

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

*Montevideo, marzo de 2020*

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
9	II LOS TITULOS DE DEUDA
12	III LA ADMINISTRACION
15	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
19	V EL ENTORNO
22	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORMACION SECTORIAL

---

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE OFERTA PUBLICA DE TITULOS DE DEUDA EMITIDOS POR EL FF ASOCIACION ESPAÑOLA  
12-03-2020**

<b>Denominación:</b>	FIDEICOMISO FINANCIERO ASOCIACIÓN ESPAÑOLA
<b>Títulos</b>	representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 330.000.000.
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Créditos ASOCIACION ESPAÑOLA contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA)
<b>Emisor:</b>	República AFISA; fecha de emisión: 11/11/11.
<b>Fideicomitente:</b>	ASOCIACION ESPAÑOLA
<b>Amortización Capital:</b>	15 años o hasta el momento en el cual se cancelen los títulos de deuda emitidos por el Fiduciario.
<b>Pago</b>	mensual de intereses conjuntamente con la amortización.
<b>Tasa:</b>	4.4% lineal en UI
<b>Garantía:</b>	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.
<b>Fiduciario:</b>	República AFISA
<b>Entidad Registrante:</b>	Scotiabank.
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA.
<b>Administración y pago por Agente de Pago:</b>	Scotiabank.
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta el 30/11/20 <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	A.uy
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.

<sup>1</sup>. La calificación puede estar sujeta a modificaciones en cualquier momento de acuerdo a la metodología de la misma.

## Resumen General

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

La emisión de esos 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 claros lineamientos estratégicos y precisos objetivos tanto en responsabilidades asignadas como en tiempos de ejecución. El seguimiento de sus resultados por parte de la institución es un ejercicio permanente y genera ajustes cuando se considera necesario y hasta el momento, en términos generales, viene arrojando resultados auspiciosos.
- El elemento sustantivo de la calificación es, no obstante, la garantía del Estado no solo en su monto y su definición política, sino en el modo que se previó para hacerla eficaz en 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 AE, 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.
- Las variables de entorno no evidencian tensiones muy relevantes que afecten la construcción financiera.
- El tiempo transcurrido desde la emisión sin que hayan surgido inconvenientes en el funcionamiento del Fideicomiso, avalan lo antedicho.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos de deuda emitidos por República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA) por UI 330.000.000 (unidades indexadas trescientos treinta millones) de valor nominal, provenientes de la securitización de un activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir por la Asociación Española<sup>2</sup> del Fondo Nacional de Salud<sup>3</sup>, con vencimiento el 1º de octubre de 2027, en las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso considerado al momento de realizarse la calificación en agosto del año 2011.

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 juicio<sup>4</sup>.

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 corresponda<sup>5</sup>.

En este caso se trata de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de 330.000.000 UI, amortizables, luego del período de gracia, mensualmente durante 15 años. El interés es 4.4% lineal anual en UI. Se estableció un período de gracia desde la fecha de emisión hasta el 5 de octubre de 2012. Los títulos son completamente garantizados por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18439<sup>6</sup>, fideicomitado a su vez a República Afisa, responsable de hacer efectiva, de ser necesario, aquella garantía. La emisión tuvo lugar el 11 de noviembre de 2011.

<sup>2</sup>. el fideicomitente, en adelante AE

<sup>3</sup>. en adelante FONASA

<sup>4</sup>. CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

<sup>5</sup>. ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas ..." Punto 3

<sup>6</sup>. en adelante la Ley

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](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve. CARE contrató, en ocasión de la calificación original, el asesoramiento jurídico del Estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause. La vigencia de esta actualización se extiende hasta el 30 de noviembre de 2020 sin perjuicio de la eventual ocurrencia de hechos relevantes que ameriten, a juicio de CARE, su revisión anticipada.

## 2. Antecedentes

La emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte de la Asociación Española Primera de Socorros Mutuos fue 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. Esto aún no ha ocurrido. Todos los actores han entendido que sin estos cambios la institución no es viable.

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. De acuerdo con lo previsto en el artículo 1° de la Ley, el Fondo de Garantía IAMC se nutría según esa norma de fondos provenientes de rentas generales por un monto anual hasta alcanzar, hoy día, la suma de UI 192.000.000. En caso que dicho monto total disminuyera en algún período, el Fondo de Garantía IAMC se volvía a fondear desde Rentas Generales tantas veces como fuera necesario hasta alcanzar la suma total señalada precedentemente. Estos montos se modificaron en la Ley de Presupuesto número 18.719, art. 289, ampliando el monto anual inicial a UI 128.000.000, manteniendo el tope en UI 192.000.000. Finalmente, con fecha 15/12/15 se aprobó la Ley No. 19.357 mediante la cual se incrementó el tope anual en UI 34.000.000 llevándolo a UI 162.000.000 el que rige hasta el presente.

Por Resolución No. 482 de fecha 24 de junio de 2011 el MEF y el MSP (actuando en ejercicio de atribuciones delegadas del Poder Ejecutivo) aprobaron el Plan de Viabilidad de La AE, expresando asimismo en el considerando III de dicha resolución que "...la Institución presenta una situación económica y financiera adecuada en el horizonte de proyección."

Se dio cumplimiento así a lo establecido en los artículos 5 y 6 del Decreto 792/008 de 26 de diciembre de 2008, reglamentario de la precitada ley.

Con fecha 16 de octubre de 2009, el Ministerio de Economía y Finanzas y República AFISA constituyeron el denominado "Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC", al cual el primero transfirió: a) los fondos que integraban el Fondo de Garantía IAMC; b) los créditos del Fondo de Garantía IAMC contra rentas generales hasta alcanzar la suma de UI 192.000.000 y los que surjan en el futuro en caso que los recursos comprendidos en el Fondo de Garantía IAMC deban aplicarse para hacer frente al pago del financiamiento obtenido por las instituciones que se acojan al régimen de la Ley N° 18.439; y c) los derechos y acciones que pueda tener derivadas de la Garantía de Estabilidad. De acuerdo al contrato de constitución, el fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC es República AFISA.

Este fideicomiso Fondo de garantía IAMC ya dispone del monto máximo establecido en las disposiciones legales y hasta el momento nunca fue necesario utilizarlo.

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 AE". 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 cubrir las todas, aún en la peor hipótesis.

El Fideicomiso Financiero Asociación Española se constituye entre AE como Fideicomitente, RAFISA como Fiduciario y el Fondo de Garantía IAMC como Garante.

En virtud de ese contrato, AE cede y transfiere a RAFISA los flujos de fondos que le corresponde percibir del FONASA (los "Créditos") desde la fecha de notificación a la JUNASA (Junta Nacional de Salud). En la cláusula 5.4 del Contrato del Fideicomiso, el Fideicomitente se obliga a suscribir una nota correspondiente a la cesión y transferencia de los créditos dirigida a la JUNASA y también al B.P.S.

La AE es obligada en la Resolución No. 401 del 24 de junio del 2011 a contra garantizar la garantía otorgada con hipoteca de los inmuebles padrones Nos. 21932, 21934 y 419311, con independencia de los gravámenes que actualmente los afecten. En Asamblea de fecha 1 de agosto de 2011, la AE autorizó la celebración del Fideicomiso y la constitución de las hipotecas.

Cumplidos los pasos anteriores se constituye el fideicomiso financiero objeto de esta calificación; de esta forma se puso en marcha en lo financiero el plan de viabilidad de la institución. El mismo fue reformulado en febrero de 2016 lo que motivó la realización de una operación análoga a esta pero con una emisión de UI 210 millones (FF Asociación Española II) también calificada por CARE.

### **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 en esta ocasión fue la siguiente:

- Informes CARE de calificación de esta operación y sus sucesivas actualizaciones
- Informes CARE de Calificación y sus actualizaciones del Fideicomiso Financiero ASESP II
- Información de Resoluciones de la JUNASA dando cuenta del cumplimiento de metas asistenciales.
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/6/2019<sup>7</sup>.
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2019.
- EE.CC de ASESP al 30/9/19 con informe de auditoría.
- Actualización del padrón social
- Información del sector salud actualizada por CARE
- Encuesta de satisfacción

<sup>7</sup>. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere, por considerarlos más representativos, los EE CC al cierre del primer semestre

## 4. Hechos salientes del periodo

- El padrón social se mantiene relativamente estable y dentro de lo previsto por la institución. Actualizado al mes de enero de 2020 su evolución se muestra en el siguiente cuadro.

**Cuadro 1: padrón social, evolución**

fecha	cantidad	fecha	cantidad
<b>Set. 2015</b>	186.669	<b>Ene. 2018</b>	190.161
<b>Mar. 2016</b>	189.898	<b>Jul,2018</b>	188.812
<b>Oct. 2016</b>	190.446	<b>Ene. 2019</b>	187.767
<b>feb.2017</b>	189.834	<b>Ago. 2019</b>	187.352
<b>Set. 2017</b>	190.585	<b>Ene. 2020</b>	188.236

Fuente: AE

Posteriormente a la fecha informada, se produjo la reapertura del denominado "corralito mutual" en el mes de febrero del corriente año, luego de dos años en que eso no ocurría. La institución informó a CARE haberse beneficiado con una muy alta captación de nuevos socios; no solamente a nivel de socios FONASA (7.777 más) sino también a nivel de otros productos asociados, captando 942 afiliaciones adicionales entre los distintos servicios ofrecidos por la ASESF.

- Consistentemente con lo anterior, la institución presenta una nueva encuesta de satisfacción con resultados positivos.
- Se consolida el Plan Vitales que cuenta ya con más de 4.000 socios; se mantiene el nivel de asociados en el plan Vitales Plus y se incorporó un nuevo producto, Vitales sin servicio de acompañantes que cuenta ya con más de 300 asociados.
- Se siguen realizando inversiones en infraestructura para mejorar la atención al socio.



## 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

**Fideicomitente:** Asociación Española Primera de Socorros Mutuos

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

**Agente de Pago:** Scotiabank

**Entidad Registrante:** Scotiabank

**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. Además, AE contra garantiza la operación mediante hipoteca de varios inmuebles oportunamente identificados.

**Moneda:** Pesos Uruguayos expresados en U.I.

**Importe de la emisión:** U.I. 330.000.000 (trescientos treinta millones de unidades indexadas) de valor nominal

**Interés:** 4.4% 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.

**Interés moratorio:** 7.4% lineal anual en U.I.

<b>Pago de intereses:</b>	mensual desde la fecha de emisión.
<b>Plazo:</b>	15 años o hasta el momento en que se cancelen los títulos de deuda emitidos por el fiduciario.
<b>Período de gracia:</b>	desde la emisión y hasta el 1 de octubre de 2012. Durante este período se pagaron intereses por U.I. 1.210.000 mensuales. La emisión tuvo lugar el 11/11/2011
<b>Amortización y pago de intereses:</b>	Luego del período de gracia los títulos se están amortizando en 180 cuotas mensuales iguales y consecutivas de UI 2.507.645 incluyendo intereses, desde octubre de 2012.
<b>Vencimiento:</b>	1 de octubre de 2027.
<b>Calificación de riesgo:</b>	A.uy de grado inversor
<b>Manual utilizado:</b>	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 Deuda<sup>8</sup>*

<sup>8</sup> El informe jurídico completo puede consultarse en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

### 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 ante eventuales situaciones de stress constituye un atributo favorable del "papel", que en este caso se verifica en todos sus términos, siempre dentro de las limitaciones del mercado de valores uruguayo que no permiten garantizar su inmediata realización. *Riesgo bajo*

## 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.

Según EE.CC al cierre intermedio del 30/6/2019 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 647.428. Esto supone un incremento del orden del 10,64 % respecto al que tenía al 31/12/2018. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-19</b>	<b>31-Dec-18</b>	<b>31-Dec-17</b>
<b>Activo</b>	<b>727.658</b>	<b>705.262</b>	<b>637.392</b>
Activo Corriente	162.513	261.447	249.236
Activo no Corriente	565.145	443.815	388.155
<b>Pasivo</b>	<b>80.230</b>	<b>120.097</b>	<b>81.887</b>
Pasivo Corriente	62.227	101.326	57.829
Pasivo no Corriente	18.004	18.772	24.058
<b>Patrimonio</b>	<b>647.428</b>	<b>585.164</b>	<b>555.505</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>727.658</b>	<b>705.262</b>	<b>637.392</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,61</b>	<b>2,58</b>	<b>4,31</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados del primer semestre de 2019, la firma sigue mostrando resultados positivos, en este caso muy superiores a los exhibidos en el mismo período del ejercicio anterior. Particularmente se muestra un importante incremento en los resultados brutos, producto de una mejora en los ingresos y menores costos administrativos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos a junio de 2019 y su comparativo con el mismo período del ejercicio anterior.

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

Concepto	30-Jun-19	30-Jun-18	31-Dec-18
Ingresos Operativos	142.614	127.854	290.623
Gastos de Adm y Ventas	(96.383)	(113.806)	(283.795)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>46.231</b>	<b>14.048</b>	<b>6.828</b>
Resultados Diversos	120		56
Resultados Financieros	36.115	36.132	53.691
IRAE	(20.228)	(12.485)	(15.910)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>62.238</b>	<b>37.696</b>	<b>44.665</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2019, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

## El Fideicomiso

Mediante contrato celebrado el 4 de agosto de 2011 (con algunas modificaciones acordadas entre las partes con fecha 16 de setiembre del mismo año) entre República Administradora de Fondos de Inversión y Asociación Española Primera de Socorros Mutuos, se constituyó el Fideicomiso Financiero Asociación Española. El mismo se encuentra amparado bajo las disposiciones de la ley 17.703 del 27 de octubre de 2003.

El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones; de acuerdo a sus EE.CC al 31/12/19, su situación es la que se informa resumidamente en el cuadro siguiente:

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

Concepto	31-Dec-19	31-Dec-18	31-Dec-17
<b>Activo</b>	<b>1.058.345</b>	<b>1.076.678</b>	<b>1.085.923</b>
Activo Corriente	179.822	164.669	151.623
Activo no Corriente	878.523	912.009	934.300
<b>Pasivo</b>	<b>877.709</b>	<b>895.048</b>	<b>904.220</b>
Pasivo Corriente	99.642	88.667	79.104
Pasivo no Corriente	778.067	806.380	825.116
<b>Patrimonio</b>	<b>180.635</b>	<b>181.630</b>	<b>181.703</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.058.345</b>	<b>1.076.678</b>	<b>1.085.923</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,80</b>	<b>1,86</b>	<b>1,92</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se puede comprobar que la solvencia y liquidez del mismo no ofrece reparos.

El cronograma restante de pagos e ingresos al cierre del ejercicio 2019 se informa 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. *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 SNS en el marco de la Ley N° 18.211.

Como se informara en anteriores actualizaciones, la AE realizó otra operación, análoga a ésta, por UI 210 millones. En consecuencia, corresponde a los efectos del análisis de este capítulo, considerar ambos en forma conjunta.

Los compromisos asumidos en dichos fideicomisos implican, en los primeros años a partir de 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 2019 (último ejercicio cerrado y auditado disponible), aproximadamente 2,64 % de los mismos, relación que se mantiene estable en el tiempo. A partir del año 2026, estos compromisos se tornan decrecientes

El cronograma restante, luego de cerrado el año 2019, ya cancelado, 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
2020	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	<b>21.265</b>	51.357
2021	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	<b>21.265</b>	51.357
2022	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	<b>21.265</b>	51.357
2023	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	<b>21.265</b>	51.357
2024	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	<b>21.265</b>	51.357
2025	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	<b>21.265</b>	51.357
2026	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	<b>21.265</b>	51.357
2027	27.000	25.398	<b>52.398</b>	25.076	<b>21.265</b>	46.342
2028		25.398	<b>25.398</b>		<b>21.265</b>	21.265
2029		25.398	<b>25.398</b>		<b>21.265</b>	21.265
2030		25.398	<b>25.398</b>		<b>21.265</b>	21.265
2031		25.398	<b>25.398</b>		<b>21.265</b>	21.265
2032		10.582	<b>10.582</b>		<b>9.666</b>	9.666
<b>Totales</b>	<b>279.000</b>	<b>315.357</b>	<b>594.357</b>	<b>235.719</b>	<b>264.848</b>	<b>500.567</b>

Notas: Pagos comprende amortización e intereses; ambos fideicomisos

Fuente: EE.CC de

Asimismo, como se sabe, se constituyó a favor de ambos fideicomisos 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. La institución informa a CARE regularmente acerca del estado de cumplimiento de las referidas metas.

## 1. Seguimiento de la situación económico financiera

La información utilizada fue la que surge de los Estados Contables auditados, tomándose en este caso la correspondiente a los dos últimos ejercicios auditados, dado que se presentan a moneda del último, en este caso al 30/9/19, 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 2019.

<b>Cuadro 6. Estados de resultados resumidos AE (millones de \$)</b>		
<b>Concepto</b>	<b>30/09/2019</b>	<b>30/09/2018</b>
Ingresos operativos netos	9.621	9.606
Costo bienes y servicios	(8.505)	(8.269)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>1.116</b>	<b>1.337</b>
Gastos de Adm y Ventas	(1.281)	(1.177)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(165)</b>	<b>160</b>
Resultados Diversos	3	104
Resultados Financieros	(77)	(111)
<b>Resultado Neto</b>	<b>(239)</b>	<b>153</b>
Resultado Bruto/Ingresos	11,60%	13,92%
Gastos Adm y Ventas/Ingresos	-13,31%	-12,25%
Resultado Operativo/Ingresos	-1,71%	1,67%
Resultado Neto/Ingresos	-2,48%	1,59%

Nota: montos expresados a valores de setiembre de 2019 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. En este caso, contrariamente a lo ocurrido el ejercicio anterior, se presenta un ejercicio deficitario ya a nivel de resultado operativo.

A continuación se reiteran, resumidamente, las principales partidas del estado de situación patrimonial, en base a los dos últimos ejercicios auditados.

<b>Cuadro 7: Estado de Situación (millones de \$)</b>		
<b>Concepto</b>	<b>30/09/2019</b>	<b>30/09/2018</b>
<b>Activo</b>	<b>7.597</b>	<b>7.416</b>
Activo Corriente	1.300	1.486
Activo no Corriente	6.297	5.930
<b>Pasivo</b>	<b>6.564</b>	<b>6.143</b>
Pasivo Corriente	4.461	4.016
Pasivo no Corriente	2.103	2.127
<b>Patrimonio</b>	<b>1.033</b>	<b>1.272</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>7.597</b>	<b>7.416</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,29</b>	<b>0,37</b>

Fuente: EE.CC AE auditados

Se comprueba, consistentemente con los resultados obtenidos, una disminución en la situación patrimonial.

## 2. Proyecciones

En la oportunidad, la institución no presenta una nueva proyección de resultados por lo que se mantiene la anterior al solo efecto de poder hacer un seguimiento del grado de cumplimiento de la misma.

Un resumen de los resultados proyectados se presenta en el cuadro siguiente

<b>Cuadro 8: EE.RR proyectados a setiembre de cada año (millones de \$)</b>					
<b>Concepto</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
Ingresos Operativos	9.012	9.720	10.523	11.325	12.185
Costo Servicios Prestados	(7.761)	(8.423)	(9.138)	(9.861)	(10.630)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>1.251</b>	<b>1.297</b>	<b>1.385</b>	<b>1.464</b>	<b>1.556</b>
Gastos Administración y Vtas	(1.029)	(1.056)	(1.144)	(1.231)	(1.324)
<b>Resultados Operativos</b>	<b>222</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>234</b>	<b>232</b>
Resultados Diversos	(49)	(47)	(31)	(34)	(33)
Resultados Financieros	(424)	(453)	(457)	(458)	(425)
Ajuste por inflación	325	338	336	353	370
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>75</b>	<b>80</b>	<b>90</b>	<b>94</b>	<b>145</b>
<b>Res Ejer/Ing Operativos</b>	<b>0,83%</b>	<b>0,82%</b>	<b>0,86%</b>	<b>0,83%</b>	<b>1,19%</b>

Fuente: AE

Puede comprobarse que se esperaba un resultado positivo para el ejercicio cerrado en setiembre de 2019 cosa que no ocurrió. De todas formas las diferencias no parecen muy relevantes. No se dispone información sobre el corriente ejercicio a cerrar en setiembre de 2020 pero de acuerdo al resultado del "corralito mutual" debería esperarse un impacto positivo en los ingresos de la institución.

De todas formas, dado el tenor de las proyecciones y al hecho que su cumplimiento o no, no está directamente vinculado al repago de los títulos, no corresponde sensibilizar las mismas.

En definitiva, proyectar resultados y flujos es un ejercicio dinámico sujeto a constante revisión en base a la realidad y a los ajustes que las autoridades de la institución se ven obligadas a aplicar permanentemente por lo que no se pueden sacar conclusiones definitivas.

### 3. 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 ellas<sup>9</sup>

Debe recordarse, una vez más, que aún 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 ASESP sino también para el resto de las operaciones que el Fondo está garantizando e involucra a otras dos instituciones.

En el peor de los escenarios (uso de todas las garantías autorizadas por incumplimiento total generalizado), el flujo de fondos establecido por ley cubriría las obligaciones garantizadas. Como se ha mencionado, el Fondo de Garantía cuenta con un saldo de UI 192.000.000 y en caso de utilizarse, la Ley mandata al MEF a reponer lo necesario hasta completar dicho saldo a razón de hasta UI 162.000.000 anuales. CARE simuló un escenario para los próximos tres años, incluyendo lo que resta del corriente, en función de las obligaciones de cada uno de los fideicomisos garantidos por el Fondo para con la cancelación de los títulos más los intereses correspondientes. Esto se expresa en el cuadro siguiente:

<b>Cuadro 9: Flujo Garantizado por Fondo IAMC (en miles de UI)</b>			
<b>Fideicomiso</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
ASESP II	21.265	21.265	21.265
ASESP I	30.092	30.092	30.092
Nuevo Casmu	41.132	41.132	41.132
Casmu II, S I	27.471	27.471	27.471
Casmu D	10.200	10.200	10.200
Casmu III	8.323	8.323	8.323
C de Galicia	15.813	15.272	14.371
C. de Galicia II	12.000	12.000	14.280
<b>Totales</b>	<b>166.296</b>	<b>165.755</b>	<b>167.134</b>

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

Se puede observar como, aún en el caso que ninguno de los fideicomisos garantidos cumpliera con su cuota a lo largo de cada uno de los años considerados y si bien, la cifra a pagar superaría el tope anual, la cobertura no corre riesgo por cuanto el Fondo dispone de un saldo de UI 192 millones. En efecto, el año 2022, el de mayor monto, alcanza a miles de UI 167.134, cifra algo superior al tope de reposición legal que es de miles de UI 162.000, pero como el Fondo cuenta con un saldo de miles de UI 192.000 (máximo previsto) podría afrontar ese eventual

<sup>9</sup> Sin perjuicio que rige un orden de prelación a partir de la fecha de emisión de cada uno.

faltante sin inconvenientes. Hasta el momento, en ningún caso ha sido necesario recurrir a esta garantía.

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

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

Año	Ingresos					Egresos					Saldo	
	F. IAMC	Eventual	CASMU D	CASMU II N. CASMU	CASMU III	C.G. I	C.G. II	ASESP	ASESP II	pago total		
2019	192.000											192.000
2020		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	20.400	15.300	36.000	25.398	194.358	159.642
2021		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	14.400	36.000	25.398	189.858	131.784
2022		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	16.600	36.000	25.398	192.058	101.726
2023		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	16.800	36.000	25.398	192.258	71.468
2024		162.000	7.650	36.000	38.400	9.060	16.800	24.500	36.000	25.398	193.808	39.660
2025		162.000	-	36.000	16.000	9.060	16.800	25.200	36.000	25.398	164.458	37.202
2026		162.000	-	36.000	-	9.060	16.800	25.200	36.000	25.398	148.458	50.745
2027		162.000	-	36.000	-	9.060	-	27.400	27.000	25.398	124.858	87.887
2028		162.000				9.060		27.600		25.398	62.058	187.829
2029		66.229				9.060		27.600		25.398	62.058	192.000
2030		62.058				9.060		27.600		25.398	62.058	192.000
2031		50.882						27.600		23.281	50.881	192.000

Fuente: CARE en base RAFISA

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

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

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

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

**Riesgo de descalce de monedas.** Este riesgo, en especial luego del proceso de reestructura ha disminuido considerablemente. *Riesgo casi nulo.*

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

## V. EL ENTORNO

### 1. Introducción

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

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

Como se viene comentando en actualizaciones anteriores, el déficit es creciente; al ser los gastos inelásticos y poco flexibles, las tensiones del sistema seguramente aumentarán dado el nivel alcanzado de déficit fiscal en 2019 (4,9 % del PBI). Las decisiones de política pública de la nueva Administración serán importantes para definir la coyuntura sectorial y la fortaleza del sistema. No obstante, es la garantía del Estado, la principal y excluyente fortaleza de la calificación.

### 2. Discusión de los riesgos más relevantes

Al ser un mercado cerrado donde no existen shocks externos de relevancia, el sector salud tiene los principales riesgos asociados al mercado doméstico. El peso de las decisiones de índole político administrativas componen una parte importante del análisis de riesgo. Es así que la suerte del sector va en concordancia con la suerte de la economía del país (asociada al ingreso de los hogares y el empleo, este último decisivo para determinar los integrantes del sistema) y especialmente de las cuentas públicas. El riesgo sistémico se puede analizar a través del seguimiento de indicadores macro sectoriales que pueden advertir eventuales desequilibrios en el sector.

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

Para hacer un seguimiento del sector salud es preciso monitorear especialmente tres grupos de indicadores. El gasto público en salud, ya referido líneas arriba, los riesgos relacionados con los precios relativos (ingresos versus egresos), e indicadores que permitan estimar el nivel

de endeudamiento del sistema. En definitiva si hubiera desajustes en las fijaciones de estos indicadores, habría más presiones sobre el mismo.

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

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

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

1. Primero, hay que tener presente que el riesgo de los títulos de deuda del Fideicomiso depende especialmente de la estabilidad de la política de garantías establecida y mucho menos de la suerte del sector. Por lo tanto el riesgo político se vincula más bien a eventuales cambios en la Ley del Fondo de garantía IAMC (Ley 18.439), que no se visualiza como algo probable en el corto y mediano plazo. En definitiva si por problemas en todo el sector salud o propios de esta institución se generaran tensiones fuertes hacia adentro de la misma, los títulos de deuda mantendrían su respaldo. Este es el principal componente del riesgo político y no evidencia probabilidad cierta alguna.
2. No obstante lo anterior, una señal de alerta sectorial sería el creciente desfasaje entre ingresos y egresos del FONASA, como está ocurriendo. Éste, de persistir en el tiempo y sin alcanzar una cierta estabilidad, podría incrementar el riesgo sectorial sistémico en tanto financiado por gasto público, el que empieza a sufrir tensiones derivadas de los cambios que se están procesando en la economía en su conjunto. No obstante, cabe agregar que el país mantiene un índice de riesgo consistente con el estatus de grado inversor de su deuda pública (152 puntos básicos a febrero de 2020).

*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.uy<sup>11</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Freve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>11</sup> **CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos)**

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

**Anexo**  
**Información sectorial**

*Montevideo, febrero de 2020*

## Resumen

*En la presente actualización del sector Salud no se evidencian signos de alerta macrosectoriales de importancia. Producir servicios de Salud tiene una estructura de costos que se pueden agrupar en tres pilares: dos de ellos refieren a gastos corrientes (salarios e insumos médicos) y uno a inversión (Infraestructura). Producto del aumento del tipo de cambio y de la modificación de los precios relativos que esto ocasiona, la presión de costos de los productos medicinales ha aumentado respecto a los costos asociados a las retribuciones al factor trabajo.*

*El mayor riesgo del Sistema está asociado al riesgo de financiamiento del Estado en general y a la disposición desde la política pública de continuar con una serie de transferencias desde Rentas Generales que cada vez son más importantes para equilibrar las finanzas sectoriales. El escenario económico de corto y mediano plazo reviste una coyuntura adversa para el mercado laboral, afectando la masa salarial de la economía. Esta nueva realidad seguramente redundará en una caída de los ingresos del FONASA. Al ser los gastos inelásticos y poco flexibles, las tensiones del sistema seguramente aumentarán dado el nivel alcanzado de déficit fiscal (4,9 % del PBI). Las decisiones de política pública de la nueva Administración serán importantes para definir la coyuntura sectorial y la fortaleza del sistema. No obstante, es la garantía del Estado, la principal y excluyente fortaleza de la calificación.*

### 1. Introducción

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

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

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



- Financiación del desajuste entre los ingresos y egresos del FONASA. Esta variable refiere a las partidas desde el Estado para cubrir las diferencias del Sistema.

### 1.1 Descripción General.

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

El principal proveedor de servicios de salud son las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC), que son asociaciones de profesionales privadas sin fines de lucro que ofrecen atención integral a 61,8% de los uruguayos<sup>1</sup>. La mayoría de estas instituciones cuentan con unidades de atención propias. El sector privado cuenta también con los llamados Seguros Privados, que son empresas privadas que brindan atención a cambio del pago de primas cuyo monto depende del nivel de riesgo de los asegurados. Estos seguros cubren alrededor del 2% de la población. En este sector se incluyen también clínicas y hospitales privados que se financian con "pagos de bolsillo" y pagos de los seguros privados. Los proveedores públicos incluyen a la red de hospitales públicos que están agrupados en la Administración de Servicios de Salud del Estado (ASSE), el Hospital Universitario (Universidad de la República), las unidades de atención de las fuerzas armadas y policiales, y las unidades de atención primaria de los municipios, la ASSE y el Hospital Universitario dan cobertura a 37% de la población y las unidades de las fuerzas armadas al 4%. 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.

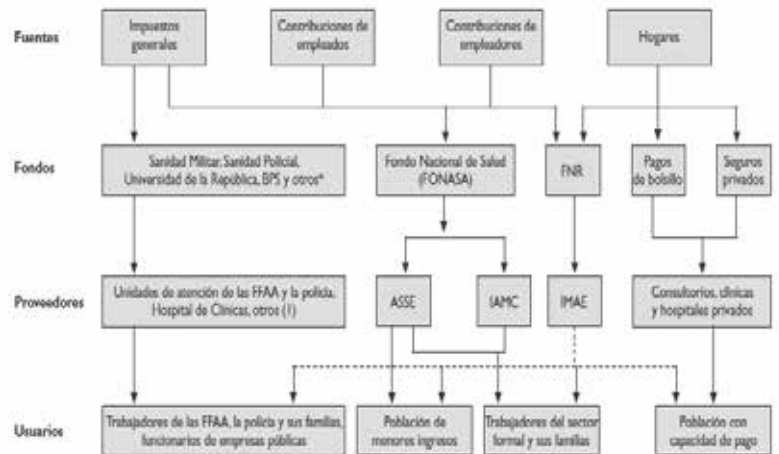
El Ministerio de Salud Pública, órgano rector de la política de salud, también asegura con recursos del estado la salud de la población indigente.

El Sistema Nacional Integrado de Salud (SNIS) se sustentó en cuatro leyes fundacionales entre el 2005 y el 2007. En primer lugar, la Ley 17.930 de Presupuesto Nacional (2005-2010) que estableció las grandes líneas programáticas del SNIS. Luego la Ley 18.131 que crea el FONASA, la Ley 18.161 que descentraliza a los servicios de salud estatales (ASSE) y la Ley 18.335 sobre 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

<sup>1</sup>. Según el Anuario 2018 del Instituto Nacional de Estadística

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.

**Gráfica 1. Institucionalidad del Sector Salud.**



También, hubo un cambio en el modelo de gestión que apuntó a un nuevo rol del Estado en lo que refiere a fijar objetivos y metas, es auditor, evaluador y fiscalizador de su cumplimiento y se compromete e involucra en la mejora de su desempeño; un estado regulador que fija y aplica premios y castigos, con el propósito explícito de posibilitar un funcionamiento diferente del sistema y que se convierte en “escudo” de los derechos de los usuarios.

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.

Transcurridos ya más de 12 años<sup>2</sup> desde el inicio de las modificaciones normativas más importantes del Sistema Nacional Integrado de Salud (SNIS), el entorno de la salud en el cual CARE revisa sus calificaciones, ha venido incorporando algunas novedades. Como se podrá advertir, el SNIS conforma un mercado pseudo estatizado, cerrado, donde la iniciativa privada y la innovación tienen caminos complejos. En este ecosistema, los socios que pierde una institución, necesariamente los gana otra dentro del Sistema incluido ASSE. No obstante, se destacan varios ejercicios de experiencia en los procesos de reestructura empresarial, asistida con financiamiento público garantizado por el Estado de mutualistas de significación relevante y sustentabilidad económica comprometida. Por lo antes mencionado, el sector salud es un mercado intervenido desde la política pública en todas sus aristas. Bajo esta premisa, CARE analiza el comportamiento del Sistema y su sustentabilidad, que corre paralela con las Finanzas Públicas.

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

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

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

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

En este contexto, CARE ha puesto particular atención en la evolución de los ajustes que están implementando las Instituciones cuyas emisiones se califican. Ellos serán determinantes para evaluar la oportunidad y eficacia de la acomodación de las empresas a un entorno en el cual se le va haciendo difícil al Estado la asistencia frente a la eventual persistencia de déficits vía incremento del gasto público. En este sentido cabe destacar, que el ingreso masivo de afiliados a las Instituciones privadas producto de la incorporación de pasivos al FONASA<sup>3</sup>, ha aumentado el egreso de fondos del Sistema, alcanzando un déficit mayor al 1% del PBI en 2019 y seguramente se incremente en 2020 como se sugiere con la información parcial del cuadro 5. Es importante aclarar que el diseño del SNIS en lo que respecta a su Resultado Económico, es presionado en varios sentidos. Por un lado, un aumento del desempleo reduce el monto de aportes dinerarios al sistema, por otro lado, el crecimiento del gasto en salud es rígido a la baja y por último, el Estado en toda su dimensión tendrá presiones políticas para asistir ante dificultades económicas, financieras y de empleo a varios sectores de la economía además del de la salud. En los últimos años las finanzas del sector revistieron una externalidad positiva con la instrumentación de la Ley 19.210 (Acceso de la población a servicios financieros y promoción del uso de medios de pago electrónicos). Esta Ley comenzó a ser instrumentada en 2017 y generó una externalidad positiva para las finanzas del Sistema por la mayor formalización del trabajo. No obstante, la nueva Administración de gobierno está proponiendo flexibilizar dicha norma. Habría que esperar a cómo queda redactada la Ley para analizar los eventuales efectos que tendría sobre los ingresos del FONASA.

La progresiva universalización del SNIS y de su financiamiento basado en los contratos con la Junta Nacional de Salud (JUNASA), ha comenzado a evidenciar problemas de diseño e incentivos de un modelo centralizado de intervención pública, frente al cual los administradores de las IAMC deben experimentar frecuentes ajustes.

<sup>3</sup>. Este hecho será profundizado 4.2.

En este sentido 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 análisis. La única información que se analiza en el presente Informe, es la referente al endeudamiento con Instituciones Financieras, estadísticas generadas con periodicidad mensual y con un mínimo atraso por el BCU.

## 2. Marco regulatorio en Uruguay

La complejidad del sistema de salud, se demuestra por los motivos mencionados anteriormente y se hace evidente cuando se analiza su regulación. La Ley 18211 crea, a partir del 1º de enero de 2008 el Sistema Nacional Integrado de Salud (SNIS). Asimismo, se crea 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 18131, fecha que comienza la ampliación de la cobertura de la seguridad social a nuevos colectivos de ciudadanos.

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

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

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.

4. Base de Prestaciones y Contribuciones

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 Nº 292/012. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
- Decretos Nº 190/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
- Decreto del 255/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
- Decreto del 384/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2015.
- Decreto del 258/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a julio del 2015.
- Decreto del 378/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2016.
- Decreto Nº 214/016 del 11 de julio de 2016
- Decreto Nº 574/016 del 30 de diciembre de 2016
- Decreto Nº 188/017 del 14 de julio de 2017
- Decreto del 17 de enero de 2018
- Decreto del 27 de agosto de 2018
- Decreto del 17 de enero de 2019
- Decreto Nº 433/2019, del 8 de julio de 2019
- Decreto 538/2020 del 20 de enero del 2020.

### 3. La salud en cifras

#### Cobertura

Según informa el INE, el 98,7% de la población se encuentra amparada por algún tipo de cobertura de salud (ver Cuadro 1). 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. En lo que respecta a los privados, se dividen entre los IMAE<sup>5</sup> privados nacionales o del exterior, las IAMC, los Seguros Privados, los consultorios privados y las farmacias.

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

Sistema de atención de salud	Total	Montevideo	Resto País
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Solo instituciones de asistencia médica colectiva	38,6	32,0	42,9
Instituciones de asistencia médica colectiva y emergencia móvil	21,0	36,5	10,9
Solo Ministerio de Salud Pública	28,2	16,0	36,1
Ministerio de Salud Pública y emergencia móvil	1,4	1,7	1,2
Sanidad Militar o Policial	5,1	4,0	5,8
Sanidad Militar o Policial y emergencia móvil	1,8	3,2	0,9
Solo otro	0,3	0,3	0,3
Otro y emergencia móvil	2,2	4,6	0,6
Solo emergencia móvil	0,1	0,1	0,1
Sin cobertura	1,3	1,4	1,3
Total			

Fuente: Anuario 2018. Instituto Nacional de Estadística (INE) - Encuesta Continua de Hogares (ECH).

La cobertura del FONASA alcanza el 71% de la población, una cifra aproximada de 2,4 millones de personas, distribuyéndose en un 80% a través de la IAMC, un 3% a través de los seguros privados y el 17 % restante a través de ASSE.

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

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

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

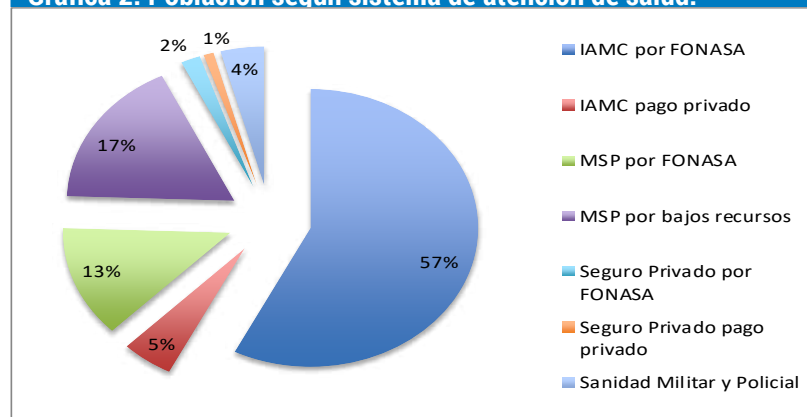
<sup>5</sup> Institutos de Medicina Altamente Especializada.

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

Sistema de atención de salud	Total	Montevideo	Resto País
Total	100,0	100,0	100,00
Instituciones de asistencia médica colectiva por FONASA	57,3	65,6	51,8
Instituciones de asistencia médica colectiva pago privado	4,5	5,7	3,7
Ministerio de Salud Pública por FONASA	12,6	7,1	16,2
Ministerio de Salud Pública por bajos recursos	17,3	10,9	21,5
Seguro privado a través de FONASA	1,9	3,9	0,5
Seguro privado pago privado	0,5	1,1	0,2
Sanidad Militar o Policial	4,2	4,0	4,4
Otro	0,3	0,2	0,4
Solo emergencia móvil	0,1	0,1	0,1
Sin cobertura	1,3	1,4	1,3

Fuente: Anuario 2018. 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.

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



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

## Financiamiento

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

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

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

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

<sup>6</sup>. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere por considerarlo más representativos los mismos al cierre del primer semestre

**Hogares.** A través de las cuotas y pagos de cada persona que destina recursos hacia Instituciones Privadas. Estas son IAMC, Seguros privados, Emergencias móviles y Asistencia particular en consultorio y farmacias.

## 4. El mercado de la salud en Uruguay

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

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

### 4.1. Gasto en salud

Cuadro 3. Gasto en Salud*			
Año	Gasto en Salud/PBI	Gasto en Salud Millones de dólares**	Gasto per cápita (dólares)
2004	8,70%	1.160	351
2005	8,20%	1.426	431
2006	8,30%	1.606	485
2007	8,00%	1.864	561
2008	7,90%	2.410	723
2009	9,00%	2.715	812
2010	8,80%	3.410	1.016
2011	8,50%	4.160	1.235
2012	9,00%	4.454	1.318
2013	8,80%	5.067	1.473
2014	9,00%	5.067	1.467
2015	9,20%	5.109	1.532
2016**	9,20%	5.203	1.625
2017**	9,00%	5.325	1.566
2018**	9,00%	5.239	1.541

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

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

\*\* estimado y calculado por CARE

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



**Cuadro 4. Comparación internacional Gasto en Salud/PBI \***

EEUU	17
SUIZA	12
ALEMANIA	11
CANADÁ	10
FRANCIA	12
ESPAÑA	9
URUGUAY	9
JAPÓN	10
CHILE	8
ARGENTINA	5
MÉXICO	6
COLOMBIA	7
PERÚ	6

Fuente: CIA World Factbook con información de 2018

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

## 4.2. Evolución de las fuentes de Financiamiento

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

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

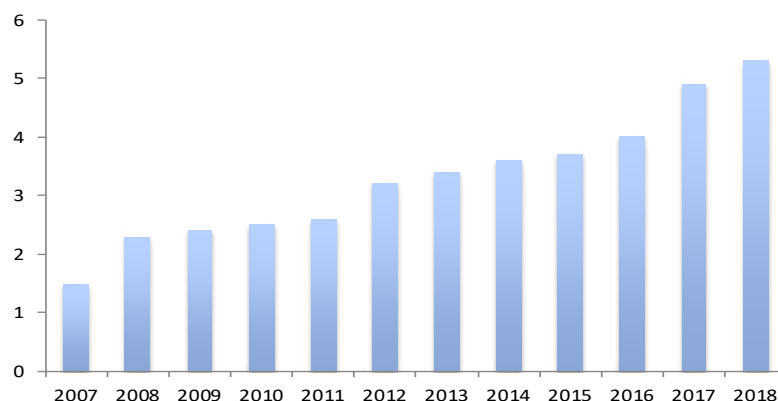
El Sistema de Salud se financia con fondos públicos y con fondos privados<sup>6</sup>. Las fuentes de financiamiento públicas se componen de impuestos generales y departamentales, ingresos de las empresas públicas mediante los precios que cobran por la provisión de servicios y contribuyentes a la seguridad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

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

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

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

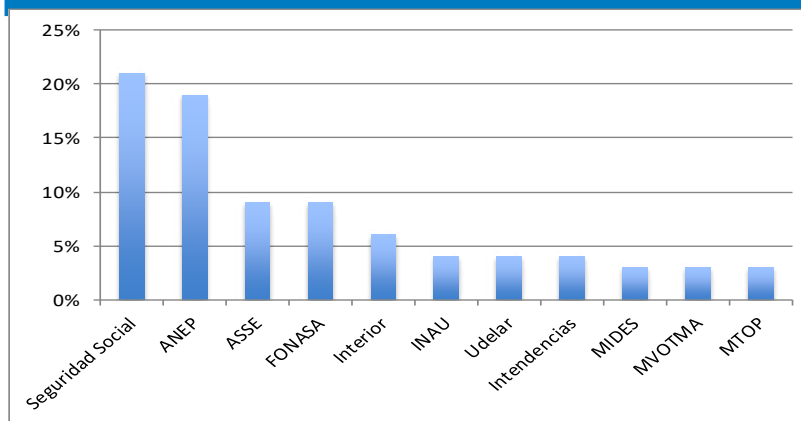
**Gráfica 3. FONASA como porcentaje del PBI**



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

El FONASA es deficitario, lo que implica que año tras año, Rentas Generales debe de realizar transferencias para equilibrar las cuentas. El déficit de 2018 fue de 21,8 mil millones de pesos aproximadamente, el que se ha expandido año tras año. Si bien este desfasaje está previsto en la Ley, es imperioso monitorearlo semestralmente ya que ha alcanzado valores de difícil sustentabilidad en el largo plazo. La Gráfica 3b describe los destinos de los incrementos presupuestales desde el 2005 hasta el 2018.

**Gráfica 3b. Principales destinos del incremento del Gasto Presupuestal 2005 – 2019.**



**Cuadro 5. Transferencias de Rentas Generales al FONASA y Egresos Totales a precios constantes 2008. Millones de pesos**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Transferencias	896	472	1.002	538	449	1.025	2.443	4.217	5.609	6.053	9149	10.335	10.913	11.786
Egresos	7.820	8.288	14.134	16.307	18.360	20.523	26.250	30.766	34.473	35.964	39632	41.745	45.147	48.758
%s/Egresos	11%	6%	7%	3%	2%	5%	9%	14%	16%	16%	23%	25%	24%	24%

\* Estimado por CARE

Fuente: CARE en base a información del BPS

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

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

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

En la Gráfica 4 se describe a la evolución de las incorporaciones realizadas entre 2011 y 2016<sup>7</sup>.

Como fuera mencionado en actualizaciones anteriores, los ingresos probablemente estén disminuyendo por la reducción de la masa salarial de la economía.

La brecha existente entre egresos e ingresos en el Sistema se ha mantenido estable en 2019, no obstante aumentó considerablemente en el período de tiempo estudiado. Por esta razón es relevante conocer si este déficit representa un orden de magnitud que alerte sobre la sustentabilidad del

<sup>7</sup>. Ver Cuentas Nacionales de Salud 2009-2012.

Sistema. En este sentido, CARE estimó este déficit en relación al PBI, al déficit del Sector Público y al gasto público en Salud.

Se estima que el déficit del FONASA para el presente año signifique más del 1% del PBI y represente aproximadamente el 30% del déficit acumulado del Sector Público. Dicho déficit, representa una cifra de importante magnitud, que se acentuaría ante un proceso de deterioro de la actividad económica. Esto obedece a que los ingresos del Sistema se reducirían en función de la caída del empleo, mientras que los gastos serían, al menos, constantes.

**Gráfica 4. Evolución de los incorporados al FONASA.**



Fuente: Cuentas Nacionales de Salud

Otro elemento que es considerado habitualmente en este Informe es el resultado de la movilidad regulada de usuarios. Una creciente movilidad podría representar un descontento de los usuarios con la IAMC elegida y una movilidad estable o decreciente podría representar un factor favorable. Durante el 2018 y el 2019<sup>8</sup>, el Ministerio de Salud Pública suspendió la apertura del corralito mutual, por lo que los movimientos entre IAMC deben de ser considerados por tres motivos: (a) económicos, (b) por cambio de domicilio o (c) por disconformidad con el prestador del que son socios.

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

Para estimar el nivel de endeudamiento se tomaron los créditos a los tres sectores directamente relacionados con la salud. Estos son: "Actividades de hospitales", "Actividades de médicos" y "Otras actividades relacionadas con la salud humana"<sup>9</sup>. Se tomó en cuenta el nivel de créditos del sistema bancario consolidado y los créditos en moneda nacional y en moneda extranjera.

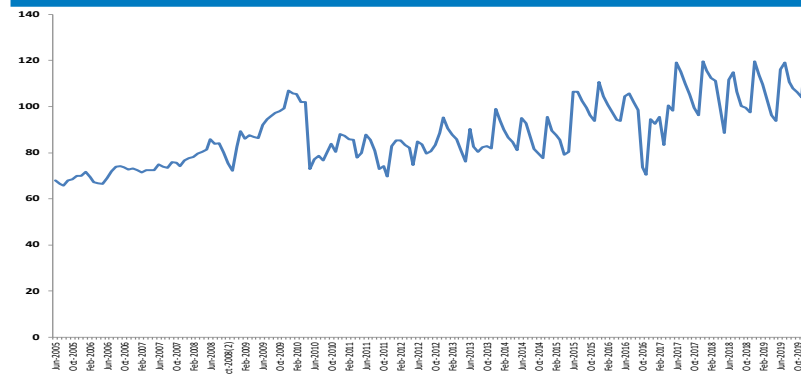
El endeudamiento bancario sectorial se describe en la gráfica 5. El mismo ha aumentado en los últimos años, aunque su cuantía no es relevante en lo que refiere a los macro números sectoriales (el gasto en salud es de 5 mil millones de dólares aproximadamente). No obstante, es importante destacar que el endeudamiento bancario tiene una baja representación en el endeudamiento sectorial (según se desprende de los balances de las IAMC). Igualmente es importante realizar un monitoreo periódico ya que podría ser un indicador que brinde señales de alerta sectoriales. Otras dos fuentes de endeudamiento que podrían impactar en la solvencia del sistema serían: el endeudamiento

<sup>8</sup>. Entre del 1° y hasta el 28 de febrero del 2020, se habilitó el denominado **corralito mutual**, momento en que los usuarios pueden cambiarse libremente de prestador de salud.

<sup>9</sup>. Sector CIU revisión 3, código 85110, 85120 y 85190

con proveedores (básicamente Laboratorios) y dilaciones en el pago de retribuciones a los Recursos Humanos de las instituciones.

**Gráfica 5. Endeudamiento del sector salud**  
**Créditos al sector salud en millones de dólares**



CARE en base a BCU

### 4.3. Precios relativos

Los principales precios del Mercado de la Salud corresponden a los referentes a los que impactan en los ingresos y los que impactan en los costos. Por ese motivo, CARE realiza un seguimiento de los precios relativos (precios que inciden en el ingreso/precios que inciden en los costos). En lo que refiere a los ingresos, el precio más relevante del Sistema es la cuota "salud"<sup>10</sup>. En lo que refiere a los precios que inciden en los costos, los precios más relevantes son: (a) el precio del factor trabajo (salario "sectorial") y (b) el precio de medicamentos e insumos médicos. Según detalla el cuadro 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%.

**Cuadro 6. Estructura del gasto de la producción de los servicios de Salud**

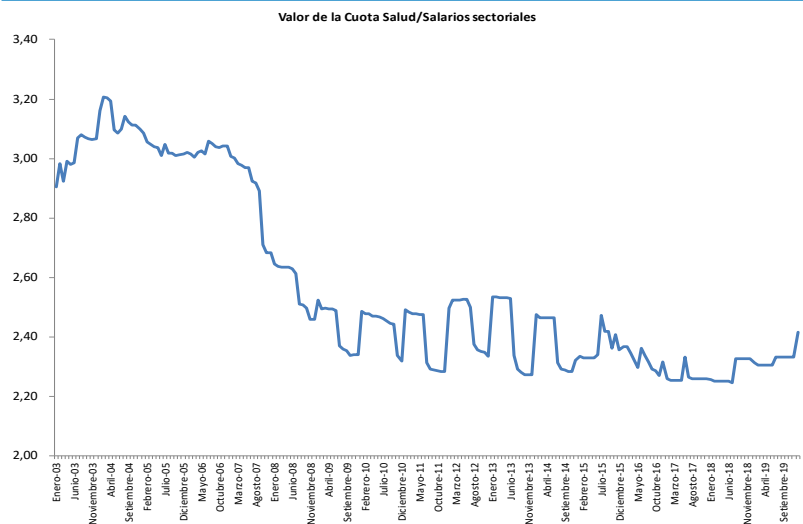
Gasto	ASSE	IAMCS
Remuneración de Asalariados	51	64
Remuneración de Profesionales autónomos	15	4
Materiales y servicios	33	26
Otros Gastos	1	6
Total	100	100

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

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

<sup>10</sup>. Es un precio administrado por el Poder Ejecutivo que contempla la variación en los costos según una paramétrica definida.

**Gráfica 6. Relación valor de la cuota salud y los salarios sectoriales (Cuota/Salario).**



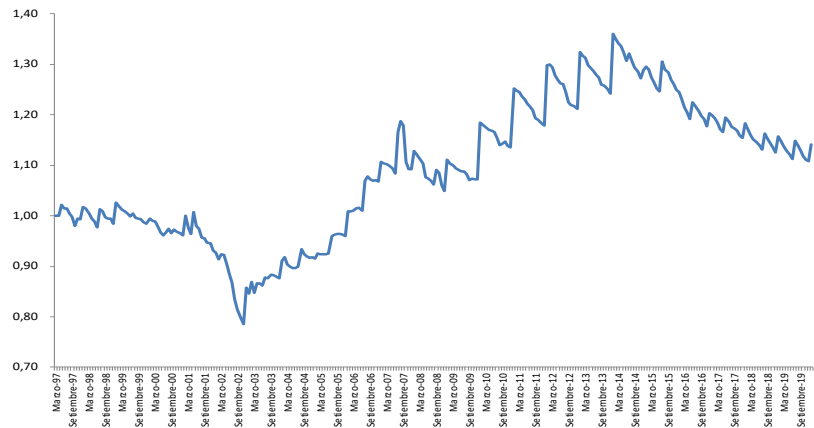
Fuente: CARE en base a información del INE

Se observa cómo los salarios aumentaron más que la cuota en el pasado reciente, estabilizándose a partir del 2009 (Gráfica 6) mientras que los insumos han disminuido su participación (Gráfica 7). Este punto merecerá una debida atención en las actualizaciones de la calificación debido a que las remuneraciones al factor trabajo representan aproximadamente el 75% de los costos de producción de servicios de salud. Por lo tanto, en función de que el crecimiento demográfico es casi nulo en Uruguay, el cociente entre el valor de la cuota salud y los salarios pasa a ser la relación que es la determinante para mantener equilibrado al sistema. Vale la pena aclarar que este análisis no captura la eventual ganancia de productividad de la mano de obra, producto del avance técnico en los procesos de gestión y producción de los servicios de salud. Se espera que, en el futuro próximo, producto de un cambio en los precios relativos, cambie la tendencia de este cociente.

En sentido contrario al índice de los salarios, el precio de los productos medicinales y farmacéuticos han exhibido una disminución en términos de precio de la cuota salud (Gráfica 7). En la estructura de costos, los precios mencionados anteriormente son los segundos en importancia después de los salarios.

## Gráfica 7. Relación valor de la cuota salud y los productos medicinales y farmacéuticos.

Valor de la Cuota Salud/Productos medicinales y farmacéuticos



Fuente: CARE en base a información del INE

### Conclusión

A modo de síntesis se destacan los principales puntos:

- El Sector Salud en Uruguay, es un mercado intervenido desde la política pública en todas sus aristas.
- Mediante la Ley N° 18131 del 2008 se crea el Fondo Nacional de Salud (FONASA).
- La cobertura del FONASA alcanza el 71% de la población.
- Según informa el INE, el 98,7% de la población se encuentra amparada por algún tipo de cobertura de salud.
- El FONASA se financia mediante aportes de los trabajadores, empleadores y transferencias del Estado.
- Estos aportes, otorgan al trabajador el derecho a la atención de su salud, la de sus hijos y la de su cónyuge o concubino (en caso de que no realice aportes al BPS), en cualquiera de los prestadores integrales del SNIS.
- El SNIS se compone por el MSP, ASSE, Hospital de Clínicas, Hospital Militar, Hospital Policial, las Policlínicas de las Intendencias, Sanatorios y policlínicas de organismo públicos y los IMAE Públicos, IMAE privados nacionales o del exterior, las IAMC, los Seguros Privados, los consultorios privados y las farmacias.
- El proveedor de salud que agrupa a más ciudadanos son las IAMC, seguidos por ASSE

- El FONASA es deficitario, lo que implica que año tras año, Rentas Generales debe de realizar transferencias para equilibrar las cuentas. Si bien este desfasaje está previsto en la Ley, es imperioso monitorearlo semestralmente ya que ha alcanzado valores de difícil sustentabilidad en el largo plazo.
- Igualmente, cabe destacar, que el gasto en salud se encuentra dentro de los parámetros normales de tendencia internacional.
- Para mantener el sistema en equilibrio es determinante el cociente entre el valor de la cuota salud y los salarios.
- El mayor riesgo del Sistema, está asociado al riesgo de financiamiento del Estado en general y a la disposición desde la política pública de continuar con una serie de transferencias desde Rentas Generales que cada vez son más significativas para equilibrar las finanzas sectoriales; escenario comprometido con un déficit fiscal del orden del 4,9 % del PBI

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