizar las contingencias jurídicas de la estructura concluye:

*En suma, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas que sugieran el incumplimiento en el pago total y puntual de los Valores. "*

Se vuelve a destacar que la principal fortaleza del repago de los títulos, que hace que puedan alcanzar el grado inversor, estriba en la garantía otorgada por el Estado, en el monto de la misma (puede cubrir todas las obligaciones de este fideicomiso y otros cubiertos por aquélla), y en la peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida.

## 3. Riesgos considerados

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago al beneficiario, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma de aplicación, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. El tiempo transcurrido fortalece las conclusiones iniciales. El riesgo jurídico de estructura, que por sus características, al consolidar la garantía de los títulos, conforma la parte fundamental de la calificación, se considera *casi nulo*.

**Riesgo por iliquidez.** La posibilidad de salir de los títulos constituye un atributo favorable que en el caso del mercado uruguayo no resulta tan fluido por sus características. No obstante se han diseñado para ser líquidos. *Riesgo bajo*.

### III. LA ADMINISTRACIÓN

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

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

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

Según EE.CC al cierre del 31/12/2020 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 773.859. Esto supone un incremento algo superior al 10 % respecto al que tenía al 31/12/2019. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

**Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)**

Concepto	31-Dec-20	31-Dec-19	31-Dec-18
<b>Activo</b>	<b>869.245</b>	<b>810.023</b>	<b>705.262</b>
Activo Corriente	199.937	224.515	261.447
Activo no Corriente	669.308	585.508	443.815
<b>Pasivo</b>	<b>95.385</b>	<b>107.260</b>	<b>120.097</b>
Pasivo Corriente	73.727	90.321	101.326
Pasivo no Corriente	21.658	16.940	18.772
<b>Patrimonio</b>	<b>773.859</b>	<b>702.762</b>	<b>585.164</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>869.245</b>	<b>810.023</b>	<b>705.262</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,71</b>	<b>2,49</b>	<b>2,58</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre de 2020, la firma sigue mostrando resultados positivos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a diciembre de 2020 y su comparativo con ejercicios anteriores.

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

Concepto	31-Dec-20	31-Dec-19	31-Dec-18
Ingresos Operativos	291.254	270.520	290.623
Gastos de Adm y Ventas	(223.491)	(204.701)	(283.795)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>67.763</b>	<b>65.820</b>	<b>6.828</b>
Resultados Diversos	171	245	56
Resultados Financieros	78.752	65.260	53.691
IRAE	(30.869)	(28.376)	(15.910)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>115.817</b>	<b>102.948</b>	<b>44.665</b>
Otro resultado integral	279	19.465	50
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>116.096</b>	<b>122.413</b>	<b>44.715</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos<sup>7</sup>.

Al 31 de diciembre de 2020, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

### El Fideicomiso<sup>8</sup>

El fideicomiso se constituyó mediante contrato de fecha 9/10/15; recibió el monto de la emisión el 29/3/16 con una prima por emisión de UI 732.110 que se suma a las UI 75 millones del valor nominal emitido. A partir de ahí, viene cumpliendo normalmente con sus obligaciones. Culminado el periodo de gracia, se encuentra dentro del periodo de amortización de los títulos.

A continuación se expone resumidamente las principales partidas del estado de situación al término del año 2020 y el correspondiente comparativo con años anteriores.

CUADRO 4: Estado de Situación del Fideicomiso (millones de \$)			
Concepto	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018
<b>Activo</b>	<b>329.182</b>	<b>320.629</b>	<b>313.287</b>
Activo Corriente	43.491	39.728	36.614
Activo no Corriente	285.691	280.901	276.673
<b>Pasivo</b>	<b>302.606</b>	<b>294.828</b>	<b>288.204</b>
Pasivo Corriente	22.316	19.176	16.673
Pasivo no Corriente	280.291	275.652	271.532
<b>Patrimonio neto</b>	<b>56.576</b>	<b>25.801</b>	<b>25.083</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>359.182</b>	<b>320.629</b>	<b>313.287</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,95</b>	<b>2,07</b>	<b>2,20</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

El cronograma futuro de desembolsos comprometidos, derivado del pago de intereses y amortización de los títulos, así como las cesiones de FONASA a percibir por parte del fideicomiso se resume en el siguiente cuadro.

Cuadro 5: Cronograma de desembolsos e ingresos (miles UI)			
Ejercicio	Ingresos	amortización	intereses
2020	4.530	2.182	1.980
2021	9.060	4.632	3.690
2022	9.060	4.918	3.404
2023	9.060	5.221	3.101
2024	9.060	5.544	2.779
2025	9.060	5.885	2.437
2026	9.060	6.248	2.074
2027	9.060	6.634	1.689
2028	9.060	7.043	1.280
2029	9.060	7.477	845
2030	9.060	7.939	384
2031	2.265	2.060	21
<b>Totales</b>	<b>97.395</b>	<b>65.784</b>	<b>23.683</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

<sup>7</sup>. En relación a la crisis sanitaria provocada por el COVID 19, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros, ya que los principales negocios de la compañía son contratos de largo plazo y no han evidenciado a la fecha dificultades operativas y/o financieras.

<sup>8</sup>. En relación al mismo tema pero referido al Fideicomiso; con la información disponible a la fecha de elaboración de los EE.CC, la Gerencia estima que dicha situación no tendrá un impacto significativo en sus estados financieros dado que el Fideicomiso mantiene sustancialmente un crédito correspondiente a la cesión de derechos de cobro provenientes del FONASA. Adicionalmente, ante cualquier eventualidad adversa opera la garantía del Fondo IAMC

La cancelación de los títulos se está realizando en 156 cuotas mensuales iguales y consecutivas, que comprenden amortización e intereses, desde que culminó el periodo de gracia el 28/4/18. El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones. El cuadro muestra los saldos al término del año 2020; como los pagos son mensuales, a la fecha de redactar este informe, los saldos correspondientes al corriente año 2021 son algo menores.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo administración,** considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez, este riesgo se considera *casi nulo*.

**Riesgo de conflictos,** derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior resulta muy poco probable.  
*Riesgo casi nulo*

**Riesgo por cambio de fiduciario.** Se encuentra cubierto por las propias disposiciones legales (art. 32 ley 17.703) y contractuales.

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

El activo subyacente consiste en la cesión del flujo de fondos Fonasa así como los derechos que el fideicomitente tuviera derivados de la garantía del estado establecida en el art. 5 de la ley 18.439.

Sin perjuicio de la garantía legal de cumplimiento de las obligaciones, corresponde evaluar en este capítulo la capacidad de la Institución de continuar en marcha prestando los servicios correspondientes, a partir del análisis del desempeño económico reciente expresado en sus balances, así como de las proyecciones que realizara oportunamente la propia entidad acerca de su desempeño futuro, cuando sea el caso.

Al respecto, según deriva del método de análisis de CARE, se toman en cuenta, además del análisis de la garantía que es lo más relevante, los últimos ejercicios finalizados y auditados, el último de los cuales cerró el 30 de setiembre de 2019; a la fecha de redactar este informe, la institución manifestó no haber cerrado aún el ejercicio finalizado el 30 de setiembre de 2020. No obstante se consideran también la calidad asistencial y la estructura organizacional.

En cuanto a la calidad asistencial se asume que no ofrece dificultades significativas en tanto la Institución es supervisada por el MSP. Esta supervisión es mayor a partir de la implementación del SNIS. A título de ejemplo importa destacar que la JUNASA controla el cumplimiento de las metas según compromiso asumido en la Cláusula Vigésimo Octava del Contrato de Gestión que suscribieran los prestadores que integran el Sistema Integrado de Salud. En cada actualización, la institución informa a CARE sobre las resoluciones remitidas por la JUNASA dando cuenta del grado de cumplimiento de las metas.

### 1. Seguimiento de la situación económico financiera

La información utilizada fue la que surge de los Estados Contables auditados, tomándose en este caso la correspondiente a los dos últimos ejercicios por ser comparables al ajustarse ambos a moneda de setiembre de 2019. Como se informa líneas arriba, la institución no ha cerrado aún el balance correspondiente al ejercicio cerrado a setiembre de 2020. Ello no obstante, en términos generales corresponde señalar una vez más, que no es este el aspecto más relevante en la nota asignada a la emisión por cuanto la misma deriva de la garantía otorgada por el Estado. Se trata entonces de, básicamente, hacer un seguimiento de la marcha de la institución en tanto su capacidad de mantenerse operativa y generar de esa forma los aportes del Fonasa fideicomitados. Tampoco este aspecto se considera determinante para que una IAMC se mantenga operativa, en la medida que su gestión se encuadre en términos razonables de sustentabilidad. No hay que olvidar, tal como se describe en el Anexo: Información Sectorial, que una IAMC es una pieza fundamental de un sistema fuertemente regulado por el Estado y por tanto funcional al mismo.

En el cuadro siguiente se reiteran resumidamente los resultados de la Institución para los dos últimos ejercicios expresados en moneda de setiembre de 2019 (último cerrado y auditado). Para facilitar su lectura y comparación, se agrega en el mismo cuadro los resultados en términos relativos siempre respecto a los Ingresos Operativos Netos.

## Cuadro 6: CASMU. Estado de Resultados Consolidados (miles de \$)

Concepto	30/09/2019	30/09/2018
Ingresos Operativos netos	9.225.294	9.183.628
Costo de los servicios prestados	(8.567.188)	(8.451.853)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>658.105</b>	<b>731.774</b>
Gastos de Administracion y Ventas	(588.015)	(544.668)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>70.090</b>	<b>187.106</b>
Resultados Financieros	(40.839)	(37.867)
Resultados Diversos	31.459	15.687
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>60.709</b>	<b>164.926</b>
Otros resultados integrales		
<b>Resultado Integral del Ejercicio</b>	<b>60.709</b>	<b>164.926</b>
<b>En % sobre Ingresos</b>		
Total Recursos	100%	100%
Costo de los servicios prestados	92,87%	92,03%
Resultado Bruto	7,13%	7,97%
Gastos de Administracion y Ventas	-6,37%	-5,93%
Resultado Operativo	0,76%	2,04%
Resultados Financieros	-0,44%	-0,41%
Resultado Integral del Ejercicio	0,66%	1,80%

Nota: valores expresados a moneda de 30/9/19

Fuente: CARE en base EE.CC CASMU consolidados

Hasta el ejercicio informado, la institución seguía exhibiendo patrimonio negativo como puede apreciarse en el cuadro siguiente.

## Cuadro 7. CASMU. Estado de situación patrimonial resumido (miles de \$)

Concepto	30/09/2019	30/09/2018
Activo Corriente	782.183	945.515
Activo No Corriente	3.159.950	3.142.724
<b>Total Activo</b>	<b>3.942.133</b>	<b>4.088.239</b>
Pasivo Corriente	3.109.219	3.043.356
Pasivo no Corriente	2.239.175	2.553.340
<b>Total Pasivo</b>	<b>5.348.394</b>	<b>5.596.695</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>(1.406.261)</b>	<b>(1.508.456)</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>3.942.133</b>	<b>4.088.239</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,25</b>	<b>0,31</b>
<b>Activo/Pasivo</b>	<b>0,74</b>	<b>0,73</b>

Nota: valores expresados a moneda de 30/9/19

Fuente: CARE en base EE.CC CASMU consolidados

La liquidez, medida como el cociente entre activos y pasivos corrientes sigue presentando índices muy pobres, como se desprende del cuadro precedente.

### Cesiones FONASA

Corresponde recordar que esta operación no es la única que tiene la institución y que la cesión de créditos FONASA a la que se compromete en función de la necesidad que surge del pago de amortización e intereses de los tres fideicomisos de oferta pública más uno de oferta privada (CASMU D), representan un importe del orden del 4,36 % de sus ingresos operativos netos. Para realizar este cálculo CARE convirtió los ingresos operativos netos de la institución al 30/9/19 (Cuadro 6) a UI según cotización al 31/3/19 (\$ 4,1349)

asumiendo una distribución uniforme de los mismos. Esto, sumado al hecho que se trata de fondos cedidos previamente a los fideicomisos y que por lo tanto no ingresan al flujo financiero de la institución, relativiza su situación de liquidez.

A continuación se exponen los compromisos restantes asumidos por la institución en los cuatro fideicomisos referidos, a partir del corriente año 2021.

<b>Cuadro 8: Cesiones Fonasa acumuladas (miles de UI)</b>					
<b>años</b>	<b>CASMU III</b>	<b>CASMU II</b>	<b>N. CASMU</b>	<b>CASMU D</b>	<b>Acumuladas</b>
2021	9.060	36.000	42.000	10.200	97.260
2022	9.060	36.000	42.000	10.200	97.260
2023	9.060	36.000	42.000	10.200	97.260
2024	9.060	36.000	38.400	7.650	91.110
2025	9.060	36.600	16.000		61.660
2026	9.060	36.600			45.660
2027	9.060	36.600			45.660
2028	9.060				9.060
2029	9.060				9.060
2030	9.060				9.060
2031	2.265				2.265
<b>total</b>	<b>92.865</b>	<b>253.800</b>	<b>180.400</b>	<b>38.250</b>	<b>565.315</b>

Fuente: RAFISA y EE.CC fideicomisos

**Nota:** En el cuadro precedente, los compromisos del año 2021 ya han comenzado a cancelarse en algún caso.

Como se comenta líneas arriba, el acumulado de los compromisos para cancelar los fideicomisos representa una cifra relativamente menor de los ingresos totales de la institución.

## 2. Fondo de Garantía IAMC

Como se sabe, el Fondo de Garantía IAMC (el Fondo) garantiza estos y otros fideicomisos de otras instituciones por lo que corresponde analizar qué pasaría en caso de un incumplimiento generalizado (circunstancia extremadamente improbable).

En tal sentido, debe recordarse una vez más, que aun en el escenario más adverso, el Fondo de Garantía IAMC es suficiente para cubrir el pago de los títulos de deuda, dada la forma y el monto que componen dicho Fondo. En el peor de los escenarios (uso de todas las garantías autorizadas), el flujo de fondos establecido por la Ley cubriría anualmente las obligaciones garantizadas. Esto se visualiza en el cuadro siguiente.

Como se ha mencionado, el Fondo cuenta con un saldo de UI 192.000.000 y en caso de utilizarse, la ley mandata al MEF a reponer lo necesario hasta completar dicho saldo a razón de hasta UI 162.000.000 anuales, de acuerdo al incremento del tope anual dispuesto por la Ley 19.357 del 15/12/15. CARE simuló un escenario para los próximos tres años (incluyendo el corriente) en función de las obligaciones para con los títulos emitidos de cada uno de los fideicomisos garantizados por el Fondo (amortización e intereses)<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Los fideicomisos están ordenados según orden cronológico lo que determina el orden de prelación en caso de ser necesario.



**Cuadro 9: Flujo Garantizado por Fondo IAMC (miles de UI)**

Fideicomiso	2021	2022	2023
AESP II	21.265	21.265	21.265
AESP I	30.092	30.092	30.092
Nuevo Casmu	41.132	41.132	41.132
Casmu II, S I	27.471	27.471	27.471
Casmu D	10.200	10.200	10.200
Casmu III	8.322	8.322	8.322
C de Galicia	15.272	14.731	14.190
C. de Galicia II	11.700	13.800	13.879
<b>Totales</b>	<b>165.454</b>	<b>167.013</b>	<b>166.551</b>

Fuente: CARE en base EE.CC de los Fideicomisos y RAFISA

NOTA: El año 2021 ha comenzado a cancelarse

Se puede observar cómo, aún en el caso que ninguno de los fideicomisos garantizados cumpliera con su cuota a lo largo de cada uno de los años considerados y si bien, la cifra a pagar superaría el tope anual, la cobertura no corre riesgo por cuanto el Fondo dispone de un saldo de UI 192 millones. En efecto, el año 2022, el de mayor monto, alcanza a miles de UI 167.013, cifra algo superior al tope de reposición legal que es de miles de UI 162.000, pero como el Fondo cuenta con un saldo de miles de UI 192.000 (máximo previsto) podría afrontar ese eventual faltante sin inconvenientes. Hasta el momento, en ningún caso ha sido necesario recurrir a esta garantía.

Otra forma de analizar la solvencia del Fondo es teniendo en cuenta no ya los compromisos de pago de los títulos (amortización e intereses) sino las cuotas FONASA fideicomitadas por cada uno de los fideicomisos garantizados, obviamente se trata de una cifra mayor ya que además de rescatar los títulos emitidos deben pagar todos los gastos inherentes a cada operación. Esto se puede apreciar en el cuadro siguiente.

**Cuadro 10: Contingencia máxima por garantías emitidas y cronograma de emisiones (miles de UI)**

Año	F. IAMC	Ingresos					Egresos					
		Eventual	CASMU D	CASMU II	N. CASMU	CASMU III	C.G. I	C.G. II	AESP	AESP II	pago total	Saldo IAMC
2020	192.000											192.000
2021		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	14.400	36.000	25.398	189.858	164.142
2022		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	16.600	36.000	25.398	192.058	134.084
2023		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	16.800	36.000	25.398	192.258	103.826
2024		162.000	7.650	36.000	38.400	9.060	16.800	24.500	36.000	25.398	193.808	72.018
2025		162.000	-	36.000	16.000	9.060	16.800	25.200	36.000	25.398	164.458	69.560
2026		162.000	-	36.000	-	9.060	16.800	25.200	36.000	25.398	148.458	83.102
2027		162.000	-	36.000	-	9.060	-	27.400	27.000	25.398	124.858	120.245
2028		133.813				9.060		27.600		25.398	62.058	192.000
2029		62.058				9.060		27.600		25.398	62.058	192.000
2030		62.058				9.060		27.600		25.398	62.058	192.000
2031		50.882						27.600		23.281	50.881	192.000
2032		50.881						27.600		23.281	50.881	192.000

Fuente: CARE en base RAFISA

Puede comprobarse que, si bien en los próximos años la cifra a reponer superaría el tope anual actual, igualmente el Fondo tiene saldo suficiente para cubrir dicha circunstancia siendo el año 2025 el más crítico. Pero es claro, además, que no resulta un escenario probable un default simultáneo y total de todos los fideicomisos garantizados.

### Riesgos considerados<sup>10</sup>

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. La cesión de cobranza de FONASA prevista como repago de los títulos no presenta riesgos en la medida que la Institución siga en marcha. *Riesgo muy bajo*

**Riesgo de gerenciamiento.** Implica evaluar la capacidad de la Institución de gerenciar el proceso de cambios puesto en marcha. Si bien no se refleja en los resultados existen algunas evidencias de cambios favorables no solo de la capacidad gerencial, sino de la cultura institucional. La proyección de resultados en el corto plazo así parece indicarlo. *Riesgo bajo*

**Riesgo de descalce de monedas.** Este riesgo, luego del proceso de reestructura es menor, ya que el 98.6 % de las deudas está nominado en UI o moneda nacional que es la moneda funcional. *Riesgo casi nulo.*

<sup>10</sup>. Los riesgos que se van a comentar tienen una baja ponderación en tanto la mayor fortaleza de los títulos que se califican es la garantía del Estado.

## V. EL ENTORNO

### 1. Introducción

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros, que pueden afectar la generación de los flujos necesarios para hacer frente a las obligaciones de pago contraídas, pero que derivan de circunstancias ajenas a la Institución y refieren al marco general, en especial al mercado y a las políticas públicas. En este caso, el análisis tiene una relevancia menor por cuanto, como se ha referido en capítulos anteriores, es la garantía del Estado la principal y excluyente fortaleza de la calificación. No obstante y por ser un sector muy dependiente de disposiciones de política pública, CARE realiza en ocasión de cada actualización de calificación algunas referencias al marco general en el que se desenvuelve el sector salud.

En este sentido el análisis de entorno se detiene en los factores que pueden evidenciar tensiones en el sistema: gasto público asociado, cobertura, endeudamiento institucional, precios relativos entre los administrados del sector salud y los restantes de la economía (véase Anexo). En efecto el gasto público es imprescindible para transferir lo pertinente a las instituciones, y las fijaciones administrativas de precios relevantes deben monitorearse para verificar que recojan los costos asociados. Finalmente el endeudamiento bancario podría evidenciar una alarma sobre desajustes en el sistema, por ejemplo fijaciones de precios que no sigan a los costos.

Como se viene comentando en actualizaciones anteriores, el déficit es creciente; al ser los gastos inelásticos y poco flexibles, las tensiones del sistema seguramente aumentarán dado el nivel alcanzado de déficit fiscal en 2019 y 2020. Las decisiones de política pública de la nueva Administración serán importantes para definir la coyuntura sectorial y la fortaleza del sistema. No obstante, es la garantía del Estado, la principal y excluyente fortaleza de la calificación.

La presente actualización del sector Salud describe un escenario donde se evidencian signos de alerta macro sectoriales de importancia. El efecto económico negativo en la actividad económica del COVID 19 repercute en las cuentas macro sectoriales del sector Salud, signadas por la caída del empleo y el aumento de los subsidios de rentas generales al Sistema Integrado de Salud. Al ser los gastos inelásticos y poco flexibles, las tensiones en el Sistema de Salud seguramente aumentarán dado el nivel alcanzado de déficit fiscal.

Vale la pena destacar que el nuevo gobierno, establece una clara intención de continuar contribuyendo a la sostenibilidad de los servicios de salud tal como se recoge en el “mensaje y exposición de motivos del proyecto de Ley de Presupuesto Nacional” ya aprobado así como en otras intervenciones gubernamentales.

### 2. Discusión de los riesgos más relevantes

Al ser un mercado cerrado donde no existen shocks externos de relevancia, el sector salud tiene los principales riesgos asociados al mercado doméstico. El peso de las decisiones de índole político administrativas componen una parte importante del análisis de riesgo. Es así que la suerte del sector va en concordancia con la suerte de la economía del país (asociada al ingreso de los

hogares y el empleo, este último decisivo para determinar los integrantes del sistema) y especialmente de las cuentas públicas. El riesgo sistémico se puede analizar a través del seguimiento de indicadores macro sectoriales que pueden advertir eventuales desequilibrios en el sector.

En este sentido, es importante analizar el resultado económico del mismo, que si bien en su diseño se sabía deficitario, la brecha entre ingresos y egresos es creciente y de no alcanzarse una relativa estabilidad puede generar reacciones políticas desfavorables.

Para hacer un seguimiento del sector salud es preciso monitorear especialmente tres grupos de indicadores. El gasto público en salud, ya referido líneas arriba, los riesgos relacionados con los precios relativos (ingresos versus egresos), e indicadores que permitan estimar el nivel de endeudamiento del sistema. En definitiva si hubiera desajustes en las fijaciones de estos indicadores, habría más presiones sobre el mismo.

Todos estos aspectos se cuantifican en el Anexo 1 "Información sectorial".

**Riesgo Precios Relativos.** Este indicador no reviste grados de deterioro relevantes. Después de una reducción de la relación cuota/salarios en el período 2005-2009, se estabilizó la relación de precios con la implementación de la cuota salud. El establecimiento de este precio administrado introduce los incrementos de costos en una paramétrica que después es negociada con el Poder Ejecutivo. Si el precio administrado no reflejara el aumento de costos, esto se evidenciaría en un mayor endeudamiento del sistema con los RRHH sectoriales, con los proveedores y/o con el sistema financiero. En este sentido, la metodología con la cual recaba el MSP la información sobre el sector salud en Uruguay no permite estimar con precisión cuál es el grado de desajuste entre ingresos y egresos del sistema. Esto es así debido a que cuando se confecciona el gasto en salud, se estima su financiamiento y no se contempla el rubro endeudamiento. El rubro de financiamiento que podría estar sobredimensionado es el componente de "financiamiento de hogares". Este rubro contiene todo gasto realizado por los hogares, sea por pagos y copagos a las IAMC, a las emergencias móviles, a los seguros privados, etc. También oficia (en la metodología utilizada por el MSP) como rubro residual para que cierre el gasto con el financiamiento. Este indicador podría ser de gran utilidad para anticipar una eventual crisis en el sector salud. *Riesgo medio.*

**Riesgo Político.** Este riesgo se puede descomponer en dos aspectos:

1. Primero, hay que tener presente que el riesgo de los títulos de deuda del Fideicomiso depende especialmente de la estabilidad de la política de garantías establecida y mucho menos de la suerte del sector. Por lo tanto el riesgo político se vincula más bien a eventuales cambios en la Ley del Fondo de garantía IAMC (Ley 18.439), que no se visualiza como algo probable en el corto y mediano plazo. En definitiva si por problemas en todo el sector salud o propios de esta institución se generaran tensiones fuertes hacia adentro de la misma, los títulos de deuda mantendrían su respaldo. Este es el principal componente del riesgo político y no evidencia probabilidad cierta alguna.

2. No obstante lo anterior, una señal de alerta sectorial sería el creciente desfase entre ingresos y egresos del FONASA, como está ocurriendo. Éste, de persistir en el tiempo y sin alcanzar una cierta estabilidad, podría incrementar el riesgo sectorial sistémico en tanto financiado por gasto público, el que empieza a sufrir tensiones derivadas de los cambios que se están procesando en la economía en su conjunto. No obstante, cabe agregar que el país mantiene, pese a la caída de actividad económica, un índice de riesgo consistente con el estatus de grado inversor de su deuda pública (132 puntos básicos al 10/2/21). Asimismo las proyecciones oficiales contenidas en el mensaje del proyecto de Ley de Presupuesto, dan cuenta de una clara intención de mejorar los grandes equilibrios. Para su consideración se agrega el cuadro que sigue.

CUADRO 11 VARIABLES MACRO ECONOMICAS-FINANC. FEB 2021					
Proyecciones FMI - Revis. FEB 2021					
<b>A Mundo (var. % c/ período previo)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>		
PIB mundial (vol. físico)	-3,5	5,5	4,2		
Estados Unidos	-3,4	5,1	2,5		
PIB China	2,3	8,1	5,6		
PIB Brasil	-4,5	3,6	2,6		
PIB Argentina	-11,8	4,9	2,5		
Tasa interés Libor depósitos USD 6M	0,7	0,3	0,4		
Precios Commodities Alimenticios	8,7	12,8	-1,5		
<b>B Uruguay</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
PIB (var. % c/ período previo) Vol. Físico (Ver Nota)	-3,5	4,3	2,5	4,2	3,9
PIB (Mills USD)	49,2	51,7	53,0	53,3	57,6
Exportaciones Bienes FOB (var % en USD)	-8,8	12,3	5,7	5	6
Importaciones bienes (CIF (var % en USD) sin Petroleo)	-3,9	5	2,8	4,2	4
Cuenta Corriente (en %/PIB)	0,3	0,3	0,3	3,2	4,8
Deuda Neta (% PIB)	56,6	61,7	64	63,8	63,9
IPC ( Cierre del año, var % con previo)	9,4	7,7	6,1	5,1	4
T.C (\$/USD)	42,5	45,3	48,1	50,6	52,6
Var % TC (Supuesto de trabajo)	20,6	6,5	6,3	5,2	4,0
Poblac. Ocupada (Mills personas)	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
Población ocupada, var %)	-3,4	3,2	1,5	1,9	1,8
<b>B*Resultado Global SP consolidado (sin "cincuentones")</b>	<b>-6,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,5</b>
<b>C.Encuesta de Expectativas Privadas (BCU mensual)</b>	<b>EXP en Feb. 2021</b>				
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>		
PIB (Var. Anual en vol físico)	<b>-5,7%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,5%</b>		
IPC (variación prom. anual)	<b>9,4%</b>	<b>7,1%</b>	<b>6,8%</b>		
Tipo de Cambio (\$ por U\$S -fin período)	<b>42,3</b>	<b>44,8</b>	<b>47,2</b>		
Devaluación estimada - var % c/período previo	<b>12,80%</b>	<b>5,8</b>	<b>5,2</b>		
Nota: En 8/2/2021 El MEF ajusto sus proyecciones de crecimiento y resultado fiscal en atención al efecto COVID. los ajustes de crecimiento del PIB para 2020 y 2021 fueron de <b>-3,5% y +4,3%</b> respectivamente; en lo que refiere al déficit fiscal de 2020 l de 6,0% a <b>-6,4%</b> del PIB.					
Ftes. A. Outlook FMI Oct 20 Revis. Ene 2021 (Argentina BCRA) - B. <b>Mensaje Proyecto de Ley Presupuesto 2020-2024 en oct 2020</b> ; B* Fiscal: MEF en 9-2-2021 ; C.Expectativas - Consenso BCU Feb 2021.					

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

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación A.uy<sup>11</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>9</sup> **CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos)**

Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. 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 satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **Grado de inversión con observaciones.**

**Anexo**  
**Información sectorial**

## Resumen

***La presente actualización del sector Salud presenta un escenario donde se continúan evidenciando los signos de alerta macrosectoriales que se describieron en el informe de setiembre pasado. El efecto negativo en la actividad económica del COVID 19 está repercutiendo en las cuentas macrosectoriales del sector Salud, signadas por la caída del empleo y el aumento de los subsidios de rentas generales al Sistema Integrado de Salud.***

***Como se describió oportunamente en los informes anteriores, el mayor riesgo del Sistema está asociado al financiamiento del Estado en general y a la disposición desde la política pública de continuar con una serie de transferencias desde Rentas Generales que cada vez son más importantes para equilibrar las finanzas sectoriales. El escenario económico actual, así como el de mediano plazo reviste una coyuntura adversa para el mercado laboral, afectando la masa salarial de la economía. Esta nueva realidad redundará en un aumento del déficit del FONASA. Al ser los gastos inelásticos y poco flexibles, las tensiones en el Sistema de Salud seguramente aumentarán dado el nivel alcanzado de déficit fiscal. En este escenario los mensajes desde la política pública serán de máxima importancia ya que es la garantía del Estado, la principal y excluyente fortaleza de la calificación.***

***Vale la pena destacar que el gobierno presenta una clara intención de continuar contribuyendo a la sostenibilidad de los servicios de salud tal como se recogió en el “mensaje y exposición de motivos del proyecto de Ley de Presupuesto Nacional” en línea con el decreto 4/21 del 7 de enero de 2021 en el que el Poder Ejecutivo prorroga hasta el 31/12/21 la cobertura de salud a las personas en situación de desempleo.***



## 1. Introducción

La información sectorial que se presenta tiene una relevancia menor para la calificación de riesgo por cuanto, es la garantía del Estado, la principal y excluyente fortaleza de la calificación. No obstante, y por ser un sector extremadamente dependiente de disposiciones de política pública, CARE realiza en ocasión de cada actualización de calificación algunas referencias al marco general en el que se desenvuelve el mercado de la salud.

El sector no reviste, en general, cambios significativos en los meses que separan cada una de las actualizaciones, pero aún así corresponde observar las grandes tendencias que aparecen como determinantes para volver sustentable al Sistema Nacional de Salud. Este, al ser cerrado, debería evitar ciertas inconsistencias generales que lo volverían más vulnerable. Dichas inconsistencias se describen a continuación:

- **Valores y precios relativos entre ingresos y costos.** La demanda por servicios de salud tiene como tope a la población del Uruguay y su tasa de crecimiento demográfico es cercana a cero. A su vez, la mayoría de los precios de referencia de la salud están fijados de forma administrativa, mientras que el costo de los insumos y el de los recursos humanos se regula de forma libre en el mercado.
- **Endeudamiento de las Instituciones.** El endeudamiento podría ser el primer síntoma de desajuste. Este podría ser bancario, con proveedores y/o adeudando algún componente de las remuneraciones al factor trabajo.
- **Financiación del desajuste entre los ingresos y egresos del FONASA.** Esta variable refiere a las partidas desde el Estado para cubrir las diferencias del Sistema.

### 1.1 Descripción General.

El sistema de salud uruguayo contiene un ecosistema normativo e institucional denso y complejo. A su vez, tiene dos grandes fuentes de financiamiento: pública y privada. Las fuentes públicas, incluyen las contribuciones obligatorias de los trabajadores y empresas del sector formal de la economía, las contribuciones obligatorias de los trabajadores del sector público y los impuestos generales. Estos recursos se reúnen en el Fondo Nacional de Salud (FONASA). El Fondo Nacional de Recursos (FNR) asegura la cobertura de las intervenciones más costosas, financiando las intervenciones de alta complejidad tecnológica. Existen otros fondos que cubren coberturas costosas a grupos de funcionarios (fuerzas armadas y policías). La fuente de financiamiento privada se denomina "cuenta hogares", la que se compone del "gasto de bolsillo" y los seguros privados (Ver Gráfica 1).

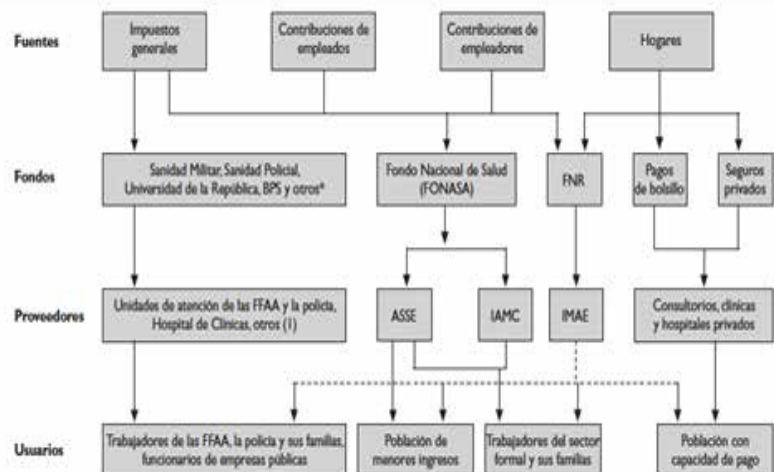
El principal proveedor de servicios de salud es el grupo de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC), que son asociaciones de profesionales privadas sin fines de lucro que ofrecen atención integral a 60% de los uruguayos<sup>1</sup>. La mayoría de estas instituciones cuenta con unidades de atención propia. El sector privado cuenta también con los llamados Seguros Privados, que son empresas que brindan atención a cambio del pago de primas cuyo monto depende del nivel de riesgo de los asegurados. Estos

<sup>1</sup>. Según el Anuario 2020 del Instituto Nacional de Estadística

seguros cubren alrededor del 2,2% de la población. En este sector se incluyen también clínicas y hospitales privados que se financian con “pagos de bolsillo” y pagos de los seguros privados. Los proveedores públicos incluyen a la red de hospitales que están agrupados en la Administración de Servicios de Salud del Estado (ASSE), el Hospital Universitario (Universidad de la República), las unidades de atención de las fuerzas armadas y policiales, y las unidades de atención primaria de los municipios. La ASSE y el Hospital Universitario dan cobertura a 37% de la población y las unidades de las fuerzas armadas al 3,6%. ASSE y las IAMC reciben del FONASA pagos per cápita de acuerdo con el riesgo de la población cubierta y las metas asistenciales establecidas por el Ministerio de Salud Pública. A cambio de esto se comprometen a ofrecer atención integral a los usuarios. Los otros prestadores públicos reciben sus recursos de leyes específicas.

El Ministerio de Salud Pública, órgano rector de la política de salud, también asegura con recursos del estado la salud de la población indigente.

**Grafica 1. Institucionalidad del Sector Salud.**



Es de destacar la creación de la JUNASA como organismo desconcentrado dependiente del MSP, integrado por representantes del MSP, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), el Banco de Previsión Social (BPS) y de los trabajadores, usuarios e instituciones públicas y privadas prestadoras de servicios asistenciales. La JUNASA suscribe contratos de gestión con cada uno de los prestadores del SNIS, regulando y controlando el cumplimiento de los derechos exigibles en número, tipo y calidad de las prestaciones recibidas por los beneficiarios del Sistema.

Desde el inicio de las modificaciones normativas más importantes del Sistema Nacional Integrado de Salud (SNIS) en el 2007<sup>2</sup>, el entorno de la salud en el cual CARE revisa sus calificaciones, ha venido incorporando algunas novedades. Como se podrá advertir, el SNIS conforma un mercado seudo estatizado, cerrado, donde la iniciativa privada y la innovación tienen caminos complejos. Es un ecosistema empresarial de suma cero, donde los socios que pierde una institución, necesariamente los gana otra dentro del Sistema incluido ASSE. No obstante, se destacan varios ejercicios de experiencia en los procesos de reestructura empresarial, asistida con financiamiento público garantizado por el Estado de mutualistas de significación relevante

<sup>2</sup> Ley No 18.211 del 5 de diciembre de 2007

y sustentabilidad económica comprometida. Por lo antes mencionado, el sector salud es un mercado intervenido desde la política pública en todas sus aristas. Bajo esta premisa, CARE analiza el comportamiento del Sistema y su sustentabilidad, que corre una suerte paralela con las Finanzas Públicas.

***Por lo antes expuesto y como se ha venido reiterando en todas las calificaciones y revisiones de los títulos de deuda realizadas desde 2010 a la fecha, ni las variaciones del entorno de la salud, ni las de la propia estabilidad y sustentabilidad de las empresas es determinante para evaluar la capacidad de repago de las deudas comprometidas en las diferentes emisiones. Esto se debe a la existencia de un mecanismo particularmente efectivo de garantías estatales y al blindaje jurídico constituido para hacerlas efectivas.***

Sin embargo, la existencia de un Marco Normativo a veces cuestionado y la persistencia de déficits importantes en las instituciones mutuales asistidas en sus procesos de reestructura, obliga a seguir con atención los ajustes que se están produciendo en el entorno normativo, de financiamiento y políticas públicas referidas al sector.

La información pública disponible para la evaluación de los resultados asistenciales y económicos del modelo de salud no es completa. Por este motivo, CARE utiliza fuentes de información indirecta que, a través del monitoreo semestral y al seguimiento sistemático, brindan de alguna forma, información relevante para el análisis sectorial capaces de generar alertas tempranas de un desajuste estructural prolongado en el tiempo.

En este contexto, CARE ha puesto particular atención en la evolución de los ajustes que están implementando las Instituciones cuyas emisiones se califican. Ellos serán determinantes para evaluar la oportunidad y eficacia de la acomodación de las empresas a un entorno en el cual se le va haciendo difícil al Estado la asistencia frente a la eventual persistencia de déficits vía incremento del gasto público. En este sentido cabe destacar, que el ingreso masivo de afiliados a las Instituciones privadas producto de la incorporación de pasivos al FONASA<sup>3</sup>, ha aumentado el egreso de fondos del Sistema, alcanzando un déficit mayor al 1% del PBI en 2020 y seguramente se incremente en los próximos años como se sugiere con la información parcial del cuadro 5. Es importante aclarar que el diseño del SNIS en lo que respecta a su Resultado Económico, es presionado en varios sentidos. Por un lado, un aumento del desempleo reduce el monto de aportes dinerarios al sistema, por otro lado, el crecimiento del gasto en salud es rígido a la baja y, por último, el Estado en toda su dimensión tendrá presiones políticas para asistir ante dificultades económicas, financieras y de empleo a varios sectores de la economía además del de la salud.

El análisis de entorno se detiene en los factores que pueden evidenciar tensiones en el sistema: gasto público sectorial, cobertura, endeudamiento institucional, precios relativos entre los precios administrados del sector salud y los restantes precios de la economía. En efecto, el gasto público es imprescindible para transferir los ingresos a las Instituciones oferentes de servicios de salud, y las fijaciones administrativas de precios relevantes deben monitorearse para verificar que recojan los costos de producir dichos servicios. Finalmente, el endeudamiento del sistema podría evidenciar una alarma sobre desajustes en el Sistema, desde fijaciones de precios que no siguieran a los costos. El endeudamiento se podría gestar por una combinación de:

<sup>3</sup>. Este hecho será profundizado en el punto 4.2.

- a. atrasos en el pago de las remuneraciones al factor trabajo,
- b. atrasos en los pagos a proveedores y,
- c. atrasos en el pago de créditos al sector financiero formal.

En los primeros 2 puntos, CARE no cuenta con información estadística de análisis. La única información que se analiza en el presente Informe, es la referente al endeudamiento con Instituciones Financieras, estadísticas generadas con periodicidad mensual y con un mínimo atraso por el BCU (no mayor a 3 meses). No obstante no se registran alarmas en los puntos a y b.

## 2. Marco regulatorio en Uruguay

El Sistema Nacional Integrado de Salud (SNIS) se diseñó a través de cuatro leyes fundacionales entre el 2005 y el 2007. En primer lugar, la Ley 17.930 de Presupuesto Nacional (2005-2010) estableció las grandes líneas programáticas del SNIS. Luego la Ley 18.131 creó el FONASA, la Ley 18.161 que descentraliza a los servicios de salud estatales (ASSE) y la Ley 18.335 que regula la garantía de derechos y deberes de los usuarios. La Ley 18.211 define el modelo de financiamiento y completa la configuración del SNIS explicitando en el artículo cuarto sus objetivos generales. En diciembre de 2010, se aprobó la Ley 18.731 por la que se incorporaron a la cobertura por FONASA los jubilados y pensionistas, profesionales que ejercen fuera de la relación de dependencia y aquellos que hasta ese momento se encontraban cubiertos por Cajas de Auxilio y Seguros Convencionales. Asimismo, incluyó un capítulo modificativo del régimen de aportes personales al financiamiento del fondo, que supuso el establecimiento de un umbral por encima del cual se procede a la devolución de aportes.

Asimismo, se creó el Sistema Nacional de Salud (SNS) que es administrado por la Junta Nacional de Salud (JUNASA) organismo desconcentrado del MSP, con participación de trabajadores, usuarios y representantes de las Instituciones que prestan servicios integrales de salud. El SNS toma como base para su creación al Seguro de Enfermedades del Banco de Previsión Social (ex DISSE), al cual tenían derecho hasta la reforma del 2008, todos los trabajadores privados del país, y es financiado por el FONASA creado en agosto de 2007 a partir de la Ley 18.131, fecha que comienza la ampliación de la cobertura de la seguridad social a nuevos colectivos de ciudadanos.

El financiamiento del seguro es a través de: (a) aportes patronales del 5% sobre las retribuciones y aporte de los trabajadores de: (a) 3% para quienes perciben menos de dos BPC<sup>4</sup>, y (b) de 4.5% y 6% en caso de superar el límite de ingresos mencionado. En el caso de los jubilados, se aplican las mismas condiciones.

Estos aportes otorgan al trabajador el derecho a la atención de su salud y la de sus hijos en cualquiera de los prestadores integrales del SNIS. Sea del sector público, de ASSE, IAMC o seguros integrales.

<sup>4</sup>. Base de Prestaciones y Contribuciones

La JUNASA es la encargada de administrar el SNS. Firma contratos de gestión con los prestadores integrales de salud y paga una cuota por cada beneficiario. Dicha cuota consta de un componente cápita ajustado por edad y sexo de los usuarios y un pago por el cumplimiento de metas asistenciales. A continuación, se describen las normas básicas que regulan al mercado:

- Ley N° 18131 Creación del Fondo Nacional de Salud
- Ley N° 18161 Descentralización de ASSE
- Ley N° 18211 Creación del SNIS
- Ley N° 18335 Ley de Derecho de los Usuarios
- Ley N° 18439 Creación del Fondo de Garantía IAMC
- Ley N° 18731 Cronograma de ingreso de pasivos a FONASA
- Ley N° 18922 Precisiones respecto a los contenidos de la Ley 18731 y facultades del FONASA.
- Decreto N° 292/012. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
- Decretos N° 190/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
- Decreto del 255/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
- Decreto del 384/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2015.
- Decreto del 258/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a julio del 2015.
- Decreto del 378/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2016.
- Decreto N° 214/016 del 11 de julio de 2016
- Decreto N° 574/016 del 30 de diciembre de 2016
- Decreto N° 188/017 del 14 de julio de 2017
- Decreto del 17 de enero de 2018
- Decreto del 27 de agosto de 2018
- Decreto del 17 de enero de 2019
- Decreto N° 433/2019, del 8 de julio de 2019
- Decreto N° 020/2020, del 20 de enero de 2020
- Decreto N° 216/2020, del 4 de agosto del 2020
- Decreto N° 344/2020, del 15 de diciembre sobre corralito mutual
- Decreto N° 4/2021, del 7 de enero de 2021. Extension extraordinaria del amparo del seguro nacional de salud para trabajadores dependientes y no dependientes. 1° enero 2021 y 31 diciembre 2021
- Decreto del 26 de enero del 2021

### 3. La salud en cifras

#### Cobertura

Según informa el INE, los proveedores de servicios de salud pueden ser públicos o privados. Dentro de los públicos se encuentra el MSP, ASSE, Hospital de Clínicas, Hospital Militar, Hospital Policial, las Policlínicas de las Intendencias, Sanatorios y policlínicas de organismo públicos (en especial Entes Autónomos o Servicios Descentralizados del Estado) y los IMAE Públicos (Ver Cuadro 1). En lo que respecta a los privados, se dividen entre los IMAE<sup>5</sup> privados nacionales o del exterior, las IAMC, los Seguros Privados, los consultorios privados y las farmacias.

<sup>5</sup>. Institutos de Medicina Altamente Especializada.

**Cuadro 1. Distribución de la población, por área geográfica, según sistema de atención de salud**

Sistema de atención de salud	Total País	Montevideo	Resto País
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Solo instituciones de asistencia médica colectiva	39,0	33,5	42,5
Instituciones de asistencia médica colectiva y emergencia móvil	21,0	35,4	11,7
Solo ASSE	30,5	18,3	38,3
ASSE y emergencia móvil	1,4	1,8	1,2
Sanidad Militar o Policial	3,6	3,2	3,8
Sanidad Militar o Policial y emergencia móvil	0,9	1,6	0,4
Solo otro (2)	0,4	0,3	0,4
Otro y emergencia móvil	2,2	4,5	0,6
Solo emergencia móvil	0,1	0,1	0,1
Sin cobertura	1,1	1,3	0,9

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) - Encuesta Continua de Hogares (ECH).

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido a redondeos en las cifras.

**(1):** Se presentan distintas formas de acceso a los servicios de salud sin considerar la atención simultánea en un servicio u otro. En aquellos casos donde las personas declaran contar con derechos de atención en más de un prestador de salud, se le asigna a la persona aquel prestador en el cuál se atiende efectivamente.

**(2):** Incluye seguros integrales de salud, área de salud del BPS, policlínica municipal y alguna otra institución no considerada.

La cobertura del FONASA alcanza el 71% de la población, una cifra aproximada de 2,5 millones de personas. De estos, el 75% está afiliado a una IAMC, el 20% a ASSE y el resto a seguros privados.

El proveedor de salud que agrupa a más ciudadanos son las IAMC seguidos por ASSE. Por último, se encuentran los seguros que concentran, generalmente, a los sectores socioeconómicos de mayor poder adquisitivo.

En lo que respecta a la distribución de los afiliados en el sistema privado, el 59% de los afiliados FONASA se encuentran distribuidos en la capital, mientras el 41% restante se distribuye en los departamentos del interior del país.

Otra alternativa metodológica utilizada para inferir el porcentaje de la población que tiene algún tipo de asistencia de salud es a través de la información de la Encuesta Continua de Hogares y/o del Anuario Estadístico del INE. De ella se extrae que el 61,8% de la población se atiende en alguna IAMC y el 29,9% se atiende en ASSE (ver Cuadro 2 y Gráfica 2).

**Cuadro 2. Distribución de la población, por área geográfica, según sistema de atención de salud (FONASA)(porcentaje)**

Sistema de atención de salud	Total País	Montevideo	Resto País
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,00</b>
Instituciones de asistencia médica colectiva por FONASA	55,5	63,3	50,5
Instituciones de asistencia médica colectiva pago privado	4,5	5,6	3,7
ASSE por FONASA	13,6	8,1	17,2
ASSE gratuito	18,0	11,8	21,9
ASSE otros (1)	0,3	0,2	0,3
Seguro privado a través de FONASA	1,8	3,8	0,5
Seguro privado pago privado	0,5	1,0	0,2
Sanidad Militar o Policial	4,4	4,7	4,2
Otro (2)	0,2	-	0,3
Solo emergencia móvil	0,1	0,1	0,1
Sin cobertura	1,1	1,3	0,9

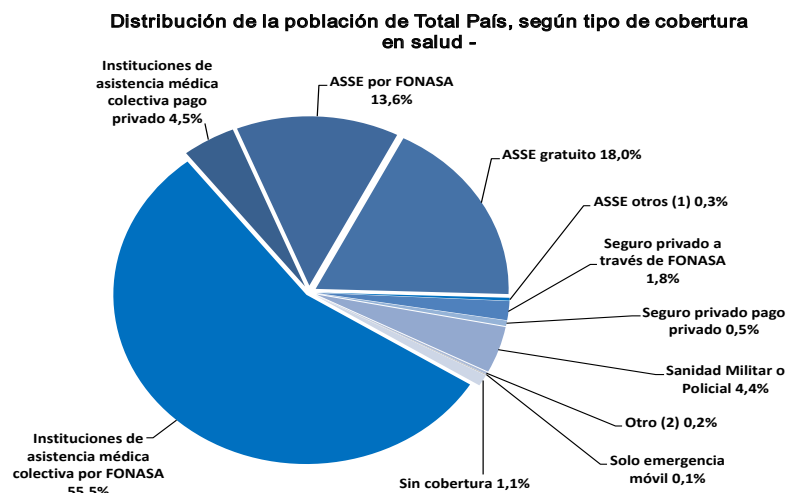
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) - Encuesta Continua de Hogares (ECH).

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido a redondeos en las cifras.

(1): Incluye las opciones: pagando arancel, a través de un miembro de este hogar y a través de otro que no es miembro del hogar.

(2): Incluye área de salud del BPS, policlínica municipal y otro prestador de salud.

**Gráfica 2. Población según sistema de atención de salud.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

## Financiamiento

Las fuentes de financiamiento se pueden agrupar de la siguiente forma:

**Impuestos y contribuciones.** Se destinan en su totalidad a Instituciones Públicas (MSP, ASSE, UdelaR, Sanidad Militar, Sanidad Policial, Intendencias, BSE y BHU)

**Contribuciones obligatorias.** Se destinan en su totalidad a Instituciones Públicas (FNR y BPS)

**Precios.** Fondos provenientes de Empresas Públicas que se destinan al financiamiento de la cobertura de salud de sus funcionarios.

**Hogares.** A través de las cuotas y pagos de cada persona que destina recursos

hacia Instituciones Privadas. Estas son IAMC, Seguros privados, Emergencias móviles y Asistencia particular en consultorio y farmacias.

## 4. El mercado de la salud en Uruguay

Como se describió anteriormente, en el mercado de la salud en Uruguay interactúan diversos agentes. Por un lado, están los demandantes de servicios o consumidores, que es básicamente toda la población, excepto una minoría que no está incluida en el sistema. Por otro lado, están los oferentes de servicios, públicos y privados (IAMC, seguros, emergencias médicas, consultorios), del Interior y de Montevideo.

Esta demanda tiene la especificidad de que el envejecimiento de los afiliados al sistema IAMC con relación a la población del país y unos costos de servicios médicos crecientes, hacen que sea indispensable que la cuota o el precio de la salud se adecúe sistemáticamente al aumento de gasto que implican los dos componentes antes mencionados. A continuación, se describirán algunas características del gasto en salud en Uruguay y su financiamiento. Asimismo, se describirán las características salientes de la demanda por servicios de salud.

### 4.1. Gasto en salud

Cuadro 3. Gasto en Salud*			
Año	Gasto en Salud/PBI	Gasto en Salud Millones de dólares	Gasto per cápita (dólares)
2004	8,70%	1	351
2005	8,20%	1	431
2006	8,30%	2	485
2007	8,00%	2	561
2008	7,90%	2	723
2009	9,00%	3	812
2010	8,80%	3	1.016
2011	8,50%	4	1.235
2012	9,00%	4	1.318
2013	8,80%	5	1.473
2014	9,00%	5	1.467
2015	9,20%	5	1.532
2016**	9,40%	5	1.625
2017**	9,50%	5	1.566
2018**	9,50%	5	1.541
2019**	9,40%	5	1.481

Fuente: CARE en base a información del INE, BCU y MSP.

Nota: las cifras de gasto en salud refieren a estimaciones del MSP.

\*\* estimado y calculado en base a la información del MSP

En lo que respecta a la comparación internacional, el gasto en salud se encuentra dentro de los parámetros normales de tendencia internacional (ver Cuadro 4).



**Cuadro 4. Comparación internacional Gasto en Salud/PBIAño 2014**

	En %/PBI
EEUU	17,1
SUIZA	11,0
ALEMANIA	11,3
CANADÁ	10,4
FRANCIA	12
ESPAÑA	9
URUGUAY	9
JAPÓN	10
CHILE	7,8
ARGENTINA	4,8
MÉXICO	6
COLOMBIA	7,2
PERÚ	6

Fuente: Banco Mundial

\* "Los gastos en salud se definen ampliamente como actividades realizadas por instituciones o individuos a través de la aplicación de conocimientos y tecnología médica, paramédica y de enfermería, cuyo objetivo principal es promover, restaurar o mantener la salud"

Fuente: CIA World Factbook y OMS con información de 2020

## 4.2. Evolución de las fuentes de Financiamiento

En esta sección se describirá la evolución del financiamiento del sector como un sistema cerrado, independientemente de que haya o no Instituciones ganadoras y perdedoras dentro del mismo.

Como fue mencionado anteriormente, el gasto público en Salud ha crecido en los últimos años. También su financiación, en particular a partir de la reforma del 2008 con la creación del FONASA que dotó al sistema de más recursos de los que contaba en el pasado.

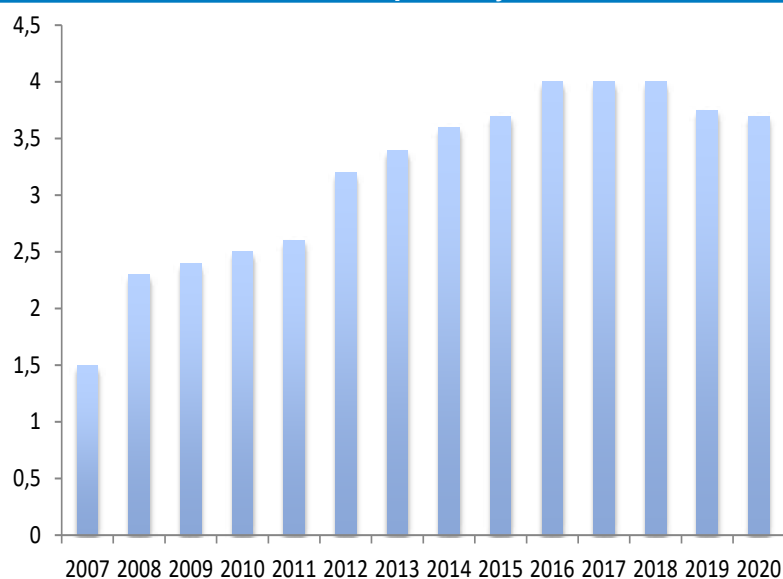
El Sistema de Salud se financia con fondos públicos y con fondos privados<sup>6</sup>. Las fuentes de financiamiento públicas se componen de impuestos generales y departamentales, ingresos de las empresas públicas mediante los precios que cobran por la provisión de servicios y contribuyentes a la seguridad social. En los últimos años, producto de la reforma del 2008, el financiamiento público representa dos tercios del gasto total, aumentando el financiamiento a través de la seguridad social, en particular por el FONASA (representando alrededor del 75% de la fuente de financiamiento de la Salud a través de la Seguridad Social). Este rubro del gasto crece año tras año, habiendo registrado un valor cercano al 4% del PBI (Ver Gráfica 3).

En lo que respecta al financiamiento privado de los hogares se realiza a través del gasto directo en Salud que hacen las personas (estos denominan financiamiento de "Prepago" y "Gastos de Bolsillo").

Dentro del financiamiento del sector público para la realización de servicios de salud se destacan las contribuciones a la seguridad social, que participan aproximadamente en un 60%. A su vez, ese 60% se subdivide en contribuciones del empleador, del empleado, de pasivos y de transferencias del gobierno a la seguridad social.

<sup>6</sup>. También se financia con fondos provenientes del Resto del Mundo, aunque en el Sistema uruguayo este rubro es marginal.

**Gráfica 3. FONASA como porcentaje del PBI**



Fuente: Elaboración propia en base a información del MEF y BCU.

El FONASA es deficitario, lo que implica que año tras año, Rentas Generales debe de realizar transferencias para equilibrar las cuentas. El déficit estimado por CARE para el año 2020 fue de 24,2 mil millones de pesos aproximadamente, el que se ha expandido año tras año. Si bien este desfasaje está previsto en la Ley, es imperioso monitorearlo semestralmente ya que ha alcanzado valores de difícil sustentabilidad en el largo plazo. **Cobra particular relevancia el efecto del COVID 19 en el empleo y, por ende, en los ingresos del FONASA.**

**Cuadro 5. Transferencias de Rentas Generales al FONASA y Egreso Totales. Millones de pesos**

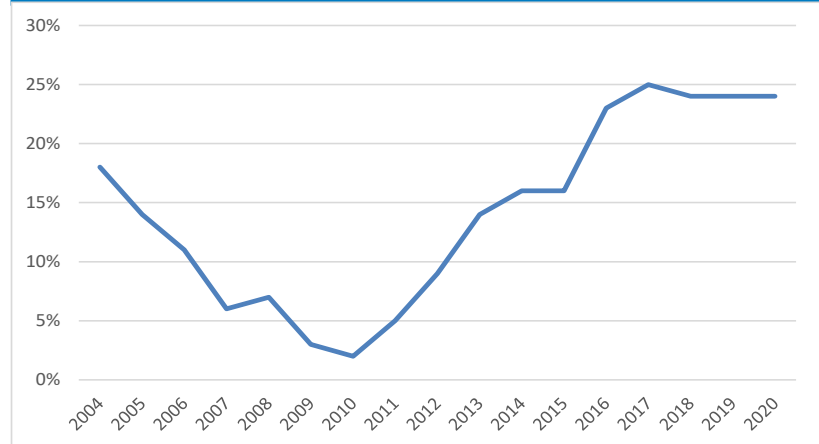
	2006-2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Egresos	21.288,50	72.805	83.361	90.292	97.563	103.744
Transferencias	2.270,40	(16.808)	(20.637)	(21.825)	(23.086)	(24.217)
%s/Egresos	9%	-23%	-25%	-24%	-24%	-23%

\* Estimado por CARE

Fuente: CARE en base a información del BPS

Como se describió en informes anteriores, los egresos han aumentado debido a que año tras año se fueron incorporando personas en tramos de edad que generan más gastos que ingresos (Ver Gráfica 4).

**Gráfica 4. Evolución de las transferencias de Rentas Generales al FONASA**



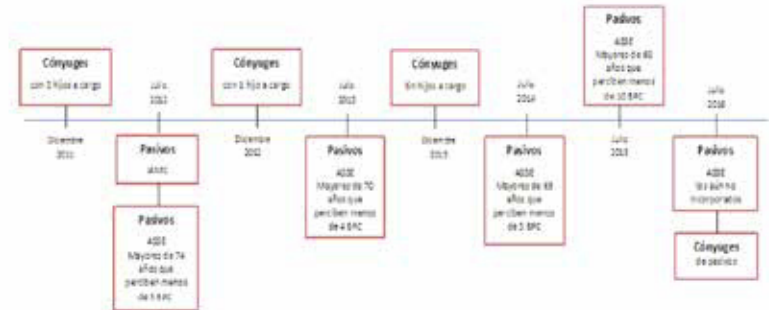
Fuente: MSP.

Desde la implementación del Sistema, los colectivos incorporados han sido los siguientes:

- Trabajadores amparados al antiguo sistema de salud
- Trabajadores formales de la actividad privada y sus hijos menores de 18 años o mayores con discapacidad
- Trabajadores de la actividad pública sin cobertura
- Trabajadores y pasivos bancarios
- Trabajadores que desarrollan su actividad como Servicios Personales,
- Trabajadores de Cajas de Auxilio o Seguros Convencionales y afiliados a Caja Notarial de Seguridad Social.
- Cónyuge o concubino del aportante con o sin hijos menores de 18 años a cargo
- Jubilados que se desempeñaron como dependientes con ingresos menores a 9954 pesos uruguayos del 1 de enero de 2014.
- Jubilados que se desempeñaron como no dependientes con ingresos de hasta 2.5 BPC e integren hogares cuyo promedio de ingresos por todo concepto por persona no supere las 2.5 BPC
- Nuevos Jubilados que en situación de actividad tuvieran amparo en el SNIS
- Jubilados por incapacidad física con ingresos de hasta 4 BPC, jubilados de Cajas de Auxilio o Seguros Convencionales cuya afiliación mutua está financiada íntegramente por dichos seguros y jubilados de Caja Notarial de Seguridad Social.
- Jubilados y Pensionistas IAMC y Pasivos ASSE mayores de 74 años y con ingresos de hasta 3 BPC
- Jubilados y Pensionistas mayores de 70 años con ingresos hasta 4 BPC

En la Gráfica 5 se describe a la evolución de las incorporaciones realizadas.

**Gráfica 5. Evolución de los incorporados al FONASA.**

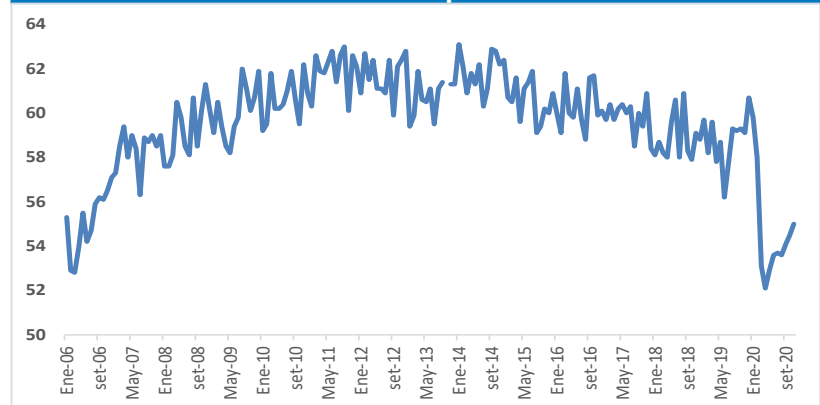


Fuente: Cuentas Nacionales de Salud

Como fuera mencionado en la actualización pasada, los ingresos del FONASA deberían de haber caído en el año 2020 por la reducción de la masa salarial de la economía. La fuerte caída que ha experimentado el empleo explica dicha reducción (ver Gráfica 6). Cada punto de caída del empleo significa 28 mil aportantes menos al Fondo.

No obstante lo anterior, el gobierno decidió prorrogar la cobertura de salud de aquellos trabajadores que hayan perdido el empleo en 2020 y le dio estabilidad de asistencia a aquellos que puedan perder el trabajo en el presente año. Así se desprende del Decreto Número 4 del 2021 donde se hace una extensión extraordinaria de cobertura del Seguro Nacional de Salud por el período comprendido entre el 1° de enero de 2021 y el 31 de diciembre de 2021, con un tope de 28.000 (veintiocho mil) afiliados mensuales a dicho seguro, ordenados de acuerdo al mes en que cesó la cobertura, por antigüedad y de acuerdo al tiempo transcurrido sin cobertura. En este sentido, las cifras globales del sistema no se verán afectadas el presente año.

**Gráfica 6. Evolución de la tasa de empleo.**



Fuente INE

La brecha existente entre egresos e ingresos en el Sistema se ha mantenido

estable en 2020. Dicha estabilidad se explica por la excepcional política de extensión del seguro de desempleo que estableció el gobierno por la pandemia.

En anteriores calificaciones CARE estimaba que el déficit del FONASA se ubicaría unos décimos por encima del 1% del PBI en 2020 ,y que seguiría aumentando por la pandemia y los efectos en el empleo en 2021. No obstante esto no debería ocurrir por la extensión de la cobertura a los desempleados que se refirió. Esta situación podría sufrir una importante modificación de no restablecerse las condiciones de empleo y cobertura en 2022.

Otro elemento que era considerado habitualmente en este Informe es el resultado de la movilidad regulada de usuarios. A través del decreto 344/2020 del 15 de diciembre, el Poder Ejecutivo resolvió que usuarios de los prestadores de salud podrán cambiar de institución asistencial entre marzo y diciembre, por lo que se elimina el denominado “corralito mutual”, medida que comenzará a regir a partir del 1.º de marzo de 2021. En este sentido, las cifras globales del sistema no se modificarán. Seguramente habrá empresas de salud ganadoras y perdedoras con la mayor apertura.

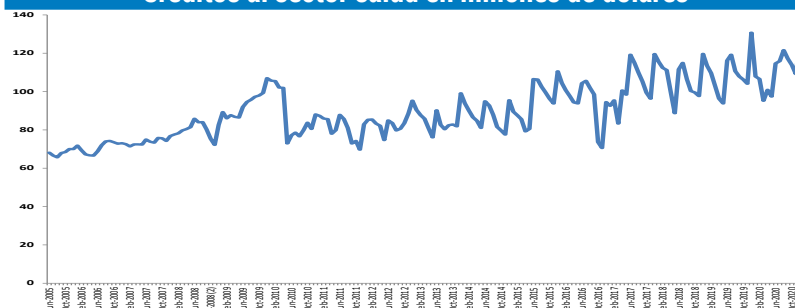
En lo que respecta al financiamiento de la salud a través del sistema financiero, resulta especialmente pertinente considerar el endeudamiento bancario que tiene el sector. En base a dicha consideración, en este sentido y como se comentó párrafos arriba, se introdujo el seguimiento del endeudamiento sectorial en el sistema bancario reportado por el BCU.

Para estimar el nivel de endeudamiento se tomaron los créditos a los tres sectores directamente relacionados con la salud. Estos son: “Actividades de hospitales”, “Actividades de médicos” y “Otras actividades relacionadas con la salud humana”<sup>7</sup>. Se tomó en cuenta el nivel de créditos del sistema bancario consolidado y los créditos en moneda nacional y en moneda extranjera.

El endeudamiento bancario sectorial se describe en la gráfica 7. El mismo continúa manteniendo una tendencia de crecimiento levemente positiva. Su cuantía no es relevante – 120 millones de dólares- en lo que refiere a los macro números sectoriales (el gasto en salud es de 5 mil millones de dólares aproximadamente). No obstante, es importante destacar que el endeudamiento bancario tiene una baja representación en el endeudamiento sectorial (según se desprende de los balances de las IAMC). Igualmente es importante realizar un monitoreo periódico ya que podría ser un indicador que brindara señales de alerta sectoriales. Otras dos fuentes de endeudamiento que podrían impactar en la solvencia del sistema serían: el endeudamiento con proveedores (básicamente Laboratorios) y dilaciones en el pago de retribuciones a los Recursos Humanos de las instituciones. CARE no cuenta con información estadística sobre estos indicadores de endeudamiento, pero tampoco ha registrado alarmas al respecto.

<sup>7</sup> Sector CIU revisión 3, código 85110, 85120 y 85190

**Gráfica 7. Endeudamiento del sector salud**  
Créditos al sector salud en millones de dólares



Fuente: elaborado por CARE en base a datos del BCU

### 4.3. Precios relativos

Los principales precios del Mercado de la Salud corresponden a los referentes a los que impactan en los ingresos y los que impactan en los costos. Por ese motivo, CARE realiza un seguimiento de los precios relativos (precios que inciden en el ingreso/precios que inciden en los costos). En lo que refiere a los ingresos, el precio más relevante del Sistema es la cuota "salud"<sup>8</sup>. En lo que refiere a los precios que inciden en los costos, los precios más relevantes son: (a) el precio del factor trabajo (salario "sectorial") y (b) el precio de medicamentos e insumos médicos. Según detalla el cuadro 7, "la remuneración de los recursos humanos" representa entre el 66% y el 68% de los costos de los "prestadores de salud", "otros suministros y servicios" y "medicamentos" representan entre el 26% y 33%. De esta forma, CARE realiza un seguimiento de la evolución histórica de los cocientes entre el precio y los costos más relevantes.

**Cuadro 7. Estructura del gasto de la producción de los servicios de Salud**

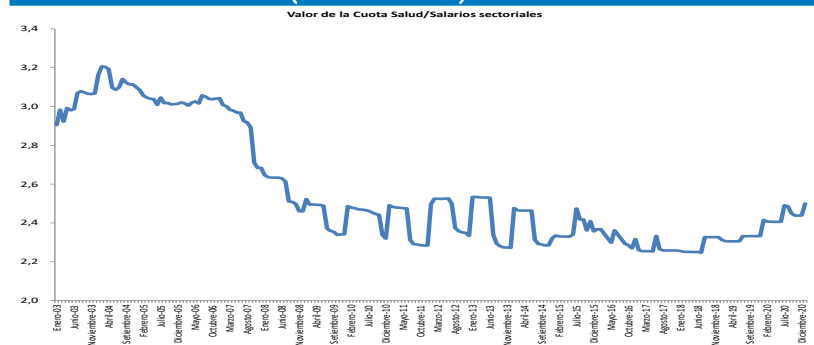
Gasto	ASSE	IAMCS
Remuneración de Asalariados	51	64
Remuneración de Profesionales autónomos	15	4
Materiales y servicios	33	26
Otros Gastos	1	6
Total	100	100

Fuente: CARE en base al Informe de Cuentas Nacionales de Salud (MSP-OPS/OMS)

Estos tres precios son los que, en tendencia, deberían de moverse de forma similar en el largo plazo. Salario sectorial e insumos podrían complementarse, o sea, cuando uno aumenta el otro pueda disminuir y viceversa. Lo que no es sustentable es que estos aumenten y que el valor de la cuota no lo haga en la misma proporción. La persistencia de aumentos de salarios y costos de insumos no reflejadas en el precio de la cuota deberían verse reflejados en un aumento del endeudamiento bancario, con proveedores o con empleados.

<sup>8</sup>. Es un precio administrado por el Poder Ejecutivo que contempla la variación en los costos según una paramétrica definida.

## Gráfica 8. Relación valor de la cuota salud y los salarios sectoriales (Cuota/Salario).

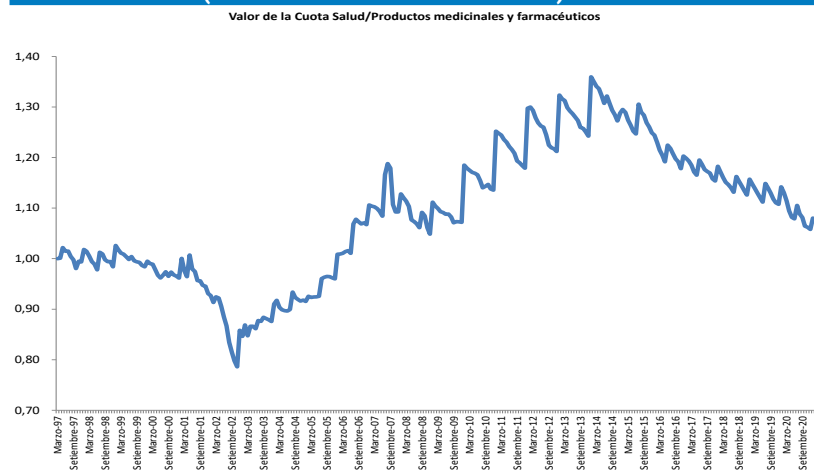


Fuente: CARE en base a información del INE

Se observa como los salarios aumentaron más que la cuota en el pasado reciente, estabilizándose a partir del 2009 y en los últimos dos años se comenzó a revertir la tendencia (Gráfica 8). Esta realidad es consistente con la situación del empleo y de los ingresos del país. Cuando el país experimentó aumentos en el salario real, este cociente aumentó. A partir del 2015, el salario real se estancó y/o bajó. Ese cociente de recoge estos cambios en los precios relativos.

En sentido contrario al índice de los salarios, el precio de los productos medicinales y farmacéuticos ha exhibido un incremento en términos de precio de la cuota salud (Gráfica 9). En la estructura de costos, los precios mencionados anteriormente son los segundos en importancia después de los salarios y sus precios de equilibrio están asociados a la paridad de exportación e importación. Por este motivo, ante escenarios macroeconómicos de "salida de capitales", ajustan de forma más acentuada que los salarios.

## Gráfica 9. Relación valor de la cuota salud y los productos medicinales y farmacéuticos (Cuota/Productos medicinales).



Fuente: CARE en base a información del INE

## En síntesis

A modo de síntesis se destacan los principales puntos:

- El Sector Salud en Uruguay, es un mercado intervenido desde la política pública en todas sus aristas.
- Mediante la Ley N° 18131 del 2008 se crea el Fondo Nacional de Salud (FONASA).
- La cobertura del FONASA alcanza el 71% de la población.
- Según informa el INE, el 98,7% de la población se encuentra amparada por algún tipo de cobertura de salud.
- El FONASA se financia mediante aportes de lo trabajadores, empleadores y transferencias del Estado.
- Estos aportes, otorgan al trabajador el derecho a la atención de su salud, la de sus hijos y la de su cónyuge o concubino (en caso de que no realice aportes al BPS), en cualquiera de los prestadores integrales del SNIS.
- El SNIS se compone por el MSP, ASSE, Hospital de Clínicas, Hospital Militar, Hospital Policial, las Policlínicas de las Intendencias, Sanatorios y policlínicas de organismo públicos y los IMAE Públicos, IMAE privados nacionales o del exterior, las IAMC, los Seguros Privados, los consultorios privados y las farmacias.
- El proveedor de salud que agrupa a más ciudadanos son las IAMC, seguidos por ASSE
- El FONASA es deficitario, lo que implica que año tras año, Rentas Generales debe de realizar transferencias para equilibrar las cuentas. Si bien este desfasaje está previsto en la Ley, es imperioso monitorearlo semestralmente ya que ha alcanzado valores de difícil sustentabilidad en el largo plazo.
- Igualmente, cabe destacar, que el gasto en salud se encuentra dentro de los parámetros normales de tendencia internacional.
- Para mantener el sistema en equilibrio es determinante el cociente entre el valor de la cuota salud y los salarios.
- El mayor riesgo del Sistema, está asociado al financiamiento del Estado en general y a la disposición desde la política pública de continuar con una serie de transferencias desde Rentas Generales que cada vez son más significativas para equilibrar las finanzas sectoriales. Este escenario está comprometido por el déficit fiscal estimado para el 2020 (6,5%), reflejando los efectos de la pandemia. No obstante, el nuevo gobierno, establece una clara intención de continuar contribuyendo a la sostenibilidad de los servicios de salud, así como la sostenibilidad de las cuentas públicas. Así lo recoge en el "mensaje y exposición de motivos del proyecto de Ley de Presupuesto Nacional", así como en otras intervenciones.



La información anterior es utilizada para el análisis de los riesgos del entorno en la calificación.