

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

Montevideo, febrero de 2026

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

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE LA EMISION DEL FF CASMU III 25 - febrero - 2026

Titulos:	Títulos de Deuda por UI 75.000.000 emitidos el 29/3/2016
Activo Fideicomitado:	Créditos CASMU IAMPP contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA)
Emisor:	República AFISA
Fideicomitente:	CASMU IAMPP
Amortización Capital:	156 cuotas mensuales iguales y consecutivas en UI comprendiendo capital e intereses pagaderas una vez finalizado el período de gracia de 2 años.
Gracia:	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 28/04/2018.
Tasa de interés:	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)
Garantía:	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC
Plazo:	15 años a partir de la emisión
Fiduciario:	República AFISA
Entidad Registrante:	BEVSA.
Agente Fiduciario emisión:	BEVSA.
Administración y pago:	República AFISA
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 noviembre de 2026 ¹
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 ²

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

². Disponible en www.care.com.uy

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 integró un proceso de cambios cuyos pasos son los siguientes:

- 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 en el 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" (ya cancelado) y "CASMU II", ambos calificados por CARE y cuyo desempeño, hasta el presente, ha sido inobjetable como lo avala la nota de grado inversor conferida a ambos tanto en sus calificaciones originales como en las sucesivas actualizaciones.
- En respaldo a 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. La cancelación de esta emisión 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 del CASMU, como indicador del comportamiento futuro, ofrece ciertas dificultades.

- Por lo tanto, el fideicomiso de cuotas FONASA, asociadas a la institución, 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 fideicomitados no solo de la garantía del Estado, sino de una forma de constituirla de singular eficacia, como ha quedado demostrado en ocasión del cierre de Casa de Galicia.
- El tiempo transcurrido sin que se hayan registrado inconvenientes en ninguno de los fideicomisos vigentes bajo esta modalidad ratifica las conclusiones emitidas.

I. INTRODUCCIÓN Y ANTECEDENTES

1. Alcance y marco conceptual de la calificación³

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 corresponde⁴.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso 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.

2. Antecedentes generales

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.⁵

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.

⁵. 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 y en el prospecto informativo

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 Fideicomitidos 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".
- En 2024, la situación financiera de la institución es resumida en la Nota 7 a los EE CC del Fideicomiso al 30/06/2024, de la siguiente manera:

El 17/06/2024 CASMU se presentó ante el MEF solicitando acceder al régimen del Fondo de Garantía IAMC fundamentando dicha solicitud en el hecho que la institución se encuentra en un estado grave de dificultad económica y financiera. Con fecha 29/07/2024, Presidencia de la República dispuso la intervención de la institución por el plazo de hasta un año, sin desplazamiento de las autoridades.

- Con fecha 14/08/2024 el Parlamento aprobó (por unanimidad) un proyecto de ley que dispone el acceso al CASMU al Fondo de Garantía por la suma de hasta \$ 2.184 millones. El acceso a dicha garantía permitirá a la institución acceder a nuevo financiamiento a efectos de reestructurar el endeudamiento actual.

- De acuerdo con la Ley 20.404 del 24 de abril de 2025, el MSP informó de la prórroga por un año más de la intervención de la institución dispuesta oportunamente.
- En el mes de mayo de 2025 y tal como estaba previsto se canceló el Fideicomiso Financiero Nuevo CASMU habiendo cumplido satisfactoriamente con sus obligaciones.
- En junio de 2025 se aprobó una nueva operación financiera con el BROU, también garantizada por el Fondo de Garantía IAMC, en este caso por un monto original de UI 159.8 millones.

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 otros dos fideicomisos análogos.
- Información pública del sector salud
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2025
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2025
- EE.CC de la institución al 30/9/2024 último publicado en la página web del MSP (Datos y Estadísticas).
- EE CC del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC al 31/12/2025.
- Padrón social de la institución al mes de setiembre de 2025 (Fuente: Web MSP, Datos y Estadísticas, población de afiliados)

4. Hechos salientes del periodo

- El registro de afiliados a setiembre de 2025 (último publicado por el MSP) demuestra que se mantiene la tendencia decreciente. Ver cuadro siguiente.

Cuadro 1: Evolución del padrón de afiliados

Ago-20	191.316	Jul-23	181.512
Ene-21	188.653	Feb-24	180.794
Ago-21	188.237	Jun-24	180.075
Dic-21	187.538	Jun-25	177.117
set-22	184.888	set-25	177.695

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

Más allá de la tendencia decreciente mencionada, el último registro del cuadro muestra un breve repunte de afiliados a setiembre pasado, aunque sería apresurado decir que se ha revertido la misma.

II. LOS TÍTULOS 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

emitidos: 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 28/4/2018

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.

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.

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. 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

El fideicomiso se constituyó mediante contrato de fecha 9/10/2015; recibió el monto de la emisión el 29/03/2016 con una prima por emisión de UI 732.110 que se suma a las UI 75 millones del valor nominal emitido. A partir de entonces viene cumpliendo normalmente con sus obligaciones. Culminado el periodo de gracia, se encuentra dentro del periodo de amortización de los títulos. Esta se realiza en cuotas mensuales que comprenden amortización e intereses por miles de UI 8.322.

A continuación se exponen resumidamente las principales partidas del estado de situación al cierre de 2025 y el correspondiente comparativo con periodos anteriores

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo	262.495	291.250	311.670
Activo Corriente	59.173	56.755	53.725
Activo no Corriente	203.322	234.496	257.946
Pasivo	239.743	266.360	285.876
Pasivo Corriente	40.293	36.554	32.783
Pasivo no Corriente	199.450	229.806	253.093
Patrimonio neto	22.752	24.890	25.795
Pasivo y Patrimonio	262.495	291.250	311.670
Razón Corriente	1,47	1,55	1,64

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En el año informado se pagaron UI 8.3 millones correspondiendo UI 5.9 millones a amortización de capital y UI 2.4 millones por concepto de intereses. El saldo de TD a cancelar, a la fecha de cierre del ejercicio, era de UI 37.4 millones.

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 una vez culminado el ejercicio 2025.

Cuadro 5: Cronograma de desembolsos e ingresos (miles UI)

Año	Ingresos	amortización	intereses	total pagos
2026	9.060	6.248	2.074	8.322
2027	9.060	6.634	1.689	8.323
2028	9.060	7.043	1.280	8.323
2029	9.060	7.477	845	8.322
2030	9.060	7.938	384	8.322
2031	2.265	2.060	21	2.081
Totales	47.565	37.401	6.292	43.692

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

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 28/4/2018. Como los pagos son mensuales, a la fecha de redactar este informe los saldos correspondientes al año 2026 en realidad son algo menores. El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones

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 2024. No obstante se consideran también la calidad asistencial.

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. No obstante ello, 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.

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. 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	30/9/2024	30/9/2023
Ingresos Operativos netos	13.308	12.857
Costo de los servicios prestados	(12.467)	(12.005)
Resultado Bruto	841	852
Gastos de Administracion y Ventas	(656)	(711)
Resultado Operativo	185	141
Resultados Financieros	(206)	(143)
Resultados Diversos	46	107
Resultado del Ejercicio	25	104
Otros resultados integrales	-	171
Resultado Integral del Ejercicio	25	275
En % sobre Ingresos		
Total Recursos	100%	100%
Costo de los servicios prestados	93,68%	93,37%
Resultado Bruto	6,32%	6,63%
Gastos de Administracion y Ventas	4,93%	5,53%
Resultado Operativo	1,39%	1,10%
Resultados Financieros	-1,55%	-1,11%
Resultado Integral del Ejercicio	0,19%	2,14%

Nota: valores expresados en moneda corriente
Fuente: web MSP-datos y estadísticas

Los mismos están expresados en moneda corriente, igualmente puede inferirse una cierta estabilidad a nivel de resultados operativos.

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

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

Concepto	30/9/2024	30/9/2023
Activo Corriente	1.507	1.811
Activo No Corriente	5.596	5.127
Total Activo	7.103	6.938
Pasivo Corriente	6.214	5.720
Pasivo no Corriente	2.377	2.703
Total Pasivo	8.591	8.424
Patrimonio	(1.487)	(1.486)
Pasivo y Patrimonio	7.103	6.938
Razón Corriente	0,24	0,32
Activo/Pasivo	0,83	0,82

Nota: valores expresados en moneda corriente
Fuente: web MSP-datos y estadísticas

Puede observarse, además, que la liquidez, medida como el cociente entre activos y pasivos corrientes (razón corriente) sigue presentando índices muy pobres.

Más allá de los números, ya se ha comentado en este informe las dificultades financieras por las que atraviesa la institución (se aprobó una nueva operación financiera con el BROU) y el respaldo obtenido del espectro político lo que se considera una señal positiva para el futuro de la misma. Por otra parte se recuerda que la emisión está garantida por el Fondo IAMC.

Cesiones FONASA

Corresponde reiterar 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 dos fideicomisos de oferta pública que mantiene vigentes (se recuerda que fue cancelado en tiempo y forma el FF Nuevo CASMU), más los créditos con instituciones financieras de plaza, el último de los cuales fue otorgado en junio 2025, representan un importe del orden del 4,4 % de sus ingresos operativos netos al cierre del 30/9/2024⁶ (UI 2.221 millones) y tomando como referencia el año de mayor compromiso que es el 2026 tal cual se puede apreciar en el Cuadro 8. Se trata de una cifra relativamente menor.

Los compromisos financieros del CASMU, respaldados con cesiones de cuotas FONASA y con garantía del Fondo IAMC, incluyendo las operaciones bancarias mencionadas, se exponen en el cuadro siguiente.

Cuadro 8: Cesiones Fonasa acumuladas (miles de UI)				
años	CASMU III	CASMU II	Préstamos	totales
2026	9.060	36.600	57.377	103.037
2027	9.060	36.600	56.225	101.885
2028	9.060		55.086	64.146
2029	9.060		53.923	62.983
2030	9.060		52.772	61.832
2031	2.265		51.621	53.886
2032			50.477	50.477
2033			49.318	49.318
2034			48.167	48.167
2035			47.016	47.016
2036			40.297	40.297
2037			28.352	28.352
2038			27.713	27.713
2039			11.195	11.195
Totales	47.565	73.200	629.541	750.306

Fuente: RAFISA y EE.CC fideicomisos

En lo que refiere a los fideicomisos los compromisos refieren a cesiones comprometidas.

Los importes correspondientes al año 2026 son en realidad algo menores al momento de redactar este informe.

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 ellas⁷.

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 operaciones de esta institución sino también para el resto de las operaciones que el Fondo está garantizando.

⁶. La conversión a UI de los ingresos netos del ejercicio cerrado el 30/9/2024 la hizo CARE según cotización de la UI al 31/3/2024 (\$ 5,9922).

⁷. Sin perjuicio que rige un orden de prelación a partir de la fecha de emisión de cada uno.

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 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 9: Contingencias máximas anuales Fideicomiso Financiero Fondo Garantía IAMC (miles UI)

Año	Ingreso Eventual	Egresos				CASMU		Saldo IAMC
		ASESP	CASMU II	CASMU III	ASESP II	BROU *	Total pagos	
2025								192.000
2026	139.790	30.092	27.471	8.323	21.265	57.377	144.528	192.000
2027	133.719	25.076	27.471	8.323	21.265	56.225	138.360	192.000
2028	80.126			8.323	21.265	55.086	84.674	192.000
2029	79.059			8.323	21.265	53.923	83.511	192.000
2030	78.003			8.323	21.265	52.772	82.360	192.000
2031	70.704			2.081	21.265	51.621	74.967	192.000
2032	55.169				8.860	50.477	59.337	192.000
2033	45.246					49.318	49.318	192.000
2034	44.191					48.167	48.167	192.000
2035	43.134					47.016	47.016	192.000
2036	36.970					40.297	40.297	192.000
2037	26.011					28.352	28.352	192.000
2038	25.425					27.713	27.713	192.000
2039	10.270					11.195	11.195	192.000
2040							-	192.000
Totales		55.168	54.942	43.696	136.450	629.541	919.797	

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, los saldos fueron estimados por CARE

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 Fondo⁸; como se desprende del Cuadro 8, los futuros compromisos con estos 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 del FF Fondo IAMC al cierre del año 2025.

⁸. 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.

Cuadro 10: Estado de Situación del FF Fondo IAMC (millones de \$)

Concepto	31-Dec-25	31-Dec-24	31-Dec-23
Activo	2.891	3.051	3.047
Activo Corriente	375	316	1.073
Activo no Corriente	2.516	2.735	1.974
Pasivo	1.658	1.766	1.846
Pasivo Corriente	220	219	211
Pasivo no Corriente	1.437	1.547	1.635
Patrimonio	1.234	1.285	1.201
Pasivo y Patrimonio	2.891	3.051	3.047
Razón Corriente	1,70	1,44	5,09

Fuente: EE.CC FF Fondo IAMC

De acuerdo al cuadro precedente el Fideicomiso contaba al 31/12/2025 con un patrimonio de \$ 1.234 millones que, a la cotización de esa fecha (\$ 6,4234) representaba algo más de UI 192 millones y su liquidez es muy alta. En colocaciones financieras a la fecha de cierre el Fideicomiso contaba con Notas de Tesorería por un valor equivalente a UI 190.6 millones mientras que el efectivo representaba algo menos de UI 2 millones. Puede advertirse que a esa fecha, el patrimonio del Fondo representa una cifra ligeramente 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.

Decíamos en anteriores actualizaciones que, 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 31 de diciembre de 2025 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 considerados⁹ :

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 descalce de monedas. Este riesgo es menor por cuanto los ingresos y egresos vinculados al repago de los títulos están nominados en la misma moneda. *Riesgo casi nulo.*

⁹ Estos riesgos 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). Para el último año no se dispone aún de dicha información.

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, 24 instituciones perdieron afiliados y solo 14

los incrementaron, siendo ASSE la que más creció. Según informa el MSP, las instituciones “ganadoras” exhiben indicadores de gestión muy superiores a los de las instituciones “perdedoras”.

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 (aún no hay datos para 2025). Pero de no mantenerse una relativa estabilidad de la situación podrían generarse reacciones políticas desfavorables. Las recientes modificaciones dispuestas por el Poder Ejecutivo en la metodología de cálculo del Costo Promedio Equivalente (CPE) incrementarán la recaudación del sistema. Como consecuencia, es de esperar una reducción gradual del déficit estructural en los próximos ejercicios en aproximadamente 80 millones de dólares anuales.

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 (72 puntos básicos a comienzos del mes de febrero de 2026, 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 11: Exptativas y metas macroeconómicas				
Uruguay	2024	2025	2026	2027
PIB: Variación Real (1)	3,10%	2,20%	1,90%	1,70%
Inflación (1)	4,80%	3,80%	4,50%	4,90%
Tipo de cambio (USD) s/promedio de diciembre (1)	44,00	39,00	39,70	40,40
Resultado Fiscal (GC-BPS en % s/PIB) -MEF	-4,10%	-4,10%	-4,00%	-3,50%
Deuda Neta (GC y BPS) (como % PIB)	58,00%	57,70%	60,40%	61,90%
Riesgo País (3)	79	70	72	
Mundo (2) "Perspectivas de la economía mundial"	2024	2025	2026	2027
Mundo (variación PBI)	3,30%	3,30%	3,30%	3,20%
USA	1,80%	2,10%	2,40%	2,00%
Alemania	-0,20%	0,20%	1,10%	1,50%
Japón	0,20%	1,10%	0,70%	0,70%
China	5,00%	5,00%	4,50%	4,00%
India	6,50%	7,30%	6,40%	6,40%
Brasil	3,40%	2,50%	1,60%	2,30%
México	1,40%	0,60%	1,50%	2,10%

(1) CPA Ferrere-Proyecciones Macro-diciembre 2025

(2) FMI, Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial a enero 2026

(3) Riesgo País a fin del año 2024, agosto 2025 y febrero 2026

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.uy¹⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez

¹⁰. CATEGORÍA A.uy (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

febrero 2026

Ec. Mayid Sáder Neffa

Índice

Resumen Ejecutivo.....	3
Introducción	6
2. La Salud en Cifras.....	10
2.1 Cobertura	10
2.2 Financiamiento	12
2.3 Gasto en salud	13
3. Evolución de las fuentes de Financiamiento	14
4. Precios Relativos	18

Resumen Ejecutivo

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:

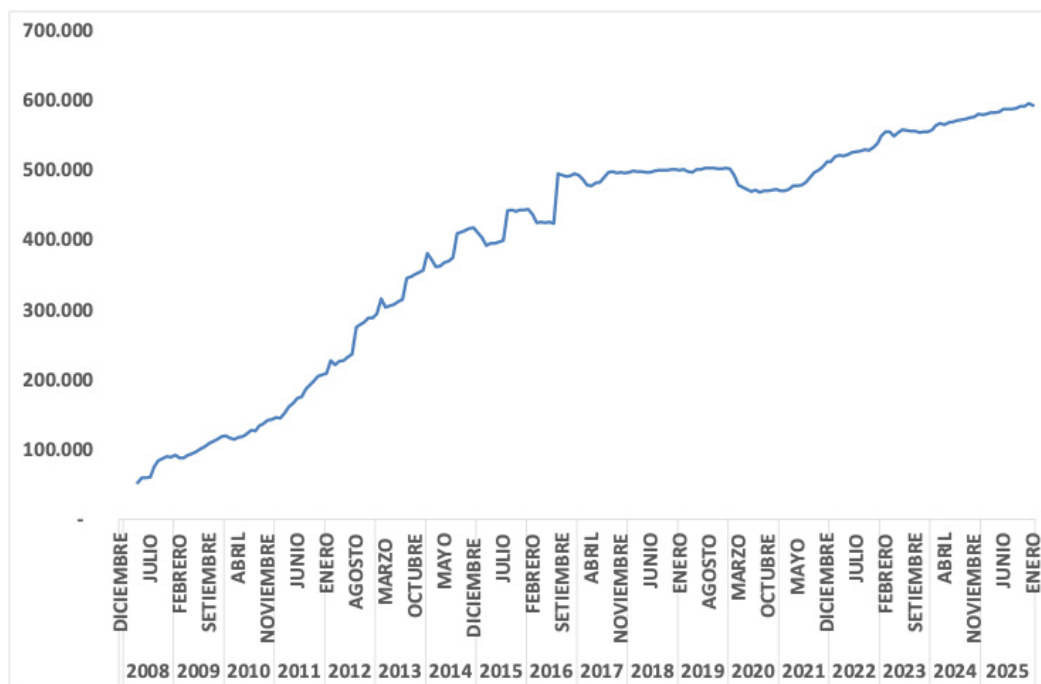
- 1) Gana participación de mercado la ASSE (FONASA y no FONASA) con foco en las personas pertenecientes a los hogares con menores deciles de ingreso.
- 2) No pierden participación de mercado Las IAMC “eficientes” que evidencian buenos indicadores económicos y de prestación de servicios.
- 3) Ganan participación 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 (diciembre 2024 – diciembre 2025) se ha evidenciado una estabilidad en el número de beneficiarios FONASA (incremento del 0,7%). En línea con lo descrito en el informe de marzo pasado, ASSE continúa evidenciando un incremento de afiliados FONASA, con un incremento anual de 13.800 afiliados aproximadamente con datos a enero de 2026. En enero del presente año, la cobertura FONASA por prestador se mantuvo en línea con anteriores informes con un aumento de ASSE. Un 74% pertenecientes a las IAMC, 22,5% de la ASSE y 3,5% 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 obliga a Rentas Generales a realizar transferencias anuales para equilibrar sus cuentas. Si bien este desfasaje está previsto en su ley de creación, resulta imperioso monitorearlo semestralmente. ***Las recientes modificaciones dispuestas por el Poder Ejecutivo en la metodología de cálculo del Costo Promedio Equivalente (CPE) incrementarán la recaudación del sistema al aumentar los ingresos del FONASA. Como consecuencia, es de esperar una reducción gradual del déficit estructural en los próximos ejercicios en aproximadamente 80 millones de dólares anuales.***

- El desajuste entre los ingresos y egresos del FONASA del año 2025 aun no están publicados. Se espera que el déficit haya aumentado este último año.
- El déficit FONASA de 2024 se ubicó en 0,8% del PBI (32,3 mil millones de pesos entre enero y diciembre 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 al 14% 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. La reciente modificación en los criterios para el cálculo del CPE opera como un costo adicional de los usuarios del sistema que opera para mitigar el desfase entre ingresos y gastos descripto anteriormente.
- 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, 24 instituciones perdieron afiliados y solo 14 los incrementaron, siendo ASSE la que más creció. Según informa el MSP, las instituciones “ganadoras” exhiben indicadores de gestión muy superiores a los de las instituciones “perdedoras”.

Evolución de los afiliados a ASSE a través del FONASA.



Fuente: elaboración propia en base a información del MSP.

A continuación, se describen los indicadores “clave” del sector Salud para el período calificado.

Indicador	Dato	Tendencia	Observación
Cobertura SNS (FONASA)	76,6% de la población	● Estable	Concentrada en activos (46%) y pasivos (24%).
Déficit FONASA (% PBI)	0,8% del PBI	○ Estable	Cubierto por Rentas Generales con mejoras en el ingreso FONASA
Gasto en Salud / PBI	~9,0%	○ Estable	En línea con estándares de la OCDE y promedios regionales.
Endeudamiento Bancario	USD 230 Millones	● Bajo	Representa menos del 2% del gasto total del sector.
Participación IAMC	74% (del FONASA)	● Decreciente	Pérdida de usuarios frente a ASSE y Seguros Privados.
Participación ASSE	22% (del FONASA)	● Creciente	Incremento del 150% en afiliados FONASA desde 2012.
Gasto de Bolsillo (Hogares)	~30% del financiamiento	○ Estable	Incluye tickets, órdenes y cuotas de seguros privados.
Relación Cuota / Salario	Estable	● Alineada	Monitoreada por CARE para detectar desajustes de costos.
Relación Cuota/Productos Medicinales	Estable	● Alineada	Monitoreada por CARE para detectar desajustes de costos.

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 aun 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).

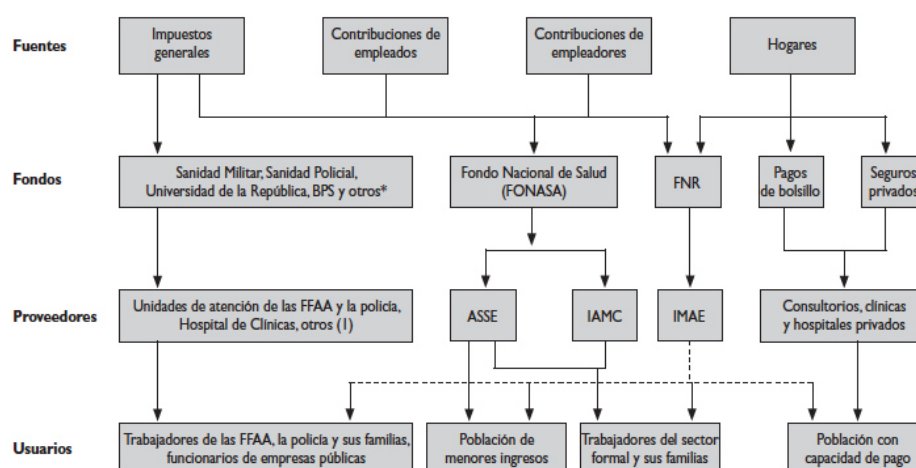
El principal proveedor de servicios de salud es el grupo de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC), que son asociaciones de profesionales privadas sin fines de lucro que ofrecen atención integral a 61% de los uruguayos¹. La mayoría de estas instituciones cuenta con unidades de atención 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

¹ Según el Anuario 2025 del Instituto Nacional de Estadística

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, 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 2007², 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 pierden 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

² Ley No 18.211 del 5 de diciembre de 2007

financiamiento público garantizado por el Estado de mutualistas de significación relevante y 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 el contexto actual, la magnitud de la asistencia financiera del sector público ha cobrado especial relevancia ante la persistencia del déficit estructural del sistema de salud. Al respecto, se destacan los siguientes puntos críticos:

a) Insuficiencia de aportes: La recaudación genuina del Fonasa resulta insuficiente para cubrir la totalidad de sus erogaciones, lo que exige una asistencia permanente de Rentas Generales para garantizar el equilibrio del fondo (Ver Cuadro 5).

b) Retracción de la masa de afiliados: El volumen de beneficiarios del Fonasa en las IAMC alcanzó su máximo histórico a mediados de la década pasada con 2,2 millones de personas; sin embargo, al cierre de 2025, esta cifra se contrajo hasta situarse en 1.998.176 usuarios.

c) Desplazamiento hacia el sector público – ASSE NO FONASA –. Se observa una transferencia significativa de usuarios desde el sistema mutual hacia ASSE, organismo que incrementó su padrón en 100.000 beneficiarios durante el período de pandemia y mantiene una tendencia al alza.

d) Consolidación de los Seguros Privados: Como contrapartida, los Seguros Integrales han emergido como un segundo receptor de afiliados. Aunque su participación es menor en términos relativos, sostienen un crecimiento ininterrumpido en su cuota de mercado.

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 análisis³. 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 Seguro 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 BPC⁴, 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.

³ No hubo ninguna información relevante a nivel de los medios de comunicación que indique una desmejora en los puntos a) y b).

⁴Base de Prestaciones y Contribuciones

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.

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 1/024
- Ley 20.325 del 23 de agosto de 2024 y
- Decreto 11/2026.

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 IMAE⁵ 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 2,67 millones de personas (2.674.384⁶).

⁵ Institutos de Medicina Altamente Especializada.

⁶ Datos a diciembre 2025. BPS - AFMU

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 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 55% de la población se atiende en alguna IAMC y el 36% se atiende en ASSE (ver Cuadro 2 y Gráfica 2).

Cuadro 2. Afiliaciones integrales, según tipo de institución y sexo, por tipo de cobertura

Institución y sexo	Total		FONASA		No FONASA	
	Cantidad	Porcentaje	Cantidad	Porcentaje	Cantidad	Porcentaje
IAMC (1)	2.146.979	100%	1.980.676	92,3%	166.303	7,7%
Hombre	1.037.423	48,3%	947.504	48%	89.919	54,1%
Mujer	1.109.556	51,7%	1033172	52%	76.384	45,9%
Seguros privados	127.786	100%	91.222	71,4%	36.564	28,6%
Hombre	59.791	46,8%	41.855	45,9%	17.936	49,1%
Mujer	67.995	53,2%	49.367	54,1%	18.628	50,9%
ASSE (2)	1.430.532	100%	581.975	40,7%	848.557	59,3%
Hombre	713.100	49,8%	273.992	47,1%	439.108	51,7%
Mujer	717.432	50,2%	307.983	52,9%	409.449	48,3%
Sanidad Policial	114.259	100%	..	..	114.259	100,0%
Hombre	55.404	48,5%	..	..	55.404	48,5%
Mujer	58.855	51,5%	..	..	58.855	51,5%
Sanidad Militar	126.481	100%	..	..	126.481	100,0%
Hombre	66.631	52,7%	..	..	66.631	52,7%
Mujer	59.850	47,3%	..	..	59.850	47,3%

Fuente: Ministerio de Salud Pública (MSP) - Área Economía de la Salud (AES) en base al Registro Único de Cobertura de Asistencia Formal (RUCAF). Cobertura de Asistencia Formal (RUCAF).

Nota: Afiliaciones integrales (no personas) por lo tanto una persona puede tener asociada más de una cobertura.

(1): Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC).

(2): Administración de los Servicios de Salud del Estado (ASSE).

2.2 Financiamiento

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

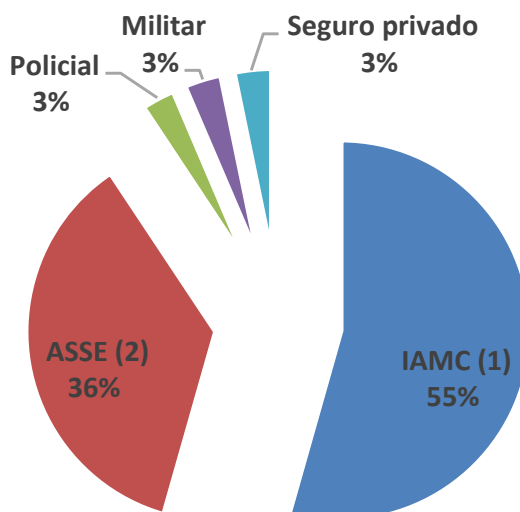
Impuestos y contribuciones. Se destinan en su totalidad a Instituciones Públicas (MSP, ASSE, UdelaR, Sanidad Militar, Sanidad Policial, Intendencias, BSE y BHU)

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

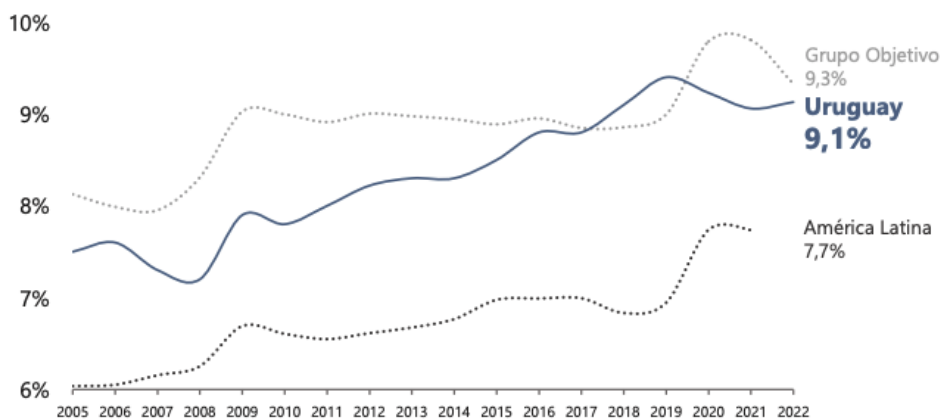
2.3 Gasto en salud

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.

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.

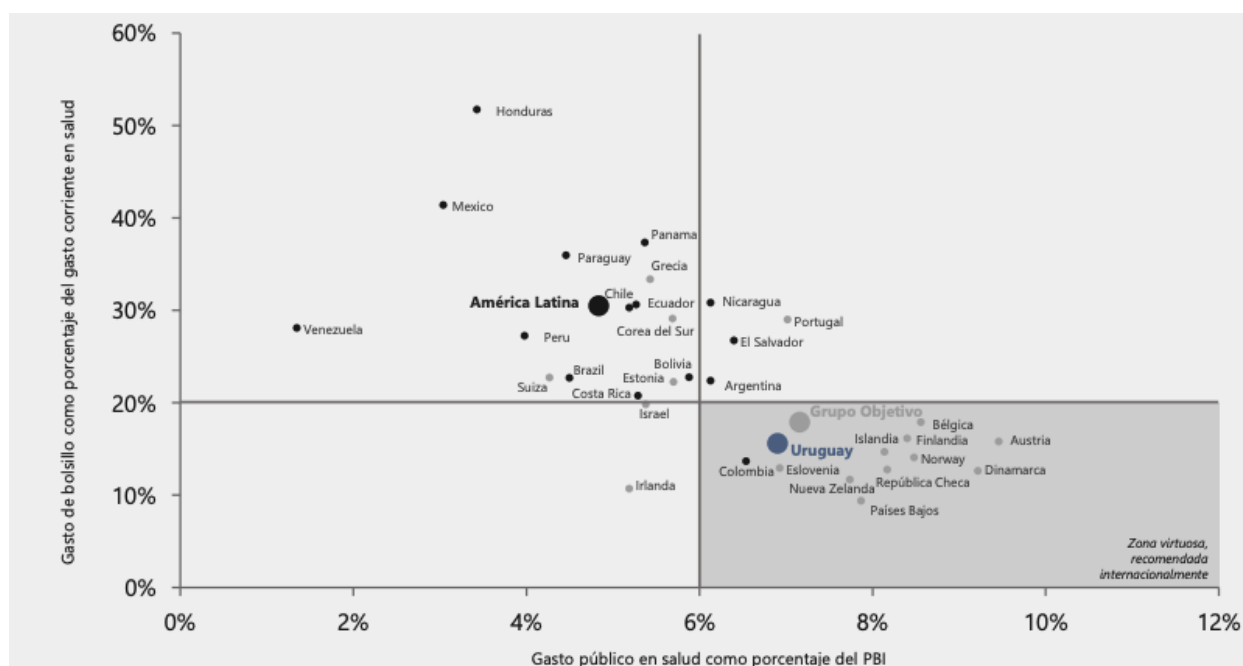
Gráfica 3. Gasto en Salud/PBI. Uruguay, América Latina y Grupo Objetivo⁷



Fuente: CERES

⁷ 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)

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.

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 privados⁸. 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”).

⁸ También se financia con fondos provenientes del Resto del Mundo, aunque en el Sistema uruguayo este rubro es marginal.

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.

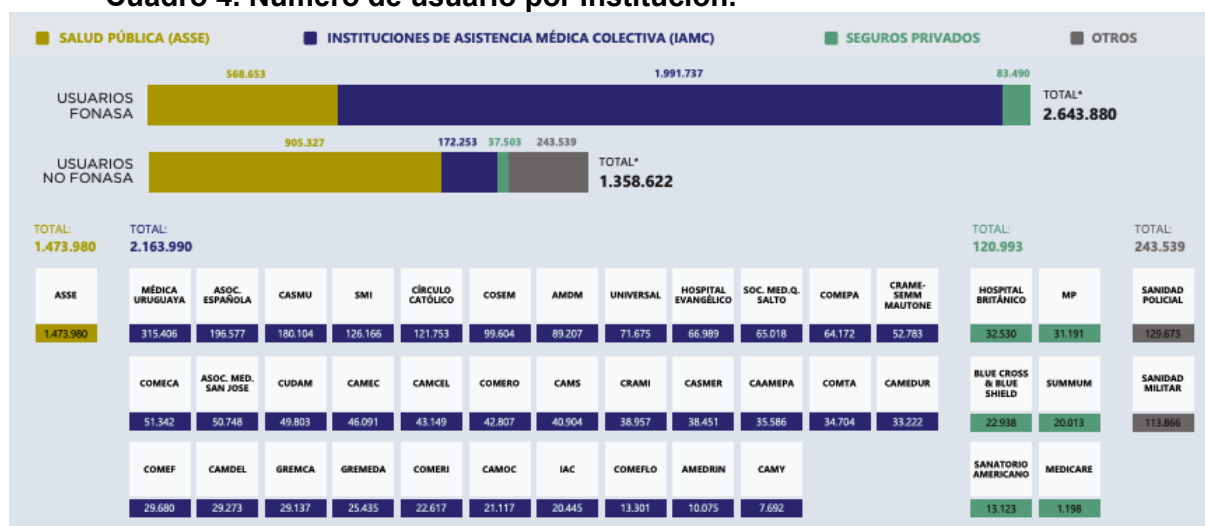
Cuadro 3. Como se financian las instituciones (IAMC, ASSE, Seguros y Otros*)

¿Cómo se financia cada grupo de usuarios?				
	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

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 2024 fue de 32.339 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.

Cuadro 5. Transferencias de Rentas Generales al Fonasa

Cuadro 5. Transferencias de Rentas Generales al FONASA y Egresos Totales. Millones de pesos									
	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%

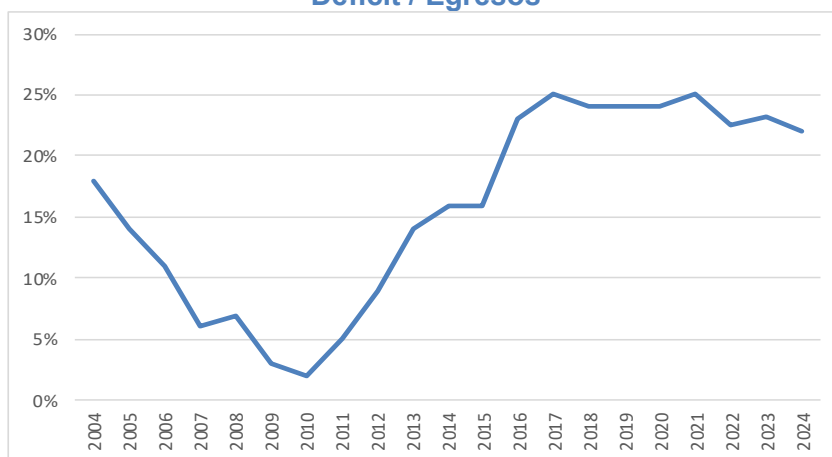
* Datos a noviembre de 2024

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.

- Como fuera mencionado anteriormente, el Poder Ejecutivo modificó la metodología de cálculo del Costo Promedio Equivalente (CPE) incrementando la recaudación del sistema. Como consecuencia, es de esperar una reducción gradual del déficit estructural en los próximos ejercicios en aproximadamente 80 millones de dólares anuales. Es de esperar que en el futuro, las futuras administraciones de gobierno tendrán que recurrir a este tipo de soluciones para corregir el desfasaje mencionado.

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



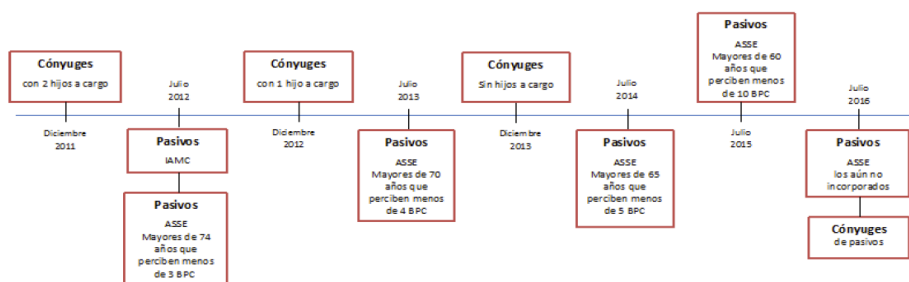
Fuente: MSP

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”⁹. 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 5. En valores constantes continúa manteniendo una tendencia de crecimiento levemente positiva. Su cuantía no es relevante – equivalente a 230¹⁰ 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 IAMC¹¹, 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 reperforar pasivos. Como fuera mencionado párrafos arriba, el CASMU gestionó un nuevo uso del Fondo ante un empeoramiento de su situación financiera.

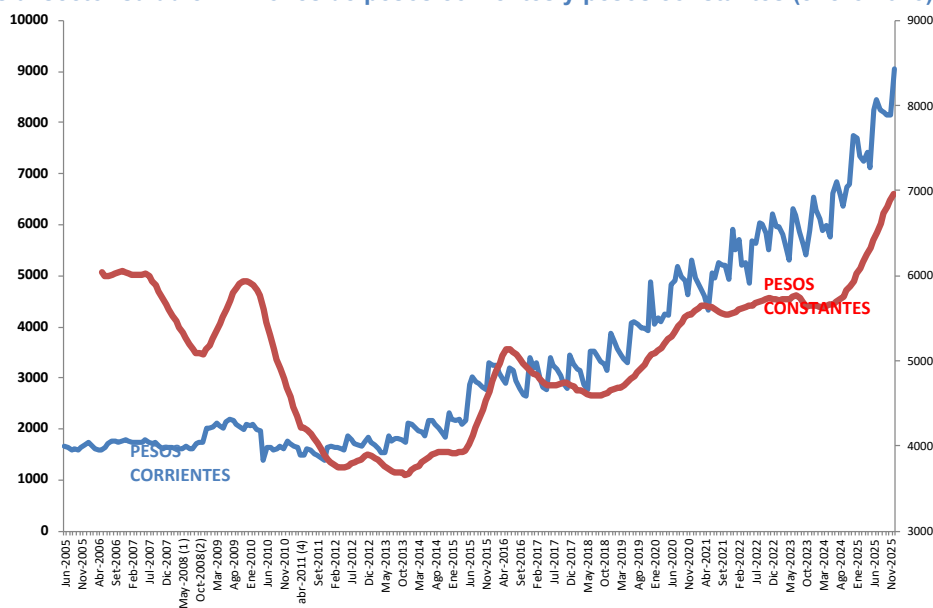
⁹ Sector CIU revisión 3, código 85110, 85120 y 85190

¹⁰ 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 2025, explica el incremento de los créditos expresados en dólares.

¹¹ 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.

Gráfica 7. Endeudamiento del sector salud

Créditos al sector salud en millones de pesos corrientes y pesos constantes (enero 2023)



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 precios que inciden en los costos). En lo que refiere a los ingresos, el precio más relevante del Sistema es la cuota “salud¹²”. 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 6, “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 6. Estructura del gasto de la producción de los servicios de Salud

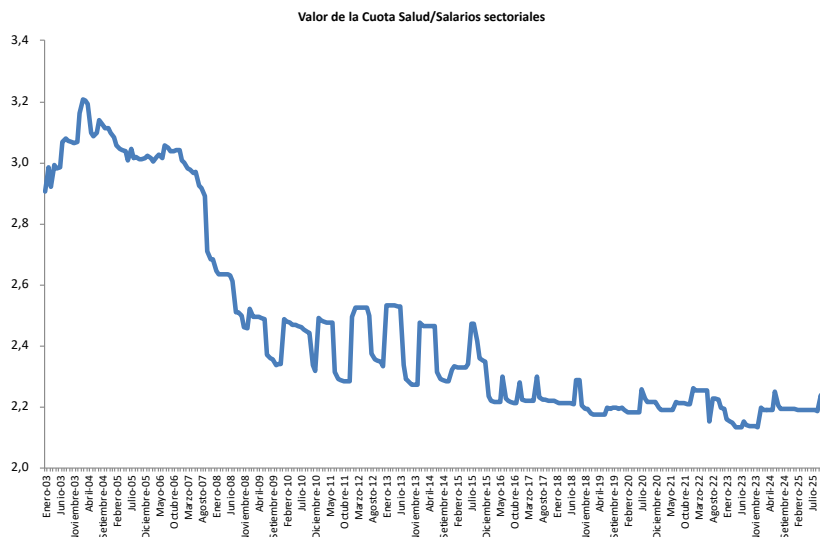
Gasto	ASSE	IAMCS
Remuneración de Asalariados	51	64
Remuneración de Profesionales autónomos	15	4
Materiales y servicios	33	26
Otros Gastos	1	6
Total	100	100

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

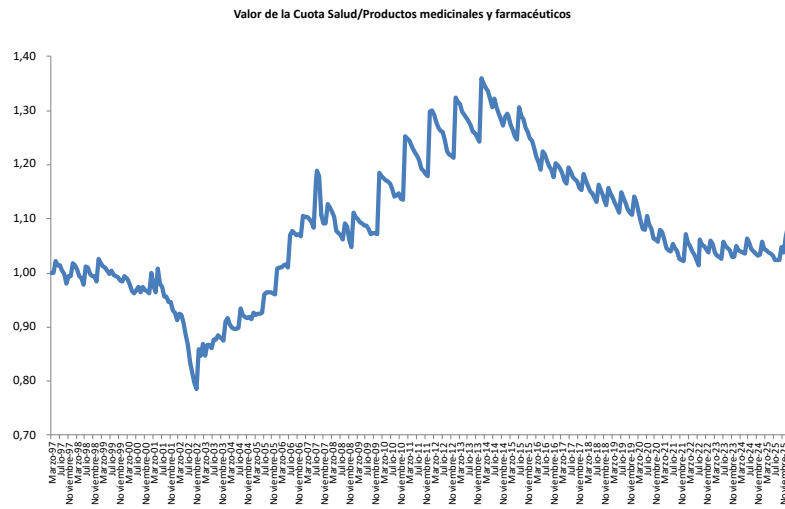
¹² Es un precio administrado por el Poder Ejecutivo que contempla la variación en los costos según una paramétrica definida. Corresponde al precio por cápita descrito en el punto 1.2 del presente informe.

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).



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 descrito párrafos arriba, las relaciones de precios, así como los indicadores sectoriales describen una nueva “estabilidad” post pandemia.