

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
TÍTULOS REPRESENTATIVOS DE
DEUDA EMITIDOS A PARTIR DEL
“FIDEICOMISO FINANCIERO
ASOCIACIÓN ESPAÑOLA II”**

Montevideo, octubre de 2025

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
8	II LOS TITULOS DE DEUDA
11	III LA ADMINISTRACION
14	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
20	V EL ENTORNO
23	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
ANEXO I INFORME SECTORIAL	

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS POR
EL "FF ASOCIACION ESPAÑOLA II" EN OFERTA PÚBLICA
03 - octubre - 2025**

FIDEICOMISO FINANCIERO	ASOCIACIÓN ESPAÑOLA II
Títulos	representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 210.000.000.
Activo Fideicomitido:	Créditos ASOCIACION ESPAÑOLA contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA)
Fideicomitente:	ASOCIACION ESPAÑOLA
Pago de intereses	mensualmente desde la fecha de emisión producida el 27/5/2016 ¹
Amortización Capital:	una vez terminado el periodo de gracia, en 180 cuotas mensuales iguales y consecutivas de UI 1.772.099, comprendiendo las mismas, capital e intereses. Primer pago, 1/1/2017, último pago, 1/12/2031
Fecha de pago:	el primer día de cada mes
Gracia:	desde la fecha de emisión hasta el 31 de diciembre de 2016.
Tasa:	6 % lineal anual en UI
Garantía:	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.
Fiduciario y Emisor:	República AFISA
Entidad Registrante y Agente de Pago:	Banco Santander.
Entidad Representante:	BEVSA
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de abril de 2026 ²
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	A.uy
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros.

¹. Según Documento de Emisión emitido por RAFISA

². La calificación puede estar sujeta a modificaciones en cualquier momento en función de la ocurrencia de hechos relevantes que así lo justifique.

Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los títulos representativos de deuda emitidos a partir del "Fideicomiso Financiero Asociación Española II" manteniendo la calificación A.uy de grado inversor.

La emisión de estos títulos integra un proceso cuyos pasos anteriores fueron decisivos para conferir la nota, de entre los que se destaca lo siguiente:

- La formulación de un programa de reestructura general de toda la gestión, con lineamientos estratégicos y objetivos tanto en responsabilidades asignadas como en tiempos de ejecución y seguimiento de las principales variables.
- El elemento sustantivo de la calificación, no obstante, es la garantía del Estado no solo en su monto y su definición política, sino en el modo que se previó para hacerla eficaz en el caso de incumplimiento. En efecto el blindaje jurídico de los títulos de deuda, conformado al amparo de la normativa específica, y en especial la garantía del Estado, constituyen la principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico en el pasado de la ASESF, como indicador del comportamiento futuro, ofrece dificultades. En consecuencia el fideicomiso de cuotas FONASA no puede constituir en sí mismo una garantía de repago suficiente como para alcanzar una calificación de grado inversor para los títulos.
- 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 como ya ha quedado demostrado.
- El tiempo transcurrido desde la emisión sin que hayan surgido inconvenientes en el funcionamiento del Fideicomiso, avalan lo antedicho.
- El cierre de Casa de Galicia dio ocasión a que se comprobara la eficacia de la garantía conferida por el estado a ésta y demás operaciones análogas.
- Esta política ha sido mantenida por los sucesivos gobiernos y no se advierte que, ante un nuevo cambio de administración, esto pueda modificarse, al menos en el corto plazo.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos de deuda a emitirse por RAFISA por UI 210.000.000 (unidades indexadas doscientos diez millones) de valor nominal, provenientes de la securitización de un activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir por parte de la Asociación Española (ASESP) del Fondo Nacional de Salud (FONASA) con vencimiento para su cancelación de 15 años a partir de su emisión, en las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso. Asimismo los títulos de deuda están garantidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

De acuerdo al contrato de fideicomiso, las cesiones provenientes de los créditos del FONASA cedidas en respaldo de esta operación son: UI 1.260.000 mensuales durante el periodo de gracia (este periodo va desde la emisión, producida en mayo de 2016, hasta el 31/12/2016) y UI 2.116.494 mensuales luego de finalizado el periodo de gracia, es decir, por los siguientes 180 meses. Esto hace un total de UI 380.968.920 más lo cedido durante el periodo de gracia.

La calificación de riesgo, así como su actualización, 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 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 juicio³.

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, más concretamente 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 según corresponda⁴.

En este caso se trata de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de UI 210.000.000, amortizables en 15 años, luego del período de gracia es decir, 180 cuotas. El interés es 6 % lineal anual en UI. Se estableció un período de gracia desde la fecha de emisión hasta el 31 de diciembre de 2016 durante el cual el fideicomiso realizó solamente el pago de los intereses generados por los Títulos de Deuda.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve. CARE contó, en ocasión de la calificación original, con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo se adjuntó en Anexo 1.

³ 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.

⁴ Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

2. Antecedentes

Esta operación se inscribe en un proceso iniciado años atrás y que se resume a continuación.

- La emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte de la Asociación Española Primera de Socorros Mutuos es parte de un proceso que abarca la reestructura de toda la gestión, incluyendo la implementación de un nuevo modelo de atención, un compromiso con este cambio asumido frente al gobierno que lo ha aprobado, y supuso fundamentalmente una reestructura de pasivos con cancelación de deudas comerciales vencidas, un reperfilamiento de endeudamiento financiero de corto plazo, la atención de algunas inversiones y, mejora de la liquidez. En definitiva se trató de un proceso de cambios que debería conducir a un equilibrio económico permanente incluyendo el pago de la deuda a contraer.
- Con fecha 22 de diciembre de 2008 el Poder Ejecutivo promulgó la Ley N° 18.349 por la cual se constituyó el Fondo de Garantía IAMC, como un patrimonio de afectación independiente, destinado a garantizar el financiamiento de aquellas instituciones de asistencia médica colectiva que presenten planes de reestructuración de sus pasivos con la finalidad de volverlas viables. Este fondo cuenta con un saldo máximo de UI 192 millones, ya integrado, y puede reponerse, en caso de ser utilizado en hasta UI 162 millones (Ley No. 19.357).
- Por Resolución No. 401 del 24 de junio de 2011 los Ministros de Economía y Finanzas y Salud Pública, en ejercicio de atribuciones delegadas autorizaron la emisión de una garantía por hasta UI 330.000.000 (unidades indexadas trescientos treinta millones) adicionada de los intereses que puedan corresponder por hasta un máximo del 6% anual, en las condiciones establecidas en la Ley N° 18.439 de 22 de diciembre de 2008 a los efectos de ser utilizada en el llamado "Fideicomiso Financiero ASESP". Esta garantía que se constituyó a partir de la resolución antes mencionada no es la única con afectación al Fondo. Pero como se verá más adelante éste alcanzaría para cubrirlas todas, aún en la peor hipótesis.
- Cumplidos los pasos exigidos oportunamente, se constituyó el primer fideicomiso, denominado "Fideicomiso Financiero Asociación Española" entre ASESP como Fideicomitente, RAFISA como Fiduciario y el Fondo de Garantía IAMC como Garante. La emisión ocurrió en noviembre de 2011 por UI 330 millones. Dicho fideicomiso hasta el momento se viene desarrollando según lo previsto. Los títulos emitidos fueron calificados por CARE con grado inversor.
- A cuatro años de haber elaborado el plan estratégico anterior, y no habiéndose alcanzado los objetivos económico financieros originales, en 2014 la Institución planteó nuevos lineamientos para conseguir, además de otros fines, el equilibrio económico. En este contexto se inscribe la actual emisión, con las garantías mencionadas y las aprobaciones oficiales necesarias. Este nuevo plan fue aprobado por la Asamblea Representativa de la institución de fecha 5 de junio de 2015.

- El efecto económico negativo en la actividad económica del COVID 19 incidió negativamente en las cuentas macrosectoriales del sector Salud, no obstante no afectó la marcha del Fideicomiso; superada la crisis sanitaria, indicadores económicos muestran una recuperación a niveles pre pandemia o incluso superiores.
- Ante el cierre de Casa de Galicia, desde febrero de 2022 el Fondo de Garantía IAMC se ha hecho cargo del repago de los títulos de los dos fideicomisos que tenía dicha institución. De esta forma queda plenamente ratificada la fortaleza de todos los títulos respaldados por la mencionada garantía.
- El 23 de agosto de 2024 se promulgó la ley 20325 que permite bajo condiciones especiales, el acceso al Fondo de Garantía para la Reestructuración de Pasivos de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva, creado por la Ley N° 18.439, al CASMU-IAMPP para una nueva operación.

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 analizada fue la siguiente

- Informe CARE de calificación de esta operación y sus sucesivas actualizaciones
- Informe CARE de Calificación y sus actualizaciones de la anterior operación análoga a esta.
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2025.
- EE.CC intermedios del Fideicomiso al 30/06/2025.
- EE CC de la institución al 30/9/2024.con informe de auditoría independiente.
- EE CC intermedios del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC al 30/06/2025.
- Actualización del padrón social al mes de junio de 2025 (Fuente: Web MSP, Datos y Estadísticas, población de afiliados)
- Información pública del sector salud, en relación a las finanzas públicas, actualizado por CARE.

4. Hechos salientes del período

- El padrón social sigue mostrando un nivel relativamente estable (aunque con tendencia creciente) tal como se puede apreciar en el siguiente cuadro.

Cuadro 1: padrón social, evolución			
fecha	cantidad	fecha	cantidad
Ene. 2021	195.009	Ago-23	196.491
Ago. 2021	196.085	Ene-24	195.688
Ene-22	196.384	Jun-24	198.030
Ago-22	197.562	Ene-25	198.253
Dic-22	197.347	Jun-25	199.088

Fuente: Web MSP-datos y estadísticas-población afiliada:

- Ante una nueva operación financiera en apoyo al CASMU con respaldo del Fondo de Garantía, CARE volvió a comprobar la solvencia de la misma.

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 ASOCIACION ESPAÑOLA II

Fideicomitente: Asociación Española Primera de Socorros Mutuos (ASESP)

Fiduciario: Republica Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Agente de Pago: Banco Santander SA.

Entidad Registrante: Banco Santander SA

Entidad Representante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)

Títulos emitidos: Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.

Bienes fideicomitados: Créditos contra el Fondo Nacional de Salud o entidad que en un futuro lo suceda, por hasta las sumas establecidas en el Anexo A del Contrato de Fideicomiso Financiero, correspondientes a la prestación que el Fideicomitente tiene derecho a percibir en concepto de cuota salud por los servicios asistenciales prestados a los beneficiarios del Sistema Nacional de Salud en el marco de la Ley N° 18.211.

Garantía: Los Títulos de Deuda están garantizados por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC constituido por contrato de fideicomiso celebrado entre el Ministerio de Economía y Finanzas y República Administradora de Fondos de Inversión S.A. con fecha 16 de octubre de 2009, con el objeto de emitir garantías a favor de las Instituciones de Asistencia Médico Colectiva, cuyos planes de reestructuración de pasivos hayan sido aprobados de conformidad con la Ley N° 18.439 de fecha 22 de diciembre de 2008. Además, ASESP contra garantiza la operación mediante hipoteca de varios inmuebles oportunamente identificados.

Moneda: Pesos Uruguayos expresados en U.I.

Importe de la emisión: U.I. 210.000.000 (doscientos diez 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.
Pago de intereses:	mensual desde la fecha de emisión producida el 27/5/16
Plazo del Fideicomiso:	Hasta el momento en que se cancelen los títulos de deuda emitidos por el fiduciario (previsto a 15 años a partir de finalizado el periodo de gracia). En ningún caso podrá superar los 30 años desde la constitución del fideicomiso.
Período de gracia:	desde la emisión y hasta el 31 de diciembre de 2016.
Amortización y Pago de intereses:	Luego del período de gracia los títulos se amortizarán, junto con el pago de intereses, en 180 cuotas mensuales iguales y consecutivas de UI 1.772.099 incluyendo ambos conceptos. Esto comenzó el primer día hábil de enero de 2017 y finalizará el primer día hábil de diciembre de 2031.
Vencimiento:	1º de diciembre de 2031
Calificación de riesgo:	A.uy de grado inversor
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

El blindaje jurídico de los títulos de deuda, conformado al amparo de la normativa específica creada, en especial la garantía del Estado conferida, constituyen la principal fortaleza de los títulos.

Junto a la estabilidad de las normas; a la probabilidad muy baja que se analiza en el Informe Jurídico de litigios citado oportunamente; a la conformidad con todas las disposiciones en vigencia; **la principal fortaleza del repago de los títulos, que hace que puedan alcanzar el grado inversor, estriba en la fortaleza de la garantía (el Estado), en el monto de la misma (puede cubrir todas las obligaciones de este fideicomiso y de otros análogos autorizados), y en la peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida, tal como se recoge en la descripción de su operación según se señala en el numeral 10.3 del contrato de fideicomiso que se transcribe:**

En el caso que se encontraren pendientes de amortización los Títulos de Deuda por insuficiencia de fondos percibidos del BPS y si el Fideicomitente no hubiese cumplido con su obligación de transferir fondos adicionales en la forma prevista en la cláusula 9.2, República AFISA (en su calidad de fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC), dentro de los 2 días hábiles subsiguientes al vencimiento y sin necesidad de otro aviso, intimación o instrucción de especie alguna, ordenará una transferencia de fondos a la Cuenta del Fideicomiso provenientes del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, en la cantidad suficiente para cumplir con los pagos vencidos que correspondan bajo los Títulos de Deuda.

Este procedimiento se mantendrá vigente, hasta la cancelación de la deuda por capital e intereses derivada de la emisión y colocación de los Títulos de Deuda⁵

El 23 de agosto de 2024 se promulgó la Ley N° 20.325 que permite bajo condiciones especiales, el acceso al Fondo de Garantía para la Reestructuración de Pasivos de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva, creado por la Ley N° 18.439, al CASMU-IAMPP para una nueva operación. Consultado nuestro asesor jurídico Dr. Leandro Rama aclara que la Ley 20.325 habilita al CASMU-IAMPP acceder al Fondo de Garantía IAMC en forma anticipada, esto es, postergando el cumplimiento de requisitos que en la Ley 18.439 eran previos o concomitantes para acceder al Fondo. Estos son: la aprobación de los planes de reestructuración por el Poder Ejecutivo (el artículo 1 lit. D establece un plazo de 180 días para ello) y, por otro lado, la nueva ley exime “temporalmente” la exigencia de prestar contra garantías (el artículo 1 lit C. dice que se afectarán las garantías constituidas a favor del Fondo, en la medida que se vayan liberando). Finalmente destaca que la fortaleza del Fondo de Garantía no se afecta por la aprobación de esta ley, sino de la forma que a futuro se determine su eventual afectación, dependiente de las propias condiciones del crédito que se apruebe.

Por todo lo anterior el riesgo jurídico de estructura se mantiene incambiado.

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. Como se informara detalladamente en el informe jurídico elaborado en ocasión de la calificación, no se advierten riesgos en la construcción de esta figura jurídica. El paso del tiempo sin que se generara reclamo alguno, avala esta conclusión. *Riesgo 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.*

⁵ El informe jurídico completo puede consultarse en www.care.com.uy

III. LA ADMINISTRACIÓN

La Fiduciaria

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. Su único accionista es el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU).

Según EE.CC intermedios al cierre del primer semestre de 2025 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 1.071 millones. Esto supone un nuevo incremento respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial a la fecha indicada y su comparativo con períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	1.180.081	1.184.971	1.042.188
Activo Corriente	171.045	185.025	154.257
Activo no Corriente	1.009.035	999.946	887.931
Pasivo	108.903	131.997	107.225
Pasivo Corriente	73.962	100.178	76.809
Pasivo no Corriente	34.941	31.818	30.416
Patrimonio	1.071.178	1.052.974	934.963
Pasivo y Patrimonio	1.180.081	1.184.971	1.042.188
Razón Corriente	2,31	1,85	2,01

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del semestre finalizado en junio 2025, la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	30-Jun-24	31-Dec-24
Ingresos Operativos	281.773	264.495	501.792
Costo de los servicios	(106.095)	(98.424)	(220.973)
Resultado Bruto	175.678	166.071	280.818
Gastos administrativos	(63.980)	(61.543)	(112.582)
Resultado Operativo	111.698	104.527	168.237
Resultados financieros	(13.368)	4.011	18.827
Resultados antes de IRAE	98.329	108.538	187.064
IRAE	(16.186)	(15.793)	(29.174)
Resultado del Ejercicio	82.143	92.746	157.890
Ajustes integrales	61	61	(364)
Resultado integral del periodo	82.204	92.806	157.526

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva RAFISA continúa teniendo niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2025, la firma continúa manteniendo 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

Mediante contrato celebrado el 8 de abril de 2016 entre República Administradora de Fondos de Inversión y Asociación Española Primera de Socorros Mutuos, se constituyó el presente fideicomiso. El mismo se encuentra amparado bajo las disposiciones de la ley 17.703 del 27 de octubre de 2003.

El 27/5/2016 RAFISA lanzó el Documento de Emisión por UI 210 millones en las condiciones de plazo e interés anunciadas dando así inicio a las operaciones del Fideicomiso. Hasta la fecha, el mismo se viene desarrollando tal cual lo previsto.

En el cuadro siguiente, se informa su estado de situación patrimonial intermedio al cierre de junio 2025 y su comparativo con cierres anteriores.

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso(miles de \$)			
Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	942.507	960.996	1.008.554
Activo Corriente	195.029	186.879	180.955
Activo no Corriente	747.478	774.117	827.600
Pasivo	763.433	782.160	821.249
Pasivo Corriente	94.694	89.384	80.472
Pasivo no Corriente	668.739	692.776	740.777
Patrimonio	179.073	178.836	187.306
Pasivo y Patrimonio	942.507	960.996	1.008.555
Razón Corriente	2,06	2,09	2,25

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Puede observarse que la solvencia y liquidez del Fideicomiso no ofrece reparos.

El período de gracia para comenzar a amortizar los títulos venció el 31/12/2016; por lo tanto los mismos se están amortizando en 180 cuotas mensuales de UI 1.772.099 desde junio de 2017. El Fideicomiso se encuentra al día.

El cronograma de cesiones FONASA a percibir así como los compromisos a pagar hasta cancelar los títulos (de ambas operaciones y luego de terminado el primer semestre de 2025 se expone en el Cuadro 5).

Riesgos considerados:

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez. *Riesgo 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. Por otra parte, los hechos de notoriedad ocurridos con Casa de Galicia, fortalecen la idea. *Riesgo muy bajo.*

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 DE FONDOS

El activo subyacente consiste en la cesión de los créditos contra el FONASA o entidad que en un futuro lo suceda, por hasta las sumas establecidas en el Anexo A del Contrato de Fideicomiso, correspondientes a la prestación que el Fideicomitente tiene derecho a percibir en concepto de cuota salud por los servicios asistenciales prestados a los beneficiarios del SNIS en el marco de la Ley N° 18.211. Como ya se ha consignado, hay otro fideicomiso precedente, análogo a éste, por lo que el análisis de suficiencia de fondos y su relación con las finanzas de la institución corresponde hacerlo en forma conjunta.

Los compromisos asumidos en dichos fideicomisos implican, a partir del año 2018, una cifra de miles de UI 61.398 anuales por concepto de cesiones FONASA con las cuales afrontar cuotas de amortización e intereses de las dos operaciones por miles de UI 51.357 más los correspondientes costos administrativos. Esto representa, si tomamos como referencia los ingresos totales correspondientes al ejercicio cerrado en setiembre de 2024 (muy similar en términos reales al del ejercicio anterior según puede verse en el Cuadro 6), algo menos de 2,5 % de los mismos, relación que se mantiene estable en el tiempo (conversión a UI estimada por CARE). A partir del año 2027, estos compromisos se tornan decrecientes

El cronograma restante, una vez cancelado el primer semestre de 2025, tanto de cesiones FONASA comprometidas en ambos fideicomisos, así como los pagos por concepto de amortización e intereses de los títulos se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 5. Cronograma cesiones FONASA a percibir y pagos a realizar en ambos fideicomisos (miles UI)						
Año	Cesiones AE I	Cesiones AE II	Total cesiones	Pagos AE I	Pagos AE II	Total a pagar
2025	18.000	12.699	30.699	15.046	10.633	25.678
2026	36.000	25.398	61.398	30.092	21.265	51.357
2027	27.000	25.398	52.398	25.076	21.265	46.342
2028		25.398	25.398		21.265	21.265
2029		25.398	25.398		21.265	21.265
2030		25.398	25.398		21.265	21.265
2031		25.398	25.398		21.265	21.265
2032		10.582	10.582		9.666	9.666
Totales	81.000	175.669	256.669	70.214	147.890	218.104

Notas: Pagos comprende amortización e intereses;

Fuente: EE.CC de ambos fideicomisos

Al ser los pagos mensuales, al momento de redactar este informe ya comenzó a cancelarse el segundo semestre del año en curso por lo que los saldos reales correspondientes a 2025 son algo menores.

Puede comprobarse la suficiencia de los ingresos previstos; con el sobrante el Fideicomiso hace frente a los costos de administración. Asimismo se constituyó a favor de ambos la garantía del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC que asegura el repago de los Títulos de Deuda.

La Institución

Sin perjuicio de la garantía legal de cumplimiento de las obligaciones (factor que fundamenta la nota de grado inversor de esta operación), uno de los objetivos del presente capítulo es realizar el seguimiento de la evolución histórica de las principales variables económicas y financieras, en tanto capaces de determinar el desempeño esperado de los flujos futuros brindados por la institución y, en consecuencia, de su capacidad de mantenerse operativa.

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.

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 auditados, dado que se presentan a moneda del último, en este caso al 30/9/2024, ajustándose el anterior para hacerlo comparable.

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 fideicomitidos. Incluso, tampoco este aspecto se considera determinante 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 han resumido, a los solos efectos informativos, los datos en millones de pesos uruguayos de los capítulos más relevantes de los Estados de Resultados de los dos últimos ejercicios económicos completos, a valores constantes del 30 de setiembre de 2024

Cuadro 6. Estados de resultados resumidos AE (millones de \$)

Concepto	30/9/2024	30/9/2023
Ingresos operativos netos	14.793	14.397
Costo bienes y servicios	(12.711)	(12.417)
Resultado Bruto	2.082	1.980
Gastos de Adm y Ventas	(1.841)	(1.764)
Resultado Operativo	242	215
Resultados Diversos	153	98
Resultados Financieros	(333)	(202)
Resultado Neto	61	111
Resultado Bruto/Ingresos	14,07%	13,75%
Gastos Adm y Ventas/Ingresos	-12,45%	-12,25%
Resultado Operativo/Ingresos	1,64%	1,49%
Resultado Neto/Ingresos	0,41%	0,77%
Nota: montos expresados a valores de setiembre de 2024		
Fuente: EE.CC AE auditados		

En la sección final del cuadro precedente se establece una relación de resultados con los ingresos operativos de cada ejercicio. Se observa que el último ejercicio muestra una vez más resultados positivos.

A continuación se muestran, resumidamente, las principales partidas del estado de situación patrimonial, en base a los estados contables mencionados.

Cuadro 7: Estado de Situación AE (millones de \$)

Concepto	30/9/2024	30/9/2023
Activo	11.043	11.124
Activo Corriente	1.890	1.831
Activo no Corriente	9.152	9.294
Pasivo	9.506	9.649
Pasivo Corriente	7.043	7.039
Pasivo no Corriente	2.463	2.610
Patrimonio	1.537	1.475
Pasivo y Patrimonio	11.043	11.124
Razón Corriente	0,27	0,26
Fuente: EE.CC AE auditados		

Se comprueba, consistentemente con los resultados obtenidos, un incremento en la situación patrimonial.

La institución presentó oportunamente proyecciones de resultados hasta el cierre del ejercicio de setiembre 2025. Las mismas recogen información histórica y supuestos que CARE consideró razonables tales como las variables macroeconómicas como, en particular, una variable tan relevante como el padrón social. En este sentido se considera un nivel de afiliados estable tal como viene ocurriendo según se informa en otra sección de este informe. Los resultados así proyectados son positivos y es lo que viene ocurriendo

2. Fondo de Garantía IAMC

Este Fondo, garantiza estas y otras operaciones análogas de distintas instituciones. En tal sentido corresponde analizar su capacidad de cobertura considerándolas todas ellas⁶.

⁶. Sin perjuicio que rige un orden de prelación a partir de la fecha de emisión de cada uno.

Debe recordarse, una vez más, que en los escenarios adversos referidos en las actualizaciones anteriores, el Fondo de Garantía, creado por la Ley No. 18.439 en diciembre de 2008 y reforzado por la Ley 19.357 de diciembre de 2015, es suficiente para cubrir el pago de los títulos de deuda, dada la forma y el monto que componen dicho Fondo. Esto es así, no solamente para las dos operaciones que tiene la ASEP sino también para el resto de las operaciones que el Fondo está garantizando e involucra a otras dos instituciones.

El cuadro siguiente muestra las contingencias máximas a cubrir por el Fondo en cada una de las operaciones que garantiza (según RAFISA y referidas a amortización e intereses y colocadas según orden cronológico que es el orden de prelación); puede observarse que ya no figuran en el cuadro las operaciones garantizadas con Casa de Galicia pues ya no se trata de una contingencia sino un compromiso real por lo que figuran en el pasivo de los estados contables.

Cuadro 8: Contingencias máximas anuales Fideicomiso Financiero Fondo Garantía IAMC (miles UI)								
Año	Ingreso Eventual	Egresos ASEP	CASMU II	CASMU III	ASEP II	CASMU BROU *	Total pagos	Saldo IAMC
2024								192.000
2025	72.432	15.046	13.736	4.162	10.633	28.857	72.433	192.000
2026	139.790	30.092	27.471	8.323	21.265	52.639	139.790	192.000
2027	133.719	25.076	27.471	8.323	21.265	51.583	133.718	192.000
2028	80.126			8.323	21.265	50.538	80.126	192.000
2029	79.059			8.323	21.265	49.471	79.059	192.000
2030	78.003			8.323	21.265	48.415	78.003	192.000
2031	70.704			2.081	21.265	47.359	70.705	192.000
2032	55.169				8.860	46.309	55.169	192.000
2033	45.246					45.246	45.246	192.000
2034	44.191					44.190	44.190	192.000
2035	43.134					43.134	43.134	192.000
2036	36.970					36.970	36.970	192.000
2037	26.011					26.011	26.011	192.000
2038	25.425					25.425	25.425	192.000
2039	10.270					10.271	10.271	192.000
2040							-	192.000
Totales		70.214	68.678	47.858	147.083	606.418		

Fuente: Elaborado por CARE en base a información de RAFISA

* Son 4 operaciones garantizadas por préstamos del BROU al CASMU, la última del 4/06/2025 por UI 159,8 millones originalmente

El cuadro precedente recoge otras novedades respecto al presentado en anteriores actualizaciones; se da de baja al denominado FF Nuevo CASMU por haberse cancelado en mayo de 2025 pero por otra parte, se agrega una nueva operación de crédito garantizado del BROU al CASMU por un monto original de UI 159.8 millones. Esta operación se agrega a las otras tres anteriormente consideradas y en el cuadro se presentan todas juntas en una misma columna; los montos anuales fueron estimados por CARE según información proporcionada por RAFISA.

Como se sabe, el Fondo de Garantía contaba 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. El cuadro precedente demuestra que aún en la hipótesis manejada, el Fondo, tal cual

fue diseñado, podría responder haciéndose cargo de todos los compromisos asumidos con los inversores. Puede verse que en ningún caso dicha eventualidad supera el monto total de UI 162 millones que es el máximo legal anual a reponer por parte del MEF.

A partir del año 2022 se utilizó por primera vez desde su creación, la garantía para atender los compromisos asumidos por los fideicomisos de Casa de Galicia; queda claro que esto no supuso un inconveniente para el Fondo⁷; como se desprende del Cuadro 8, los futuros compromisos con esos fideicomisos son decrecientes por lo que no se advierten dificultades en este sentido.

A modo informativo se ilustra en el siguiente cuadro la situación patrimonial intermedia del FF Fondo IAMC al término del primer semestre de 2025.

Cuadro 9: Estado de Situación del FF Fondo IAMC (millones de \$)			
Concepto	30-Jun-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	3.054	3.051	3.047
Activo Corriente	468	316	1.073
Activo no Corriente	2.586	2.735	1.974
Pasivo	1.737	1.766	1.846
Pasivo Corriente	222	219	211
Pasivo no Corriente	1.514	1.547	1.635
Patrimonio	1.318	1.285	1.201
Pasivo y Patrimonio	3.054	3.051	3.047
Razón Corriente	2,11	1,44	5,09

Fuente: EE.CC FF Fondo IAMC

De acuerdo al cuadro precedente el Fideicomiso contaba al 30/06/2025 con un patrimonio de \$ 1.318 millones que, a la cotización de esa fecha (\$ 6,3668) representaba unas UI 207 millones y su liquidez es muy alta. Puede advertirse que a esa fecha, el patrimonio del Fondo representa una cifra superior el tope legal. Figuran en su activo Cuentas a Cobrar MEF así como cuentas por cobrar por concepto de venta de inmuebles al ejecutarse la garantía de Casa de Galicia (el comprador fue el Círculo Católico del Uruguay); así como en el pasivo, las deudas asumidas para la cancelación de los TD emitidos por los fideicomisos de Casa de Galicia. Se comprueba la solvencia del Fideicomiso de Garantía para hacer frente a los compromisos asumidos.

Se reitera cómo se interpreta lo dispuesto legalmente en caso de usarse la garantía tal como ha ocurrido. La Ley 18.439 en el Artículo 2 establece que en caso de que los recursos deban aplicarse al pago de las garantías, se realizarán nuevos aportes desde Rentas Generales, por el monto máximo anual autorizado, hasta la cancelación total del financiamiento obtenido por las instituciones.

El acumulado de los resultados provenientes de las inversiones que la Fiduciaria realiza para mantener el patrimonio del Fideicomiso, ha generado excedentes por sobre las UI 192 millones, los que por el contrato del Fideicomiso de Garantía queda afectado a responder por las garantías otorgadas.

⁷. Además el Fondo cuenta con fondos propios (colocaciones financieras) que son utilizados en caso de ser necesario, además por supuesto de los fondos provenientes de la ejecución de las garantías reales.

Dado que el contrato de Fideicomiso no prevé que el MEF (Fideicomitente y Beneficiario) pueda hacer retiro de dicho excedente y que todo el patrimonio del Fideicomiso de Garantía respalda las garantías emitidas, ***se entiende no se requiere preceptivamente la recomposición de los fondos utilizados durante el período finalizado el 30 de junio de 2024 desde Rentas Generales, ya que la capitalización de los resultados generados por las inversiones financieras puede hacer las veces de aporte en la medida que el Fondo se mantenga en UI 192.000.000.*** Esto sigue siendo válido hasta la fecha.

Riesgos considerados⁸ :

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 garantía de pago de los títulos no presenta riesgos visibles. *Riesgo muy bajo.*

Riesgo de descalce de monedas. Este riesgo, en especial luego del proceso de reestructura se considera bajo. *Riesgo casi nulo.*

⁸. 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.

El sector no reviste, en general, cambios significativos en los meses que separan cada una de las actualizaciones, aunque se observa que ASSE ha cobrado una mayor participación en el mercado. Como se viene comentando en actualizaciones anteriores, el déficit es relevante al ser los gastos poco flexibles.

El desajuste entre los ingresos y egresos del FONASA verificó una leve disminución en 2024 respecto al año anterior. En 2024, el déficit FONASA se ubicó en 0,8 % del PBI (28.6 mil millones de pesos entre enero y noviembre 2024).

Por otra parte, el gasto en salud se mantiene dentro de los parámetros normales de tendencia internacional. Sin embargo, el "Observatorio del sistema de salud del Uruguay", proyecta que para el año 2050, el cambio en la estructura demográfica aumentaría el gasto en salud en 14% por encima del PBI.

Las decisiones de política pública del Gobierno en cuanto a la obtención de equilibrios macroeconómicos son importantes para definir la coyuntura sectorial y la fortaleza del sistema. No obstante cabe recordar una vez más, que es la garantía del Estado, la principal y excluyente fortaleza de la calificación.

El endeudamiento de las Instituciones no parece haberse desalineado con respecto a los valores de los últimos años. CARE hace un seguimiento del endeudamiento bancario, ya que no cuenta con información del endeudamiento con proveedores y/o con algún componente de las remuneraciones al factor trabajo. Todas las variables se analizan de forma agregada, no ahondando en la realidad de ninguna institución en particular. En este sentido, algunas instituciones proveedoras de servicios de salud pueden estar en dificultades financieras como es el caso del CASMU o haber quebrado como Casa de Galicia, y otras pueden estar evidenciando números alentadores en sus cuentas. A modo de ejemplo, en los últimos 12 meses, 10 instituciones perdieron afiliados y 8 evidenciaron más afiliados FONASA.

Las instituciones “ganadoras” exhibieron indicadores de gestión superiores a los de las “perdedoras”. En términos generales se mantiene la estabilidad (o leve incremento) en el número de beneficiarios FONASA.

La actual Administración, ha establecido una clara intención de continuar contribuyendo a la sostenibilidad de los servicios de salud tal como se infiere a través de distintas intervenciones, como por ejemplo a través de su apoyo a encontrar soluciones financieras para el CASMU

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 compone 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 déficit del Fonasa, que en una primera etapa se expandió como se esperaba, pero en 2024 se recoge una leve reducción de la brecha entre ingresos y egresos. Pero de no mantenerse una relativa estabilidad de la situación podrían generarse 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:

- 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 de cada institución. 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. Más aún, la Ley 20325 (citada como último punto de Antecedentes en este informe) ratifica su alcance. Este es el principal componente del riesgo político y no evidencia probabilidad de ocurrencia, aún ante un nuevo cambio de gobierno.
- No obstante lo anterior, una señal de alerta sectorial sería el creciente desfase entre ingresos y egresos del FONASA. Éste, de persistir en el tiempo y sin alcanzar una cierta estabilidad, podría incrementar el riesgo sectorial sistémico en tanto es financiado por gasto público; no obstante, en el año 2024 se observó una leve disminución respecto al año anterior. Por otra parte, cabe agregar que el país mantiene un índice de riesgo consistente con el estatus de grado inversor de su deuda pública (61 puntos básicos al 19/09/2025, índice UBI de República AFAP). Asimismo los números de la economía, dan cuenta de la preocupación de la conducción económica por mantener los grandes equilibrios. Para su consideración se agrega el cuadro que sigue.

CUADRO 10: Expectativas y metas macroeconómicas				
Uruguay (1)	2024	2025	2026	2027
PIB: Variación Real	3,10%	2,60%	2,20%	2,40%
Inflación	4,80%	4,70%	4,10%	4,40%
Tipo de cambio (USD) al final del periodo	44,00	41,50	41,80	42,70
Resultado Fiscal (GC-BPS en % s/PIB) (2)	-4,10%	-4,20%	-4,50%	-3,90%
Deuda Neta (GC y BPS) (como % PIB)	58,00%	57,70%	60,40%	61,90%
Riesgo País (3)	79	70		
Mundo (2) "Perspectivas de la economía mundial"	2024	2025	2026	
Mundo (variación PBI)	3,30%	3,00%	3,10%	
USA	1,80%	1,50%	1,60%	
Alemania	-0,20%	0,10%	0,90%	
Japón	0,20%	0,70%	0,50%	
China	5,00%	4,80%	4,20%	
India	6,50%	6,40%	6,40%	
Brasil	3,40%	2,30%	2,10%	
México	1,40%	0,20%	1,40%	

(1) PE presenta Proyecto de Ley de Presupuesto (31/8/2025)
(2) FMI, Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial a julio 2025
(3) Riesgo País a fin del año 2024 y agosto 2025

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 nuevamente la calificación A.uy⁸ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁸. 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 I
INFORMACION SECTORIAL



Información sectorial: Sector Salud

setiembre 2025

Ec. Mayid Sáder Neffa

Índice

Resumen Ejecutivo.....	3
Introducción	6
2. La Salud en Cifras.....	10
2.1 Cobertura	10
2.2 Financiamiento	11
2.3 Gasto en salud	12
3. Evolución de las fuentes de Financiamiento	13
4. Precios Relativos	17

Resumen Ejecutivo¹

La presente actualización del sector Salud no evidencia alertas sectoriales, en lo que respecta a los indicadores micro y meso económicos.

Como se describió oportunamente en los informes anteriores, el mayor riesgo económico del Sistema está asociado al financiamiento que le brinda el Estado en general y a la disposición desde la política pública de continuar con una serie de transferencias desde Rentas Generales para equilibrar las finanzas sectoriales. Las macrotendencias sectoriales continúan sin modificaciones relevantes, donde ASSE y los Seguros continúan ganando participación y las IAMC pierden. Al ser un juego de suma cero, lo que ganan algunos es idéntico a lo que pierden otros. Se evidencian 4 aspectos principales:

- 1) Gana participación de mercado la ASSE (FONASA y no FONASA)
- 2) No pierden participación de mercado Las IAMC “eficientes” que evidencian buenos indicadores económicos y de prestación de servicios.
- 3) Ganan participación los Seguros Privados con foco en las personas pertenecientes a los hogares con mayores deciles de ingreso.
- 4) Pierde participación las IAMC en situación comprometida, que revisten indicadores económicos y de prestación de servicios.

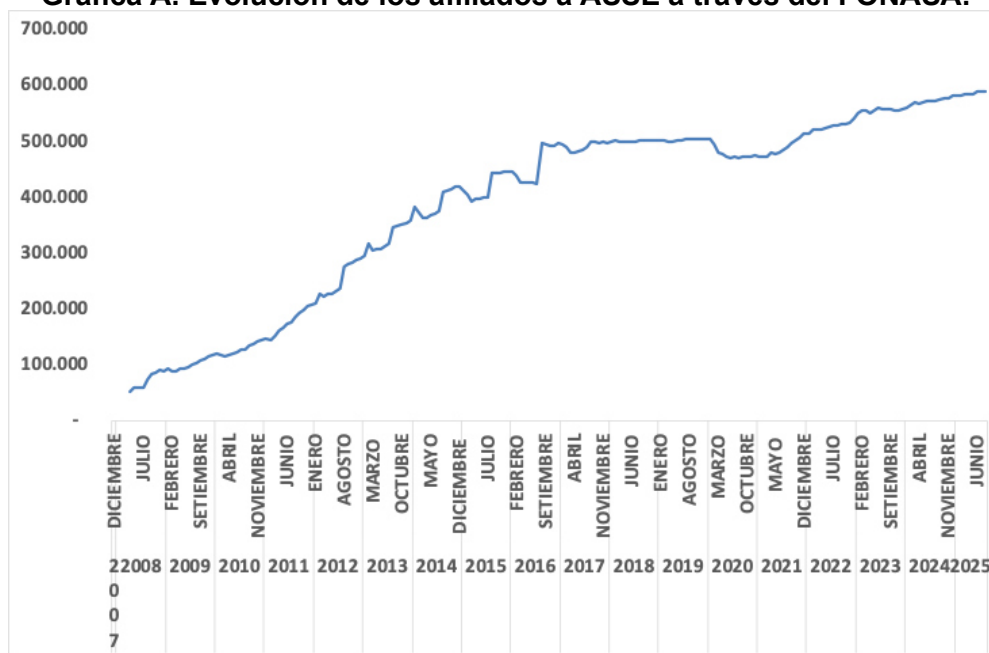
En términos generales se constata que:

- El Sector Salud en Uruguay, es un mercado intervenido desde la política pública en todas sus aristas.
- El gasto en salud ha crecido de forma ininterrumpida desde el 2007 hasta la fecha.
- En los últimos 12 meses (junio 2024 – junio 2025) se ha evidenciado una estabilidad en el número de beneficiarios FONASA (incremento del 0,6%). En línea con lo descrito en el informe de marzo pasado, ASSE continúa evidenciando un incremento de afiliados FONASA, con un incremento anual de 13.000 afiliados aproximadamente, describiendo un incremento del 150% desde el 2012 (ver Gráfica A). En el mes de diciembre de 2024 la cobertura SNS alcanzaba al 76,6% de la población del país, con 46% de activos, 24% de pasivos, 22% de menores y 8% de cónyuges y concubinos. La cobertura FONASA por prestador se mantiene en línea con anteriores informes con un aumento de ASSE, con 74% pertenecientes a las IAMC, 22% de la ASSE y 4% de los seguros privados.
- Según informa el INE, el 98,8% de la población se encuentra amparada por algún tipo de cobertura de salud y aproximadamente 250.000 personas tienen más de una cobertura.
- 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 de su creación, es imperioso monitorearlo semestralmente.

¹ 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 desajuste entre los ingresos y egresos del FONASA verificó una leve disminución en 2024.
- El déficit FONASA de 2024 se ubicó en 0,8% del PBI (28,6 mil millones de pesos entre enero y noviembre de 2024).
- El gasto en salud se encuentra dentro de los parámetros normales de tendencia internacional.
- Para mantener el sistema en equilibrio, CARE monitorea el cociente entre el valor de la cuota salud (principal ingreso) y los salarios (principal costo). Los valores y precios relativos entre ingresos y costos del sector salud se han mantenido alineados con la tendencia de los últimos años. La demanda por servicios de salud solo puede crecer por gasto per cápita, debido a que la 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.
- 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 para equilibrar las finanzas sectoriales. En este sentido, el riesgo de financiamiento del Sistema va de la mano con el riesgo financiero del Estado uruguayo.
- Uruguay transita una etapa de envejecimiento poblacional, potenciada por un continuo aumento de la esperanza de vida. El “Observatorio del sistema de salud del Uruguay”, proyecta que para el año 2050, el cambio en la estructura demográfica aumentaría el gasto en salud en 14% por encima del PBI. La demanda por una mejor calidad de vida implica un incremento sostenido de recursos para formación médica, nuevos procedimientos, tecnología avanzada, infraestructura y otras inversiones. El envejecimiento poblacional aumenta la presión sobre estos recursos y no parece sostenible que con el esquema actual, de aportes desde rentas generales, se logre satisfacer las crecientes demandas de una población envejecida y longeva.
- El endeudamiento de las Instituciones no parece haberse desalineado con respecto a los valores de los últimos años. CARE hace un seguimiento del endeudamiento bancario, ya que no cuenta con información del endeudamiento con proveedores y/o con algún componente de las remuneraciones al factor trabajo. Todas las variables se analizan de forma agregada, no ahondando en la realidad de ninguna institución en particular. En este sentido, algunas instituciones proveedoras de servicios de salud pueden estar en dificultades financieras como es el caso del CASMU o haber quebrado, como la extinta Casa de Galicia, y otras pueden estar evidenciado números alentadores en sus cuentas. A modo de ejemplo, en los últimos 12 meses, 10 instituciones perdieron afiliados y 8 evidenciaron más afiliados FONASA. Según informa el MSP, las instituciones “ganadoras” exhiben indicadores de gestión muy superiores a los de las instituciones “perdedoras”.

Gráfica A. Evolución de los afiliados a ASSE a través del FONASA.



Fuente: elaboración propia en base a información del MSP

Introducción

La información sectorial que se presenta tiene una relevancia menor para la calificación de riesgo en lo que respecta a que los inversores recuperen en las condiciones pactadas las emisiones califica CARE, 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). Adicionalmente al 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).

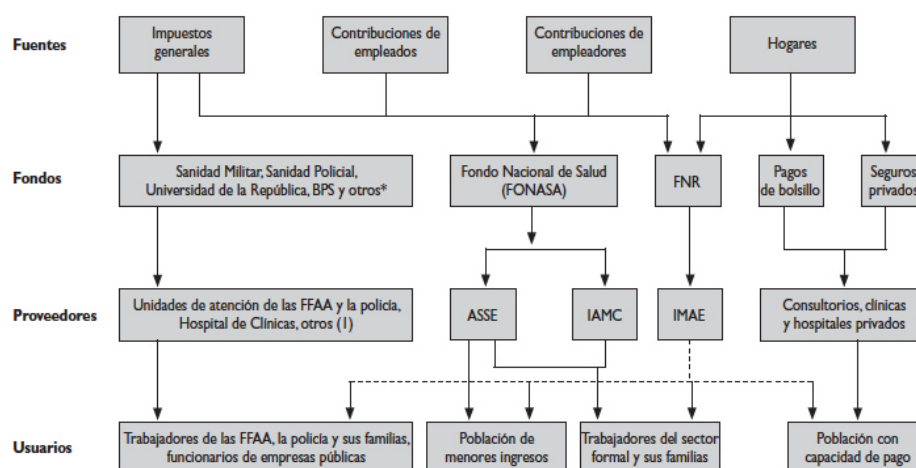
El principal proveedor de servicios de salud es el grupo de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC), que son asociaciones de profesionales privadas sin fines de lucro que ofrecen atención integral a 61% de los uruguayos². La mayoría de estas instituciones cuenta con unidades de atención propia. El sector privado cuenta también con los 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 seguros cubren alrededor del 3,3% de la población. En este sector se incluyen también clínicas y hospitales privados que se financian con “pagos de bolsillo”

² Según el Anuario 2024 del Instituto Nacional de Estadística

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, Hospital Militar, Hospital Policial y el Hospital Universitario dan cobertura a 40% de la población. 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.

Gráfica 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 2007³, el entorno de la salud en el cual CARE revisa sus calificaciones, fue incorporando algunas novedades. Como se podrá advertir, el SNIS conforma un mercado pseudo estatizado, cerrado, donde la iniciativa privada y la innovación tienen dificultades de emerger de forma espontánea. Es un ecosistema económico sectorial de suma cero, donde los socios que pierde una institución, necesariamente los gana otra dentro del Sistema, en el que está incluido ASSE (dentro del Fonasa). ASSE también asiste a personas que no están incluidas en el FONASA, lo que se denomina ASSE – no FONASA. 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 y

³ Ley No 18.211 del 5 de diciembre de 2007

sustentabilidad económica comprometida. A su vez, el gasto destinado a la salud en relación al PBI creció un 25% por encima del PBI desde el 2007. 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, se ha puesto particular atención en la magnitud de la asistencia del gasto público frente a la persistencia de déficit del sistema de salud. En este sentido cabe destacar lo siguiente:

- a) Los aportes al Fonasa no cubren la totalidad de sus gastos, por lo que el resto es financiado por Rentas (Ver Cuadro 5).
- b) Los **afiliados FONASA en las IAMC** tuvieron un máximo de afiliados a mediados de la década pasada con 2,2 millones de personas. En agosto de 2025, esta cifra disminuyó a 1.973.029.
- c) Las IAMC han perdido un importante número de afiliados, que los ha ganado ASSE, que incrementó en 100.000 sus usuarios en los años de la pandemia y se mantiene en aumento.
- d) Si bien es un mercado con pocos afiliados, los Seguros Privados continúan aumentando su participación.

El gasto público es el sostén del sistema de salud, y se materializa vía transferencias al FONASA, o a través de transferencias a Salud Pública (ASSE no FONASA), Hospital de Clínicas, Policial y Militar. Es importante aclarar que el diseño del SNIS en lo que respecta a su Resultado Económico, es presionado en varios sentidos. Por un lado, el aumento de la esperanza de vida tiende a aumentar los egresos del Sistema, por otro lado, el crecimiento del gasto en salud es rígido a la baja. El Estado en toda su dimensión tiene y 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:

- 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 análisis⁴. 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.

1.2 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 BPC⁵, 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.

⁴ No hubo ninguna información relevante a nivel de los medios de comunicación que indique una desmejora en los puntos a) y b).

⁵Base 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 Nº 18131 Creación del Fondo Nacional de Salud
- Ley Nº 18161 Descentralización de ASSE
- Ley Nº 18211 Creación del SNIS
- Ley Nº 18335 Ley de Derecho de los Usuarios
- Ley Nº 18439 Creación del Fondo de Garantía IAMC
- Ley Nº 18731 Cronograma de ingreso de pasivos a FONASA
- Ley Nº 18922 Precisiones respecto a los contenidos de la Ley 18731 y facultades del FONASA.
- Decreto 1/024
- Ley 20.325 del 23 de agosto de 2024 y Decreto 466.

2. La Salud en Cifras

2.1 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 IMAE⁶ privados nacionales o del exterior, las IAMC, los Seguros Privados, los consultorios privados y las farmacias.

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

Sistema de atención de salud	Total	Montevideo	Resto País
Total	100	100	100
Instituciones de asistencia médica colectiva	55	63	50
Ministerio de Salud Pública	36	25	43
Sanidad Militar	3	3	3
Sanidad Policial	3	4	3
Seguro Privado	3	5	2

Fuente: Anuario 2023. Instituto Nacional de Estadística (INE) - Encuesta Continua de Hogares (ECH).

La cobertura del FONASA (IAMC y ASSE FONASA) alcanza el 76% de la población, una cifra aproximada de 2,6 millones de personas (2.653.873⁷).

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.

⁶ Institutos de Medicina Altamente Especializada.

⁷ Datos a diciembre 2024. BPS - AFMU

En lo que respecta a la distribución de los afiliados en el sistema privado, el 58% de los afiliados FONASA se encuentran distribuidos en la capital, mientras el 42% 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 60% de la población se atiende en alguna IAMC y el 31,9% se atiende en ASSE (ver Cuadro 2 y Gráfica 2).

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

Sistema de atención de salud	Total
Total	100,0
Instituciones de asistencia médica colectiva por FONASA	52
Instituciones de asistencia médica colectiva pago privado	4
ASSE por FONASA	15
ASSE gratuito	20
Seguro privado a través de FONASA	2
Seguro privado pago privado	1
Sanidad Militar o Policial	6

Fuente: Anuario 2024. 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.

2.2 Financiamiento

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

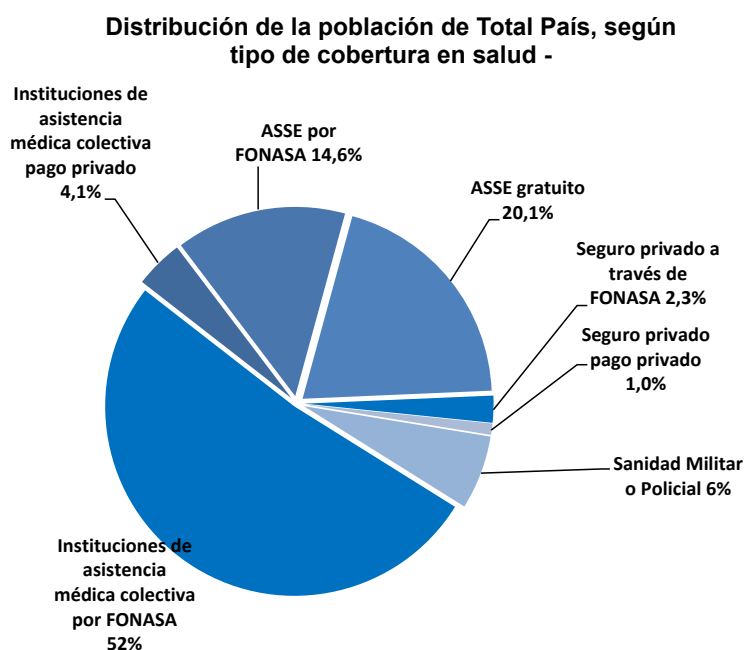
Impuestos y contribuciones. Se destinan en su totalidad a Instituciones Públicas (MSP, ASSE, UdelaR, Sanidad Militar, Sanidad Policial, Intendencias, BSE y BHU)

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.

Gráfica 2. Población según sistema de atención de salud.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

4. El mercado de la salud en Uruguay

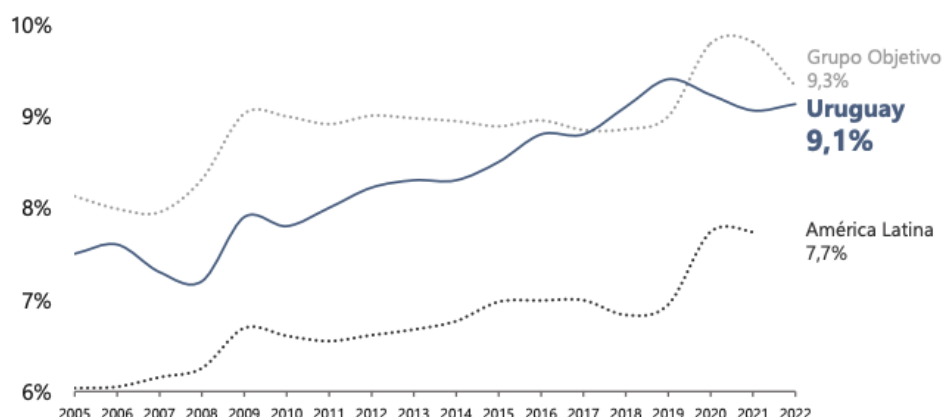
Como se describió anteriormente, en el mercado de la salud en Uruguay interactúan diversos agentes. Por un lado, están los demandantes de servicios o consumidores, que es básicamente toda la población, excepto una minoría que no está incluida en el sistema. Por otro lado, están los oferentes de servicios, 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.

2.3 Gasto en salud

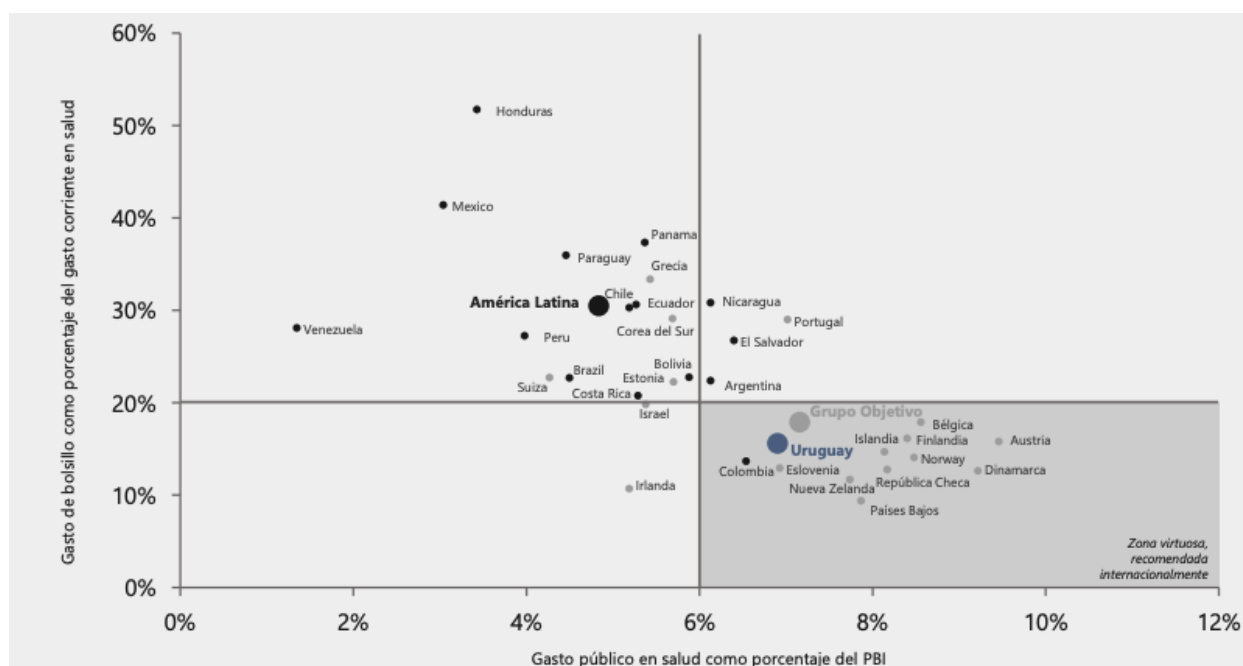
Luego de evidenciar un incremento continuo entre 2008 y 2015, el gasto en salud se estabilizó en un 9% del PBI aproximadamente (ver Gráfica 3). En lo que respecta a la comparación internacional, el gasto en salud se encuentra dentro de los parámetros normales de tendencia internacional (ver Gráfica 4). El gasto en salud (GTS), como se muestra en la Gráfica 3, donde describe un incremento significativo en los últimos años. Dicha gráfica compara el gasto en Uruguay con respecto al evidenciado en América Latina y contra un grupo de países que ostentan buenos indicadores de desempeño acceso a servicios de salud y recursos.

Gráfica 3. Gasto en Salud/PBI. Uruguay, América Latina y Grupo Objetivo⁸



Fuente: CERES

Gráfica 4. Comparación internacional de gasto en Salud y zonas recomendadas



Fuente: CERES

3. 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.

⁸ El grupo objetivo son países con indicadores de desarrollo y calidad de vida que Uruguay podría aspirar en el mediano – largo plazo. (Suiza, Noruega, Islandia, Dinamarca, Irlanda, Países Bajos, Finlandia, Bélgica, Nueva Zelanda, Corea del Sur, Israel, Eslovenia, Austria, Estonia, República Checa, Grecia, Portugal)

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 privados⁹. 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. 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). Luego de un importante incremento en el período 2010 – 2018, este rubro del gasto se estabilizó a partir año 2019 (Ver Gráfica 3). No obstante, y como se mencionara anteriormente, la estabilización en el gasto estuvo asociada a una disminución de los afiliados que fueron a Salud Pública (ASSE).

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.

Cuadro 3. Como se financian las instituciones (IAMC, ASSE, Seguros y Otros*)

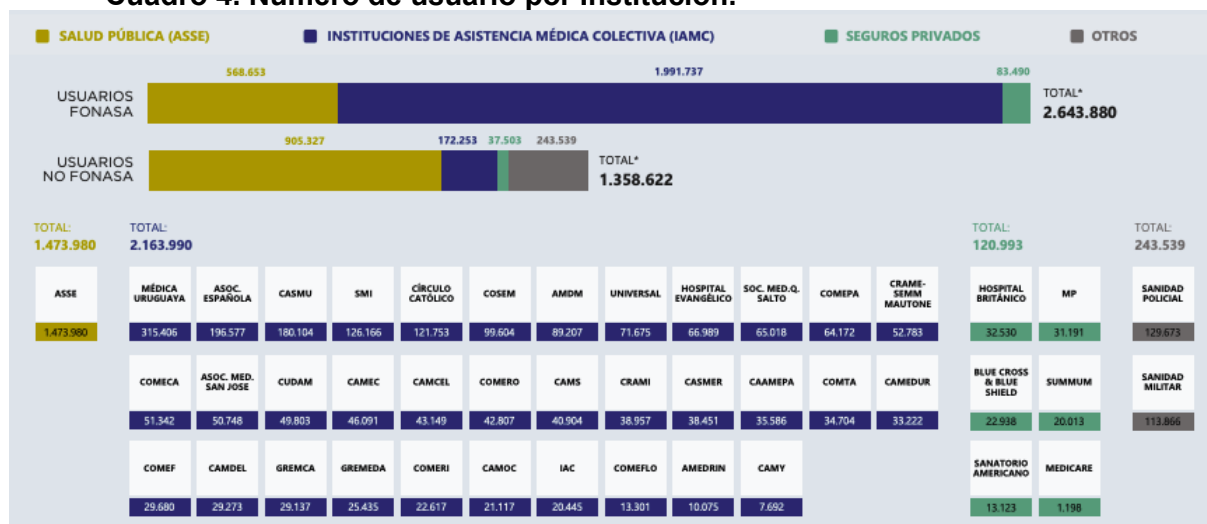
<i>¿Cómo se financia cada grupo de usuarios?</i>				
	SALUD PÚBLICA (ASSE)	IAMC	SEGUROS PRIVADOS	OTROS
Aportan a Fonasa	Fonasa	Fonasa	Fonasa + Pagos voluntarios	-
NO aportan a Fonasa	Rentas Generales	Pagos voluntarios	Pagos voluntarios	Rentas Generales

*otros refieren al Hospital Militar, Hospital Policial y Hospital Universitario

Fuente: CERES

⁹ También se financia con fondos provenientes del Resto del Mundo, aunque en el Sistema uruguayo este rubro es marginal.

Cuadro 4. Número de usuario por Institución.



*otros refieren al Hospital Militar, Hospital Policial y Hospital Universitario

Fuente: CERES

El FONASA es deficitario, lo que implica que año tras año, Rentas Generales debe de realizar transferencias para equilibrar las cuentas. El déficit del año 2023 fue de 31.874 millones de pesos (ver Cuadro 5), verificando un incremento del cociente transferencias/egresos. El quiebre de la tendencia del año 2022 no se pudo sostener.

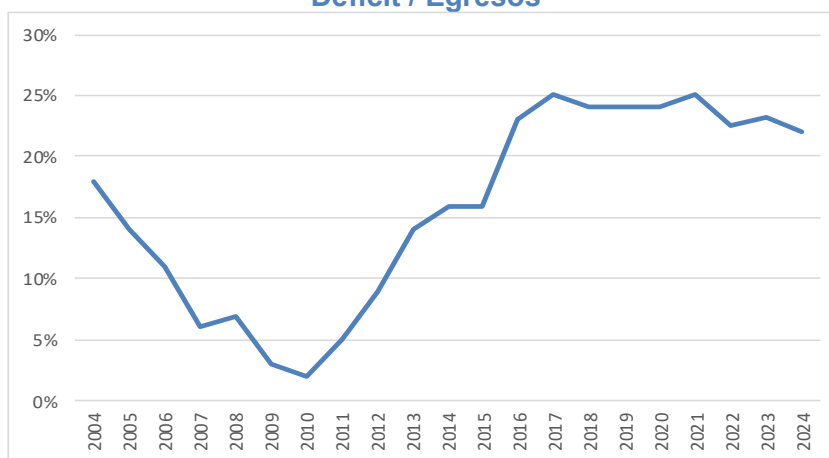
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Egresos	72805	83361	90292	97563	103744	112207	122499	137199	147692
Transferencias	-16808	-20637	-21825	-23086	-24217	-27641	-27504	-31874	-32339
%a/Egresos	-23%	-25%	-24%	-24%	-24%	-25%	-22%	-23%	-22%

* Datos a noviembre de 2024

Fuente: CARE en base a información del BPS

Como se describió en informes anteriores, los egresos aumentaron fuertemente en la década pasada debido a que año tras año se fueron incorporando personas en tramos de edad que generan más gastos que ingresos, especialmente los pasivos. Dicho colectivo evidencia requerimientos de salud más intensivos, donde los valores de las cápitas son superiores al resto de los grupos etarios, con excepción de los recién nacidos.

Gráfica 5. Evolución de las transferencias de Rentas Generales al FONASA Déficit / Egresos



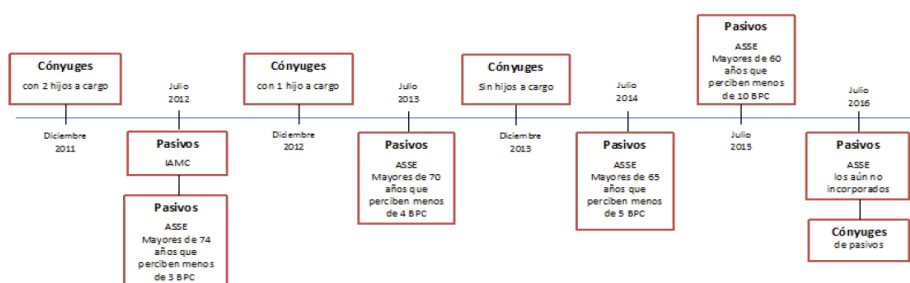
Fuente: MSP

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 mutual 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 6 se describe a la evolución de las incorporaciones realizadas.

Gráfica 6. Evolución de los incorporados al FONASA.



Fuente: Cuentas Nacionales de Salud

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.

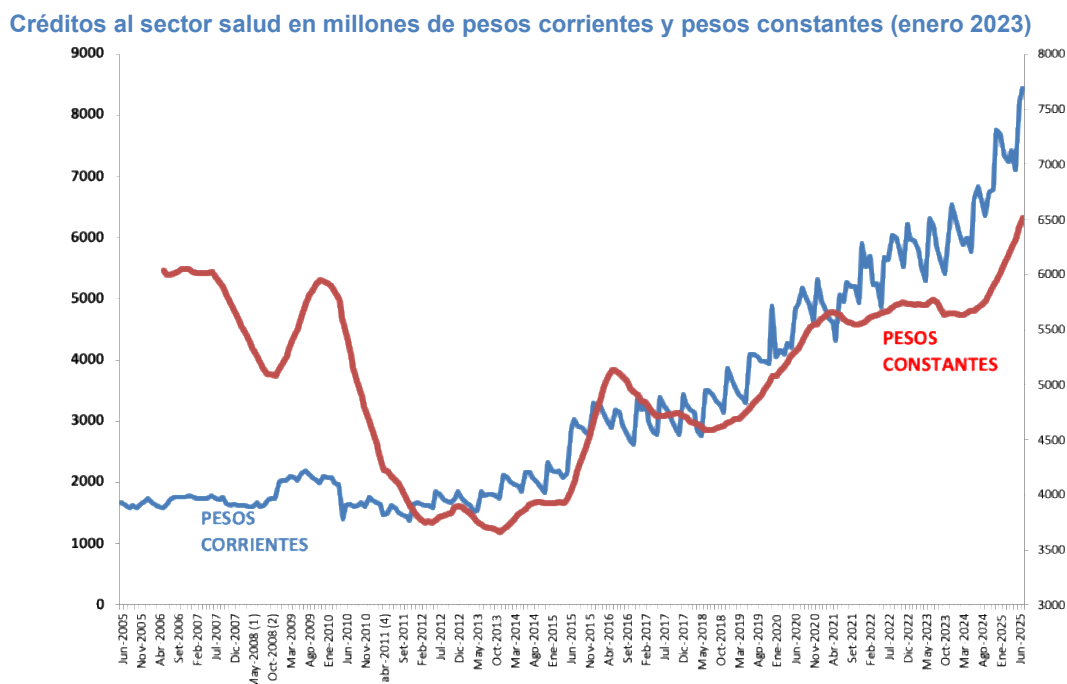
Para estimar el nivel de endeudamiento se tomaron los créditos a los tres sectores directamente relacionados con la salud. Estos son: “Actividades de hospitales”, “Actividades de médicos” y “Otras actividades relacionadas con la salud humana”¹⁰. Se tomó en cuenta el nivel de créditos del sistema bancario consolidado y los créditos en moneda nacional y en moneda extranjera.

¹⁰ Sector CIU revisión 3, código 85110, 85120 y 85190

El endeudamiento bancario sectorial se describe en la gráfica 5. En valores constantes continúa manteniendo una tendencia de crecimiento levemente positiva. Su cuantía no es relevante – equivalente a 188¹¹ millones de dólares- ya que representa menos del 2% del gasto en salud. 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.

En lo que respecta al uso del Fondo de Garantías de las IAMC¹², el Fondo de Garantía atendió la situación de tres IAMC: CASMU, Asociación Española y Casa de Galicia. En los tres casos las garantías respaldaron emisiones en el mercado de valores para financiar procesos de transformación empresarial y en algunos casos para reperfilar pasivos. Como fuera mencionado párrafos arriba, el CASMU gestionó un nuevo uso del Fondo ante un empeoramiento de su situación financiera.

Gráfica 7. Endeudamiento del sector salud



Fuente: elaborado por CARE en base a datos del BCU

4. Precios Relativos

Los principales precios del Mercado de la Salud refieren a los que impactan en los ingresos y los que impactan con mayor ponderación en los costos. Por ese motivo, CARE realiza un seguimiento de los precios relativos (relación entre los precios que inciden en el ingreso y

¹¹ El incremento del endeudamiento en dólares respecto a la calificación pasada responde a que los créditos (en su mayoría) están expresados en pesos uruguayos y/o UI. La importante apreciación del peso uruguayo en el 2022 y parte del 2023, explica el incremento de los créditos en dólares.

¹² Ley 18.439. Creación del Fondo de Garantías destinado a garantizar el repago del financiamiento que obtuvieron aquellas IAMC integrantes del SNIS que se encontraran en situación de insolvencia.

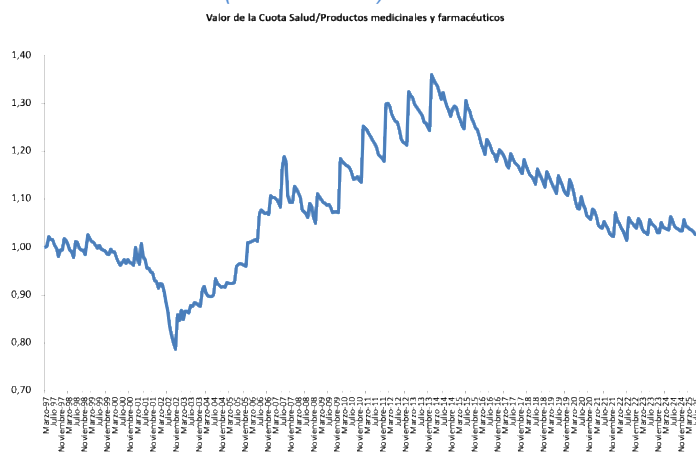
precios que inciden en los costos). En lo que refiere a los ingresos, el precio más relevante del Sistema es la cuota “salud”¹³. En lo que refiere a los precios que inciden en los costos, los precios más relevantes en la función de producción de servicios de salud son: (a) el precio del factor trabajo (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)

Los ingresos y los gastos, 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 en mediano y largo plazo, 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 aparejados en un aumento del endeudamiento bancario, con proveedores o con empleados.

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



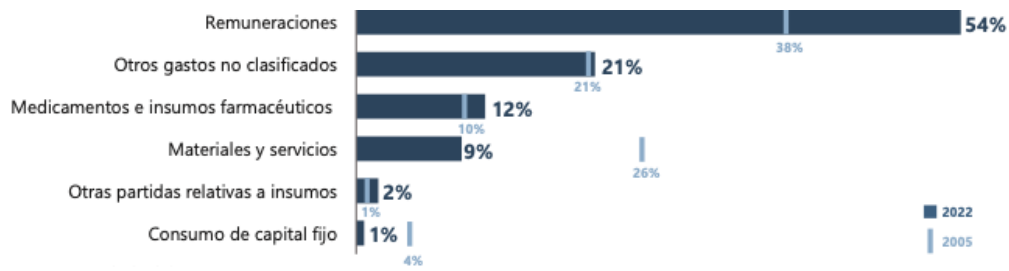
Fuente: CARE en base a información del INE

Se observa como los salarios aumentaron más que la cuota en el año 2007, coyuntura de ajuste de precios relativos post crisis de 2002. Este aumento se estabilizó a partir del 2009, manteniéndose en guarismos entre 2,2 y 2,4 hasta la fecha (Gráfica 7). 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. La Gráfica 8 describe la recomposición de precios relativos de los últimos 20 años. Note el lector que en 2005, el componente salarial

¹³ Es un precio administrado por el Poder Ejecutivo que contempla la variación en los costos según una paramétrica definida. Corresponde al precio por cápita descrito en el punto 1.2 del presente informe.

evidenciaba un peso relativo sensiblemente menor que el que tiene actualmente (38% versus 54%).

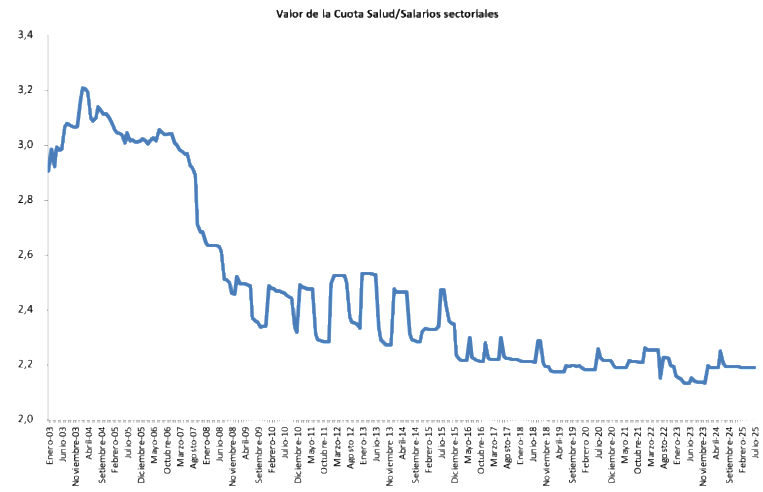
Gráfica 9. Distribución del Gasto en Salud (2005 versus 2022)



Fuente: Ceres y MSP

En sentido contrario al índice de los salarios, el índice de precio de los productos medicinales y farmacéuticos ha exhibido una disminución 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 “atraso cambiario”, disminuyen su participación relativa en los costos.

Gráfica 10. Relación valor de la cuota salud y los productos medicinales y farmacéuticos. (Cuota/Productos).



Fuente: CARE en base a información del INE

De acuerdo a lo descripto párrafos arriba, las relaciones de precios, así como los indicadores sectoriales describen una nueva “estabilidad” post pandemia.