

CARE

CALIFICADORA DE
— RIESGO —

ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE TÍTULOS REPRESENTATIVOS DE DEUDA EMITIDOS A PARTIR DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO CASA DE GALICIA”

CARE Calificadora de Riesgo

Montevideo, noviembre de 2015

SUMARIO

	Página
RESUMEN GENERAL	3
SECCION I.	INTRODUCCIÓN
	5
SECCIÓN II.	LOS TITULOS DE DEUDA
	9
SECCIÓN III.	LA EMPRESA ADMINISTRADORA
	13
SECCIÓN IV.	EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO
	FUTURO DE FONDOS
	14
SECCIÓN V.	EL ENTORNO
	20
SECCION VI.	CALIFICACION DE RIESGO
	22
ANEXO 1	INFORMACIÓN SECTORIAL

RESUMEN

30/11/2015

Actualización de la calificación de la emisión de títulos representativos de deuda a partir del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia

Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por hasta UI 150.000.000 en una o más series.

Activo Fideicomitado: Flujo de fondos provenientes de los créditos de Casa de Galicia contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA)

Emisor: República Afisa
Fideicomitente: Casa de Galicia

Amortización Capital: 14 años a partir de la fecha de emisión con un año de gracia. Vencimiento: diciembre de 2026
Pago mensual de intereses, a partir de la emisión.

Tasa: 4,5 % lineal anual en UI, pudiendo llegar a un máximo de 6% según serie
Garantía: Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

Fiduciario: República Afisa

Entidad Registrante: BVM

Administración y pago: República Afisa

Vigencia de la calificación: hasta el 30/04/2016

Comité de Calificación: Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez

Calificación de riesgo: A (uy)¹

Manual de Calificación de productos estructurados administrados por terceros

RESUMEN GENERAL

CARE ha mantenido la calificación A (uy) de los títulos representativos de deuda emitidos a partir del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia.

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

- La formulación de un programa de reestructura de toda la gestión, con precisos objetivos tanto en responsabilidades asignadas como en tiempos de ejecución.
- El plan de viabilidad fue aceptado por los Ministerios de Economía y Finanzas y de Salud Pública por resolución 403 de fecha 22 de junio de 2011 lo que permitió a la Institución acceder al Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC creado por la ley 18439. Con el respaldo de esta garantía, CG accedió a recursos del mercado de capitales, a partir de la emisión de títulos representativos de deuda del fideicomiso financiero formado por la cesión a éste del flujo de cobranzas de cuotas FONASA necesarias para cubrir el monto de hasta 150 millones de UI más sus intereses.
- Como parte de la reestructura prevista en el llamado Plan de Reestructuración de Casa de Galicia y para alcanzar la sostenibilidad económico financiera, se constituyó este fideicomiso que permitió pre cancelar con quitas dos obligaciones importantes como lo son el concurso civil y el fideicomiso laboral. Asimismo los recursos obtenidos en la emisión posibilitaron la realización de algunas inversiones así como incrementar el capital de giro y mejorar la gestión de compras de CG.
- **El elemento sustantivo de la calificación es la garantía del Estado** no solo en su monto, su definición política, sino en el modo que se previó para hacerla eficaz en el caso de incumplimiento. En efecto el blindaje jurídico de los títulos de deuda, conformado al amparo de la normativa específica, y en especial la garantía del Estado conferida, constituyen la principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico en el pasado de CG, como indicador del comportamiento futuro, sigue ofreciendo, también en este periodo, dificultades. Pese a que la implementación del nuevo plan de reestructura aprobado el 13/11/2014 muestra resultados parciales auspiciosos según informa CG, aun es prematuro saber si se logrará revertir la situación deficitaria.

¹ La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

- Por lo tanto podría ponerse en duda la capacidad de la empresa de pagar los compromisos asumidos. 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.
- Junto a la estabilidad de las normas; a la probabilidad muy baja de ocurrencia de litigios que puedan afectar el funcionamiento de la garantía, que se analizó en el Informe Jurídico; 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, se subraya que estriba en la garantía (el Estado), en el monto de la misma (puede cubrir todas las obligaciones de este fideicomiso y otros de análoga naturaleza), y en la peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida.**
- El desempeño futuro de la Institución, para adquirir una situación confortable y mantenerse alejada de utilizar las garantías, se vincula a cambios en toda la gestión y en la propia cultura institucional. De todos estos cambios, el más relevante, por tener efectos permanentes, es el logro de las metas de mejora de gestión aunque hasta el momento no se ha visto reflejado en resultados positivos y si en una mejora relativa como se verá más adelante.
- Una variable clave en la marcha de la institución lo constituye el nivel de afiliados. En tal sentido, se viene registrando desde hace al menos dos años una caída sostenida del padrón social que no favorece la recuperación de los equilibrios económico financieros. Este aspecto, será de especial seguimiento por parte de CARE. A priori, de acuerdo a resultados preliminares del ejercicio 2015, no parece haber afectado mayormente los mismos.

SECCIÓN 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 el fiduciario del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia por UI 150.000.000 (unidades indexadas ciento cincuenta millones) de valor nominal, provenientes de la securitización de un activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir por Casa de Galicia ² del Fondo Nacional de Salud ³, con vencimiento en diciembre de 2025, en las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso firmado oportunamente. Asimismo los títulos de deuda están garantidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

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 una recomendación o una garantía de CARE para 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. ⁴

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 es pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta fija o variable, o un interés según corresponda ⁵.

En este caso se trató de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de 150.000.000 UI, amortizables, luego del período de gracia de un año, mensualmente durante los siguientes 13 años. El interés es 4.5 % lineal anual en UI. En definitiva, el proceso de colocación de la emisión ocurrió entre el 20 y el 24 de diciembre de 2012 y se recibieron ofertas por UI 287.125.000 habiéndose aceptado un monto de UI 150.000.000 a un precio promedio de 109.48% lo que arroja un interés promedio de 3.05%. Se estableció un período de gracia desde la fecha de emisión y durante los siguientes 12 meses, durante el cual el fideicomiso realizó solamente el pago de los intereses generados por los Títulos de Deuda. A partir de enero de 2014 comenzó la amortización. Los títulos son completamente garantidos por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18439 ⁶, fideicomitado a su vez a República Afisa, responsable de hacer efectiva en su caso aquella garantía.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se

² El fideicomitente, en adelante CG

³ En adelante FONASA

⁴ 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.

⁵ Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas... Punto 3"

⁶ En adelante la Ley

encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy.

El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve. CARE contrató en ocasión de la calificación, el asesoramiento jurídico del Estudio Jiménez de Aréchaga. La vigencia de esta calificación es hasta el 30/4/2016.⁷

2. Antecedentes

La emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte de Casa de Galicia es parte de un proceso que abarca la reestructura de toda la gestión, con la implementación de un cambio general asumido frente al gobierno que lo ha aprobado. Supuso una reestructura de pasivos con pre cancelación con quitas de deudas comerciales del concurso civil, así como las del fideicomiso laboral. Junto a esta reestructuración del pasivo, que es la etapa final de un proceso que incluyó la cancelación de otras deudas, se previó la realización de algunas inversiones así como una recomposición de la liquidez que permitiría entre otros objetivos, mejorar toda la gestión de compra. En definitiva se trató de una etapa decisiva de un proceso de cambios que debería conducir a un equilibrio económico permanente incluyendo el pago de la deuda a contraer. Esto aun no ha ocurrido.

Con fecha 22 de diciembre de 2008 el Poder Ejecutivo promulgó la Ley Nº 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 1º de la Ley, el Fondo de Garantía IAMC se nutría según esa norma de fondos de rentas generales por un monto anual equivalente a UI 64.000.000, hasta alcanzar la suma de UI 192.000.000. En caso que dicho monto total disminuyera en algún período, el Fondo de Garantía IAMC se volvería a alimentar de 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, monto del que ya se dispone en la actualidad. Al momento de redactar este informe se encuentra a consideración del Parlamento Nacional (a la fecha cuenta con media sanción) un Proyecto de Ley por el cual se incrementa el monto anual de reposición del Fondo llevándolo a UI 162.000.000.

El 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 192.000.000 UI 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 Nº 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.

⁷ La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

El 18 de enero de 2011 el Consejo Directivo de Casa de Galicia aprobó por unanimidad el Plan de Reestructuración presentado por la Gerencia General, dando su apoyo para su implementación.

Por Resolución 403 de fecha 22 de junio de 2011 el MEF y el MSP (actuando en ejercicio de atribuciones delegadas del Poder Ejecutivo) aprobaron el Plan de Reestructuración de Casa de Galicia, dando 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.

En la misma resolución los Ministros de Economía y Finanzas y Salud Pública, autorizaron la emisión de una garantía por hasta UI 150.000.000 (unidades indexadas ciento cincuenta millones) adicionada de los intereses que puedan corresponder, con un máximo del 6% anual, en las condiciones establecidas en la Ley No. 18.439 de 22 de diciembre de 2008 a los efectos de ser utilizada en el llamado “Fideicomiso Financiero Casa de Galicia” que se califica. También autorizaron la emisión de una garantía por hasta \$ 100.000.000 (cien millones de pesos uruguayos) a los efectos de afianzar un crédito bancario por hasta esa cantidad, que permitiera adelantar parte de los fondos mientras se procesaba la emisión del fideicomiso financiero de oferta pública cuya calificación se actualiza.

Este crédito fue otorgado por el BROU y desembolsado en dos tramos en enero y febrero de 2012 para comenzar a implementar algunas de las medidas propuestas en el Plan de Reestructura aprobado. Estas garantías que se constituyeron a partir de la resolución antes mencionada no son las únicas con afectación al Fondo. Pero como se verá más adelante el mismo alcanzaría para cubrir anualmente todas ellas, aún en la peor hipótesis, es decir la falta de pago simultánea de todas las instituciones con emisión de fideicomisos financieros respaldados con la garantía del Fondo (Cuadros 10 y 11). Aún en este caso el Estado se compromete a reponer el fondo tantas veces como sea necesario (Ley 18.439).

El Fideicomiso Financiero Casa de Galicia se constituyó entre CG como Fideicomitente, RAFISA como Fiduciario y el Fondo de Garantía IAMC como Garante.

En virtud de ese contrato de fideicomiso, CG cedió y transfirió al fiduciario parte de los fondos que le corresponde percibir del FONASA (los “Créditos”) desde la fecha de notificación a la JUNASA (Junta Nacional de Salud) en las cantidades referidas en el Prospecto, y de acuerdo a la notificación que CG como fideicomitente se comprometió a realizar.

CG es obligada en la Resolución No. 404 del 22 de junio del 2011 a contra garantizar la garantía otorgada, con la hipoteca del inmueble padrón 51175, ubicado en Millán 4478 independientemente de los gravámenes que actualmente lo afecten. La Asamblea General de Socios, en reunión del 19 de julio de 2011, según consta en el acta 004, aprobó toda la operativa propuesta.

Cumplidos los pasos anteriores se constituyó el fideicomiso financiero objeto de esta calificación, sometido a aprobación del BCU.

De esta forma se puso en marcha en lo financiero el plan de viabilidad de la institución que debería conducir al equilibrio de la misma. No habiéndose logrado el mismo, el 11 de noviembre de 2014 se aprobó un nuevo plan de reestructura.

3. Hechos destacados ocurridos en el semestre

- Ya no se haría la absorción de COMETT (institución de Treinta y Tres) que seguiría siendo una institución independiente pero con fuertes vínculos por venta de servicios mutuos.
- Vuelve a caer el número de afiliados; en setiembre de 2015 se sitúa en 53.992.
- En el mes de agosto de 2015, la institución alcanza un acuerdo de alianza estratégica y complementación de servicios con la Asociación Española (ASESP). En dicho acuerdo también entra el acuerdo con COMETT.
- En el semestre transcurrido se produjeron cambios importantes en lo que refiere al gobierno corporativo de la institución: renunció Rafael Amexis, encargado de la implementación de reformas y, ante el fallecimiento del Gerente General Sr. José Mouriño, accede a este cargo el Cr. Marcelo Brasca.

4. 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 adicional analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informe de Calificación realizado por CARE en abril de 2013 y sus sucesivas actualizaciones.
- EE.CC del Fideicomiso al 30/6/2015 con informe de revisión limitada independiente.
- EE.CC de la Fiduciaria al 30/6/2015 con informe de revisión limitada independiente.
- Cierre preliminar de resultados a setiembre de 2015 e CG.
- Información sobre cumplimiento total de las metas 1 y 3 por el trimestre abril a junio de 2015; cumplimiento parcial de la meta 2 por el mismo periodo y cumplimiento parcial de la meta 4 por el primer semestre de 2015.

SECCIÓN II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

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 Casa de Galicia
Fideicomitente:	Mutualista Casa de Galicia
Fiduciario:	República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA)
Agente de Pago:	RAFISA
Entidad Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)
Entidad Representante:	BVM
Títulos a emitirse:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.
Activos del fideicomiso:	Flujo de fondos provenientes de los créditos que Casa de Galicia 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, de acuerdo con la Ley N° 18.211 consistente (a la fecha de esta emisión) en los montos que se establecen en el Anexo 1.4 del Contrato de Fideicomiso Financiero (ANEXO 9 del Prospecto).
Garantía:	Los Títulos de Deuda están garantizados por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, constituido entre el Ministerio de Economía y Finanzas y Republica AFISA el 16 de octubre de 2009 (en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 18.439), para la emisión de garantías a favor de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva, cuyos planes de reestructuración hayan sido aprobados en el marco de lo dispuesto por dicha Ley No. 18.439.
Moneda:	Pesos Uruguayos expresados en U.I.
Importe de la emisión:	U.I. 150.000.000 (ciento cincuenta millones de unidades indexadas) de valor nominal
Interés:	4.5 % efectivo 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. En el caso que hubiera más de una serie, el interés se fijará en el documento de emisión de cada serie pudiendo llegar a un máximo de 6%.
Tipo de licitación:	Por precio
Pago de intereses:	Mensuales desde la fecha de emisión. La primera cuota venció el 31/1/2013
Plazo:	14 años a partir de la fecha de emisión.
Período de gracia:	Desde la emisión y por doce meses.

Amortización y Pago de intereses:

Luego del período de gracia los títulos se amortizarán en 156 cuotas mensuales con arreglo al cronograma detallado en el prospecto. Las cuotas varían, aumentando lo amortizado luego de los primeros 24 meses.

Fuente de repago:

Cesión de créditos contra el FONASA que tiene CG provenientes de su actividad asistencial, en favor del "Fideicomiso Financiero Casa de Galicia". La Cesión de créditos comprende también todos aquellos créditos o flujo de fondos que en el futuro puedan llegar a sustituir el régimen del FONASA.

Asesores Legales del

Fideicomitente:

Guyer & Regules

Calificadora de Riesgo:

CARE Calificadora de Riesgo SRL

Calificación de riesgo:

A.uy

Oferta pública:

El Fideicomiso y los Títulos de Deuda a emitirse han sido inscriptos en el Registro de Valores del BCU.

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, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita.

El riesgo jurídico de estructura, que por sus características, al consolidar la garantía de los títulos, conforma la parte fundamental de la calificación, se sigue considerando prácticamente inexistente dado también el tiempo transcurrido (Puede consultarse el informe jurídico original en www.care.com.uy).

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir rápidamente de los títulos constituye un atributo intrínseco de los mismos, aunque las características del mercado local ofrecen posibilidades limitadas.

SECCIÓN 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 30/06/2015, que cuentan con informe de revisión limitada independiente elaborado por Deloitte, la firma tiene un patrimonio de miles de \$ 575.033. Esto supone un incremento de 22.64 % respecto al que tenía al 31/12/2014. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 5.77. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores (estos de 12 meses) se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1 : Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30/6/15	31/12/14	31/12/13
Activo	641.496	535.512	423.444
Activo Corriente	333.960	339.206	278.896
Activo no Corriente	307.536	196.306	144.549
Pasivo	66.464	66.646	47.189
Pasivo Corriente	57.893	59.985	42.543
Pasivo no Corriente	8.570	6.662	4.646
Patrimonio	575.033	468.866	376.256
Pasivo y Patrimonio	641.496	535.512	423.445
Razón Corriente	5,77	5,65	6,56

Fuente: EE.CC RAFISA

Los ingresos por servicios vendidos en el último ejercicio completo (al 31/12/14) fueron 22.41% superiores a los del ejercicio pasado. En consonancia con lo anterior se incrementan los resultados operativos casi en la misma proporción mientras que los resultados del ejercicio lo hacen en 31.25% en buena medida por mejores resultados financieros. Esto se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	31/12/14	31/12/13	31/12/12
Ingresos Operativos	270.138	220.682	227.997
Gastos de Adm y Ventas	(191.557)	(156.556)	(136.885)
Resultado Operativo	78.581	64.126	91.112
Resultados Diversos	597	226	230
Resultados Financieros	38.125	26.507	3.848
IRAE	(22.255)	(18.441)	(21.722)
Resultados del Ejercicio	95.047	72.419	73.468
Fuente: EE.CC RAFISA auditados			

En esta ocasión se expone como información complementaria los resultados al 30 de junio de 2015 en comparación al mismo período del año anterior. Como se desprende del cuadro siguiente, la firma mantiene una actividad creciente. En efecto, en los 12 meses cerrados en junio de 2015, incrementó sus ingresos operativos en 63%, aún expresado en moneda corriente, representa un aumento muy significativo. Los resultados finales se incrementan aún en mayor proporción lo que dice de una mejora en la eficiencia de gestión. Eso puede observarse en una disminución relativa en los gastos de administración y ventas así como un importante incremento de los resultados financieros.

Cuadro 3: Estado de Resultados (miles de \$)		
Concepto	30/6/15	30/6/14
Ingresos Operativos	194.357	119.202
Gastos de Adm y Ventas	(101.040)	(92.386)
Resultado Operativo	93.317	26.816
Resultados Diversos	23	580
Resultados Financieros	39.940	18.385
IRAE	(27.139)	(7.316)
Resultados del Ejercicio	106.141	38.465
Fuente: EE.CC RAFISA		

En definitiva, la firma muestra niveles de solvencia y liquidez muy sólidos así como una actividad creciente.

En cuanto a su idoneidad y experiencia para esta tarea, se destaca que, de acuerdo a las notas a los EE.CC al 30 de junio de 2015, RAFISA administraba, 44 fideicomisos y un fondo de inversión. Es importante mencionar, además, la variedad de los mismos, así se informa que de los 44 fideicomisos, 11 son por recuperación de carteras; 18 son con intendencias municipales para financiación de proyectos o reestructura de deudas; 5 con instituciones de asistencia médica colectiva; 3 para construcción de parques eólicos entre otros.

El Fideicomiso

El Fideicomiso viene cumpliendo con sus obligaciones según lo previsto. De acuerdo a los EE.CC intermedios al 30/6/15, que cuentan con informe de revisión limitada independiente, Su situación es la que se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 4 EE.CC Fideicomiso (miles de \$)		
Concepto	30/6/15	31/12/14
Activo	555.545	547.797
Activo Corriente	57.915	50.091
Activo no Corriente	497.630	497.705
Pasivo	460.604	453.623
Pasivo Corriente	36.197	27.307
Pasivo no Corriente	424.407	426.316
Patrimonio	94.941	94.174
Pasivo y Patrimonio	555.545	547.797
Razón Corriente	1,60	1,83
Fuente: EE.CC Fideicomiso al 30/6/15		

En el primer semestre de 2015 recibió fondos provenientes del FONASA por UI 8.400.000 y realizó pagos a los beneficiarios de los títulos por UI 6.857.511 en concepto de amortización e intereses. En consecuencia, al término del semestre, restan aún por pagar 138 cuotas. El cronograma de cesiones FONASA a percibir así como las cuotas a pagar a los beneficiarios en concepto de amortización e intereses de los títulos, desde julio de 2015 hasta su cancelación se expone en el siguiente cuadro.

Cuadro 5: Cronograma de cesiones FONASA y compromisos a pagar (en miles de UI)			
Años	FONASA	Amortización	Intereses
2do. Sem 2015	8.400	3.750	3.025
2016	20.400	12.273	5.705
2017	20.400	12.273	5.164
2018	20.400	12.273	4.623
2019	20.400	12.273	4.082
2020	20.400	12.273	3.540
2021	16.800	12.273	2.999
2022	16.800	12.273	2.458
2023	16.800	12.273	1.917
2024	16.800	12.273	1.376
2025	16.800	12.273	834
2026	16.800	12.273	293
Total	211.200	138.750	36.016
Fuente: CARE en base EE.CC Fideicomiso al 31/6/2015			

Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario. La empresa fiduciaria está autorizada desde el año 2004 por el Banco Central de Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay. Este riesgo se considera inexistente.

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

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

SECCIÓN IV. EL ACTIVO SUBYACENTE

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 Contrato de Fideicomiso Financiero recogido en el Prospecto de emisión, correspondientes a la prestación que el Fideicomitente tiene derecho a percibir en concepto de cuota salud por los servicios asistenciales prestados a los beneficiarios del SNIS en el marco de la Ley N° 18.211. Esto sin perjuicio de cesiones anteriores que tienen prelación sobre estas tal como se da cuenta en el Anexo 9 del Contrato de Fideicomiso. Por otra parte algunas de esas cesiones, las más relevantes, serán sustituidas por estas.

Estas cesiones, tal como se diera cuenta en la sección anterior de este informe se vienen cumpliendo tal cual lo previsto.

La Institución

El juicio que a continuación se expone, valora la capacidad de la CG de generar los flujos necesarios para funcionar dentro de sus objetivos institucionales, y enfrentar todas sus obligaciones, entre ellas lógicamente las referidas al fideicomiso, sin que éste deba apelar a la garantía. Ya se mencionó que ésta es la que explica la calificación obtenida.

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 realiza la propia entidad acerca de su desempeño futuro.

Uno de los objetivos relevantes del presente capítulo es el análisis de la evolución histórica de las principales variables económicas y financieras, en tanto capaces de determinar el desempeño esperado de los flujos futuros. No obstante se consideran también la calidad asistencial y la estructura organizacional.

En cuanto a la calidad asistencial se entiende que no debería ofrecer dificultades significativas en tanto la Institución es supervisada por el regulador de la calidad del sistema (el MSP). Esta supervisión es mayor a partir de la implementación del SNIS. En tal sentido, la institución viene cumpliendo satisfactoriamente con las metas asistenciales dispuestas en la cláusula vigésimo octava del contrato de gestión que suscribieron los prestadores, y que son supervisadas por la JUNASA. En esta oportunidad brinda Información sobre cumplimiento total de las metas 1 y 3 por el trimestre abril a junio de 2015; cumplimiento parcial de la meta 2 por el mismo periodo y cumplimiento parcial de la meta 4 por el primer semestre de 2015.

Por otra parte, el llamado Plan de Reestructuración contiene propuestas de cambios muy significativos, tanto en el modelo de atención como en la propia organización, todos aprobados por el Ministerio de Salud Pública y el MEF. El 18 de enero de 2011, como ya se mencionó, el Consejo Directivo de Casa de Galicia aprobó por unanimidad el Plan de Reestructuración presentado por la Gerencia General, dando su total apoyo para su implementación.

Si bien la institución no ha logrado aún revertir los resultados negativos, el cierre preliminar (sin auditar) indicaría que se estarían alcanzando resultados operativos positivos lo que supone una buena señal acerca del impacto positivo de las reformas implementadas.

1. Análisis económico financiero histórico

Riesgos considerados:

- *Riesgo de rentabilidad*
- *Riesgo de solvencia*
- *Riesgo de liquidez*

La información utilizada fue la que surge de los Estados Contables finalizados y auditados correspondientes a los tres últimos ejercicios, esto es, a setiembre de 2014, 2013 y 2012. Al no haber un nuevo ejercicio cerrado y auditado (setiembre 2015) se reitera el análisis realizado en ocasión del informe de abril de 2015. Se dispuso de un cierre preliminar del ejercicio a setiembre de 2015 que se comenta más adelante.

Análisis de Rentabilidad

En el cuadro siguiente se han resumido los datos en miles de pesos uruguayos de los capítulos más relevantes de los Estados de Resultados de los mencionados ejercicios.

Cuadro 6: Estado de Resultados resumidos al 30 de setiembre de cada año (miles de \$ históricos)			
Concepto	2014	2013	2012
Ingresos Operativos	2.001.792	1.742.891	1.532.553
Costo de Bienes y Servicios	(1.934.442)	(1.725.357)	(1.510.348)
Resultado Bruto	67.350	17.534	22.205
Gastos de Administracion y Ventas	(143.424)	(144.098)	(109.863)
Resultado Operativo	(76.074)	(126.564)	(87.658)
Resultados Financieros	(82.198)	(65.500)	(49.458)
Resultados Extraordinarios	-	329.426	17.193
Resultados Diversos	23.097		(5.832)
Resultado del Ejercicio	(135.175)	137.362	(125.755)
Resultado Bruto	3,36%	1,45%	1,01%
Resultado Operativo	-3,80%	-7,26%	-5,72%
Resultado del Ejercicio	-6,75%	7,88%	-8,21%

Fuente: CARE en base EE.CC de CG

Las principales conclusiones que se extraen del cuadro anterior son las siguientes:

- La persistencia de resultados negativos. Aunque en el último ejercicio se observa una mejora relativa respecto al anterior a nivel de resultados brutos y operativos ya que como se informara anteriormente, en el ejercicio cerrado en setiembre 2013 se produce una ganancia extraordinaria producto de la reestructura de pasivos que permite un cierre de ejercicio con resultados positivos. El resultado operativo es clave para medir la gestión de la Institución y demuestra la dificultad de proveer servicios de modo sustentable y que además le permita hacer frente a sus costos financieros. Esta situación al cierre del ejercicio 2014 sigue siendo negativa aunque supone una mejora respecto a ejercicios anteriores. De acuerdo al cuadro precedente, el resultado operativo de 2014 representa -3.80% de los ingresos operativos contra -7.26% del ejercicio anterior.
- En particular se destaca la disminución de los Gastos de Administración y Ventas (caen en \$ corrientes). Esto refleja el resultado de ciertas medidas de restricción del gasto implementadas.

- Según se desprende del cierre preliminar de resultados a setiembre de 2015 se estaría consolidando esta tendencia. Esto es consecuencia de la implementación de nuevas medidas surgidas del nuevo plan de reestructura aprobado sobre fines del 2014.

Análisis de Solvencia

El ejercicio cerrado en 2014, vuelve a mostrar un incremento del pasivo y un patrimonio negativo consecuencia de un importante resultado deficitario del ejercicio.

Cuadro 7: Principales partidas del Estado de Situación			
En miles de \$ históricos a fin de cada ejercicio			
Concepto	2014	2013	2012
Activo corriente	356.562	367.000	183.987
Activo no corriente	849.759	814.761	874.306
Total activo	1.206.321	1.181.761	1.058.293
Pasivo corriente	663.414	549.951	592.972
Pasivo no corriente	568.123	587.425	555.043
Total pasivo	1.231.537	1.137.376	1.148.015
Patrimonio	(25.216)	44.385	(89.722)
Total Pasivo y Patrimonio	1.206.321	1.181.761	1.058.293
Razon corriente	0,54	0,67	0,31
Relacion pasivo/ingresos mes	7,38	7,83	8,99
Relacion pasivo/activo	1,02	0,96	1,08

Fuente: CARE en base a CG

Análisis de Liquidez de la empresa

No es un aspecto demasiado relevante en esta calificación, ya que los títulos tienen una garantía propia, que es la cesión de cuotas FONASA y, fundamentalmente, la otorgada por el Estado; por lo tanto la liquidez de CG o su carencia no influyen en el pago de los títulos en la medida, claro está, que la institución se mantenga operativa. No obstante y a modo ilustrativo se incluyen a continuación los índices de liquidez de la empresa de acuerdo a los últimos tres ejercicios finalizados y auditados tomando como tal el cociente entre Activo Corriente y Pasivo Corriente. Estos índices para los tres últimos ejercicios son respectivamente: 0.54; 0.67 y 0.31 tal como puede observarse en el Cuadro 7. Estos ratios no indican una buena posición de liquidez. De todas formas, es de destacar que los compromisos asumidos por CG para cancelar estos títulos representan un monto del orden del 2.5% de sus ingresos operativos.

En resumen: la rentabilidad, la solvencia y la liquidez de Casa de Galicia, en sí mismas, no podrían asegurar el éxito de esta operación, lo que explica la creación financiera con garantía del Fondo de Garantía IAMC.

2. Resultados proyectados

Se trata de evaluar la capacidad de la empresa deudora de cumplir con su propia previsión de generación de ingresos futuros para el pago en tiempo y forma de las obligaciones asumidas, considerando sus antecedentes económico financieros. No obstante este análisis tiene menor ponderación en la calificación, porque en la medida que

la empresa continúe en marcha, la cesión de ingresos, tal como ha sido estructurada, y la garantía del Estado, prevalecen en el análisis de riesgo sobre la propia consideración de la razonabilidad de los flujos proyectados. Por otra parte, se trata de una proyección que hace la Institución introduciendo los cambios que considera relevantes.

En tal sentido, si se comparan las proyecciones realizadas para el ejercicio 2014 con los resultados obtenidos de acuerdo al balance auditado, se observa un desvío relativamente importante. Sin embargo, en esta oportunidad la comparación del cierre preliminar a setiembre 2015 con lo presupuestado oportunamente muestra una consistencia importante y, en todo caso, resultados relativamente mejores de lo previsto. Se reitera sin embargo, que se trata de resultados preliminares sujetos a auditoría. En el cuadro siguiente se exponen estas cifras, comparando lo presupuestado con lo "real" de acuerdo a la versión sin auditar.

Cuadro 8: Ejercicio 2014/2015. (millones de \$)		
Concepto	Previsto	"real"
Ingresos operativos netos	2.025	2.023
Costo de los servicios prestadoa	(1.893)	(1.899)
Resultado Bruto	132	124
Gastos de administración y ventas	(140)	(123)
Resultado operativo	(8)	1
Resultados diversos	(7)	(3)
Resultados financieros	(61)	(66)
Resultado del ejercicio	(75)	(68)
Resultado Bruto	6,52%	6,13%
Resultado Operativo	-0,40%	0,05%
Resultado del Ejercicio	-3,70%	-3,36%
NOTA: la columna real es tomada de un cierre preliminar sin auditar.		
Fuente: Casa de Galicia		

De confirmarse por parte de la auditoría los resultados preliminares, la institución habrá alcanzado resultados operativos positivos luego de mucho tiempo. Es de hacer notar que esto ocurre en un contexto de caída del padrón de afiliados.

Afiliados

Como se comentaba líneas arriba el número de afiliados vuelve a caer para situarse en el nivel más bajo de la serie analizada (Ver Cuadro 9). Esta circunstancia no parece afectar las finanzas de la institución ya que mientras la relación costo/beneficio de un afiliado se mantenga en los términos actuales no necesariamente el incremento del padrón se traduce automáticamente en una mejora de los resultados. CG presenta una serie de indicadores históricos en los que se puede observar que el nivel de ingresos crece por encima del nivel de gastos lo que estaría explicando esta aparente contradicción en que los resultados mejoran con menor cantidad de afiliados.

Cuadro 9: Evolución de Afiliados		
Fecha	cantidad	diferencia
marzo 2009	59.383	
marzo 2010	60.762	1.379
marzo 2011	61.863	1.101
marzo 2012	61.922	59
marzo 2013	59.563	(2.359)
diciembre 2013	59.602	39
enero 2014	59.526	(76)
febrero 2014	59.298	(228)
marzo 2014	60.199	901
abril 2014	59.394	(805)
octubre 2014	58.674	(720)
marzo 2015	57.000	(1.674)
setiembre 2015	53.992	(3.008)
Fuente: CARE en base información CG		

Fondo de Garantía

Por todo lo expuesto, debe recordarse una vez más, que aun en el escenario más adverso, el Fondo de Garantía IAMC es suficiente para cubrir el pago de los títulos de deuda, dada la forma y el monto que componen dicho Fondo. En el peor de los escenarios (uso de todas las garantías autorizadas), el flujo de fondos establecido por la Ley cubriría anualmente las obligaciones garantizadas. Esto se visualiza en el Cuadro 10.

El cuadro fue elaborado por CARE en base a la información que surge de los EE.CC de cada fideicomiso (excepto el denominado Casmu D cuya información fue proporcionada por RAFISA). 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 128.000.000. CARE simuló un escenario para los próximos cinco años en función de las obligaciones de cada uno de los fideicomisos garantizados por el Fondo en lo que refiere a la amortización de los títulos más los intereses correspondientes.

Cuadro 10: Flujo Garantizado por Fondo IAMC (en miles de UI)					
Fideicomiso	2015	2016	2017	2018	2019
Asociación Española	30.092	30.092	30.092	30.092	30.092
Nuevo Casmu	41.132	41.132	41.132	41.132	41.132
Casmu II, Serie 1	27.471	27.471	27.471	27.471	27.471
Casmu D	10.915	10.735	10.545	10.360	10.176
Casa de Galicia	13.632	17.978	17.437	16.896	16.355
Totales	123.242	127.408	126.677	125.951	125.226
Fuente: CARE en base EE.CC de los Fideicomisos					

Se puede observar como, aún en el caso que ninguno de los fideicomisos garantizados cumpliera con su cuota a lo largo de cada uno de los cinco años considerados, en ningún caso, los fondos necesarios que debería aportar el Fondo de Garantía supera el tope habilitado por ley para su reposición. En efecto, el año 2016, el de mayor monto, alcanza a miles de UI 127.408, inferior al tope de reposición legal que es de miles de UI 128.000, sin contar, además, que el Fondo cuenta con un saldo de miles de UI 192.000. Hasta el momento, no ha sido necesario acudir a esta garantía.

Si en cambio se simula el mismo escenario incluyendo además los montos necesarios para cubrir los gastos administrativos de cada fideicomiso, el resultado sería el que sigue:

Cuadro 11: Contingencia máxima por garantías emitidas y cronograma de emisiones

Año	Ingresos			Egresos					Saldo final FF Fondo Garantía IAMC
	FF Fondo Garantía IAMC	Aportes adicionales eventuales	CASMU D	CASMU II	NUEVO CASMU	CASA DE GALICIA	ASOC. ESPAÑOLA	TOTAL contingencia por egresos anuales	
2015/07	192,000	60,750	5,000	15,000	18,750	7,000	15,000	60,750	192,000
2016		128,000	12,000	36,000	45,000	20,400	36,000	149,400	170,600
2017		128,000	10,200	36,000	42,000	20,400	36,000	144,600	154,000
2018		128,000	10,200	36,000	42,000	20,400	36,000	144,600	137,400
2019		128,000	10,200	36,000	42,000	20,400	36,000	144,600	120,800
2020		128,000	10,200	36,000	42,000	20,400	36,000	144,600	104,200
2021		128,000	10,200	36,000	42,000	16,800	36,000	141,000	91,200
2022		128,000	10,200	36,000	42,000	16,800	36,000	141,000	78,200
2023		128,000	10,200	36,000	42,000	16,800	36,000	141,000	65,200
2024		128,000	7,650	36,000	38,400	16,800	36,000	134,850	58,350
2025		104,800	-	36,000	16,000	16,800	36,000	104,800	58,350
2026		88,800	-	36,000	-	16,800	36,000	88,800	58,350
2027		63,000	-	36,000	-	-	27,000	63,000	58,350
Fuente: CARE en base RAFISA									

Puede comprobarse que, si bien en algún año la cifra a reponer supera el tope anual actual, igualmente el Fondo tiene saldo suficiente para cubrir dicha circunstancia. Por otra parte, al momento de redactar este informe se encuentra a consideración del Parlamento, un proyecto de ley elevando el tope anual a UI 162 millones. Este proyecto ya cuenta con media sanción.

SECCIÓN 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 a 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 en Anexo 1). 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, desde fijaciones de precios que no sigan a los costos.

1. 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 evidencia un riesgo sistémico importante. 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 y ver en qué medida es autosustentable o necesita de partidas presupuestales del Estado.

Para hacer un seguimiento del sector salud es preciso monitorear especialmente tres grupos de indicadores. El gasto público en salud que ya se refirió 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, habría más presiones sobre el sistema.

Todos estos aspectos se cuantifican en el Anexo 2 “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. El crecimiento de este precio administrado en

exceso haría que las pérdidas presionaran en los aportes del gobierno a la seguridad social. 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. Por el contrario, se encuentra en trámite de aprobación parlamentaria una ampliación del mismo. 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. Éste, de ocurrir en el tiempo, 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.

El riesgo político en sus dos aspectos, y dada la importancia decisiva del primero, se considera *bajo*.

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

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁸ CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos)

Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles 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 1
INFORMACION SECTORIAL DE LA SALUD

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 a cada actualización de calificación algunas referencias al marco general en el que se desenvuelve el sector salud.

Transcurridos ocho años desde el inicio de las modificaciones normativas más importantes del SNIS, y cuatro 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, el entorno de la salud en el cual CARE revisa sus calificaciones ha venido incorporando algunas novedades.

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 es escasa. Por este motivo, CARE utiliza fuentes de información indirecta que, a través del seguimiento sistemático, brindan de alguna forma también información relevante para el análisis sectorial.

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 (ver Gráfica 6), podría forzar al Sistema creado en 2008. Esto se debe a que el aumento del gasto público en salud se da en momentos en que la economía atraviesa por un nuevo ciclo económico que se caracterizará por una tasa de crecimiento inferior a la de la tendencia de largo plazo, en el que la recaudación correrá de atrás a ese mayor gasto.

La progresiva universalización del SNIS y de su financiamiento basado en los contratos con la 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.

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.

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 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 aportes patronales del 5% sobre las retribuciones y en el caso de los trabajadores de 3% para quienes perciben menos ingresos⁹, y de 4.5% y 6% en caso de superar el límite de ingresos mencionado en la nota de pie de página. 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.

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 258/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2015.

⁹Menos de 2 BPC

3. La salud en cifras¹⁰

Cobertura

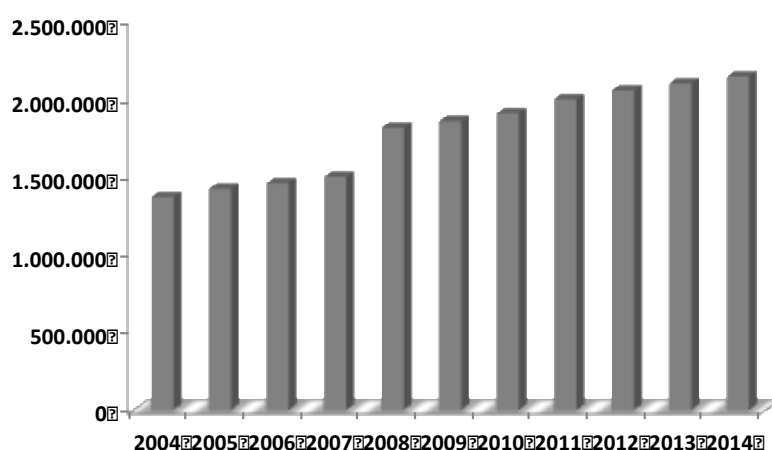
Según informa el INE, el 97,2% de la población se encuentra amparada por algún tipo de cobertura de salud. Los proveedores de servicios de salud pueden ser públicos o privados. Dentro de los públicos se encuentra el MSP, ASSE, Hospital de Clínicas, Hospital Militar, Hospital Policial, las Policlínicas 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 privados nacionales o del exterior, las IAMC, los Seguros Privados, los consultorios privados y las farmacias.

Cuadro 1. Pob. urbana, por atenc. de la salud, - grandes áreas y grupos Poblac.					
Estruct. %	Total	n asistenc	MSP	Mutualista	Otro
Total	100	2,6	31,6	58,4	7,4
Menores de 14 años	100	0,9	36	56,3	6,7
Inactivos	100	2,2	39,1	50,1	8,8
Ocupados	100	3	24	66	7
Desocupados	100	12,1	52,5	27,9	7,6
Montevideo	100	2,7	19,9	67,2	10,1
Menores de 14 años	100	0,8	25,8	62,9	10,5
Inactivos	100	2,3	24,7	61,9	11,1
Ocupados	100	2,8	14,2	73,4	9,6
Desocupados	100	13,8	38,9	38	9,3
Interior	100	2,6	39,3	52,5	5,6
Menores de 14 años	100	1	41,5	52,8	4,7
Inactivos	100	2,1	48,2	42,7	7
Ocupados	100	3,1	31,4	60,4	5,1
Desocupados	100	10,8	63,2	19,9	6,2
Fuente. CARE en base a MSP e INE					

La cobertura del FONASA alcanza el 88% de la población, una cifra aproximada de 2,3 millones de personas (ver Gráfica 1). Estas se distribuyen en un 81,7% a través de la IAMC, un 2,5% a través de los seguros privados y el 15,8 % 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.

¹⁰ Para la confección de la actualización del Entorno del Sector Salud se basó en la información estadística comprendida en "Cuentas Nacionales de Salud 2009 – 2012", Rendición de Cuentas de la JUNASA para el año 2014 y el "Informe sobre Movilidad Regulada de febrero de 2015 de la DIGESNIS – MSP.

Gráfica 1. Evolución de los afiliados en las IAMC.

Fuente: CARE en base a información del MSP.

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 que recaba el INE en la Encuesta Continua de Hogares. De ella se extrae que el 60,5% de la población se atiende en alguna IAMC y el 30,5% se atiende en ASSE.

Cuadro 2. Porcentaje de personas con derecho de atención a servicios de salud

IAMC	60,3
IAMC a través del FONASA	54,4
IAMC pago privado	5,9
ASSE	30,2
ASSE a través del FONASA	9,8
ASSE por bajos recursos	20,4

Fuente: CARE en base a información de la ECH 2013

Cuadro 3. Distribución del N° de afiliados FONASA

Instituciones privadas Interior	769.828
Instituciones privadas Montevideo	1.122.041
ASSE	417.984
Total	2.309.853

Fuente: CARE en base a información del MSP a diciembre de 2014.

En el interior del país existe una atomización de instituciones que corresponde con el número de departamentos. En la capital, 3 instituciones concentran más del 50% del número de afiliados, estas son: Médica Uruguaya, la Española y el CASMU.

Financiamiento

Las fuentes de financiamiento se pueden agrupar de la siguiente forma: impuestos y contribuciones, precios y contribuciones obligatorias a la seguridad social. A continuación se describe cada una de ellas:

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.

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, 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 del 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 dicho gasto. 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.

Gasto en salud

Debe atenderse la evolución creciente que ha tenido el gasto en salud en Uruguay en los últimos 10 años.

Cuadro 4. Gasto en Salud*

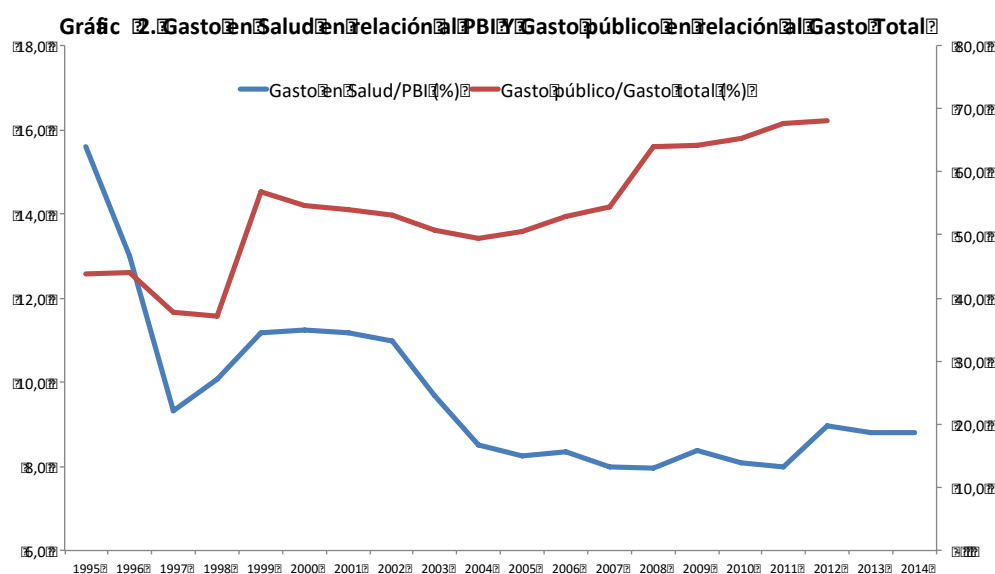
Año	Gasto en Salud/PBI	Gasto en Salud Millones de dólares	Gasto per cápita (dólares)
2004	8,70%	1.160	351
2005	8,20%	1.426	431
2006	8,30%	1.606	485
2007	8,00%	1.864	561
2008	7,90%	2.410	723
2009	9,00%	2.715	812
2010	8,80%	3.410	1.016
2011	8,50%	4.160	1.235
2012	9,00%	4.454	1.318
2013	8,80%	5.067	1.473
2014**	8,80%	5.067	1.467
Fuente: CARE en base a información del INE, BCU y MSP.			
*Nota: las cifras de gasto en salud de 2011 y 2012 refieren a estimaciones preliminares del MSP-OPS/OMS, 2013 al Banco Mundial.			
** 2014 es estimado y calculado en base a la información de la Ley de Presupuesto 2015.			

En lo que respecta a la comparación internacional, el gasto en salud parece encontrarse dentro de los parámetros normales de tendencia internacional.

Cuadro 5. Comparación internacional Gasto en Salud/PBI 2013

EEUU	17,1
SUIZA	10,5
ALEMANIA	11,3
CANADÁ	10,9
FRANCIA	11,7
ESPAÑA	9
URUGUAY	9
JAPÓN	10,3
CHILE	7,7
ARGENTINA	7,3
MÉXICO	6,2
COLOMBIA	6,8
PERÚ	5,3
Fuente: Banco Mundial	

En lo que respecta a la evolución histórica reciente del gasto en salud en Uruguay, se observa que después de los altos valores de mediados de la década del 90, el gasto se mantuvo en valores del 8% en relación al PBI (ver Gráfica 2). Llama la atención cómo el gasto público ha aumentado su participación a partir de la reforma de 2008. Esto se debe a que lo que figura como gasto público, contempla el FONASA que es un aporte privado que financia en parte las erogaciones del poder ejecutivo para el Sector Salud.

Gráfica 2. Gasto en Salud en relación al PBI Y Gasto público en relación al Gasto Total

Fuente: CARE en base a información del MSP.

Evolución de las fuentes de Financiamiento

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

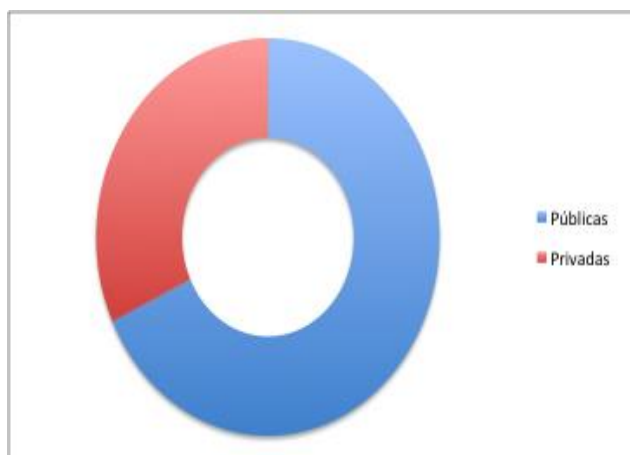
Como fue mencionado anteriormente, el gasto público en Salud ha crecido en los últimos años. También su financiación, en particular a partir de la reforma del 2008 con la creación del FONASA que dotó al sistema de más recursos de los que contaba en el pasado.

El Sistema de Salud se financia con fondos públicos y con fondos privados¹¹. 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 (Ver Gráfica 3) 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). El 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. Otro cambio que se evidenció en el período que caracterizó la post reforma fue la mayor contribución del empleado y al mismo tiempo, una disminución de la transferencia del gobierno a la seguridad social. Según el último dato publicado por el MSP, el aporte del empleado se situaba en el entorno del 43% y la contribución del gobierno a la Seguridad Social se situaba en valores del 14% (ver Gráfica 4). Como contraste, en el año 2006 la contribución del empleado se situaba en 18,6% y la contribución del gobierno era del 26%.

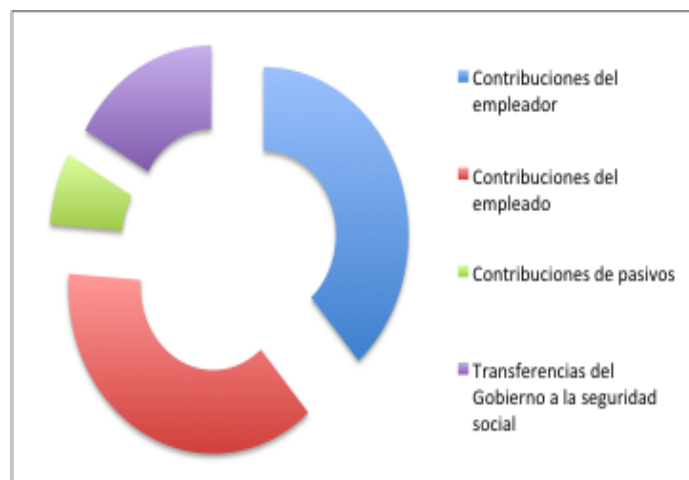
¹¹ También se financia con fondos provenientes del Resto del Mundo, aunque en el Sistema uruguayo este rubro es marginal.

Gráfica 3. Fuentes de Financiamiento de los servicios de Salud. Públicas y Privadas.



Fuente: CARE en base a información del MSP.

Gráfica 4. Contribuciones a la Seguridad Social. 2012.



Fuente: elaborado por CARE en base al MSP.

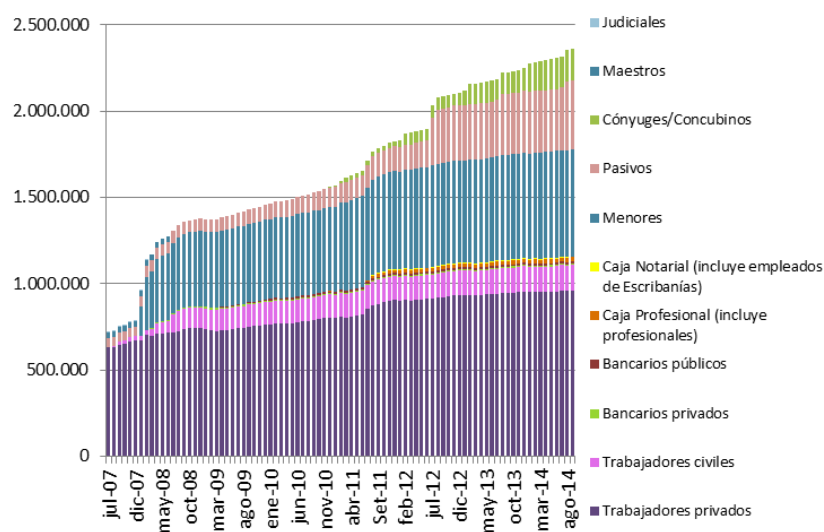
El FONASA es deficitario y año tras año Rentas Generales tiene que realizar transferencias para equilibrar las cuentas. El Cuadro 6 describe la evolución de las transferencias de Rentas Generales requeridas para cerrar la brecha de ingresos y egresos. Destaca el incremento que han manifestado los últimos tres años tanto en términos de su magnitud real como en términos de su porcentaje respecto al conjunto de egresos del FONASA.

Cuadro 6. Transf. de Rentas Grales. al FONASA y Egresos Totales									
Mills \$ 2008	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Transferencias	896	472	1.002	538	449	1.025	2.443	4.217	5.609
Egresos	7.820	8.288	14.134	16.307	18.360	20.523	26.250	30.766	34.473
%s/Egresos	11%	6%	7%	3%	2%	5%	9%	14%	16%
Fuente: Departamento de Regulaciones Económicas. Área de Economía de la Salud. DIGESNIS.									
En base a información de BPS y a serie del IPC publicada por el INE									

Los egresos aumentan debido a que año tras año se verifican ingresos de personas en tramos de edad que generan más egresos que ingresos. A modo de ejemplo: (a) jubilados y pensionistas, mayores de 74 años a diciembre de 2010 y con ingresos superiores a 3 BPC, (b) cónyuges con al menos un hijo a cargo, (c) pagos por sobrecuota de inversión con instituciones amparadas con contratos de gestión suscritos en 2011. A continuación se presentan las gráficas 5 y 6, que describen la evolución de las incorporaciones estimadas por el MSP entre 2011 y 2016¹².

¹² Ver Cuentas Nacionales de Salud 2009-2012.

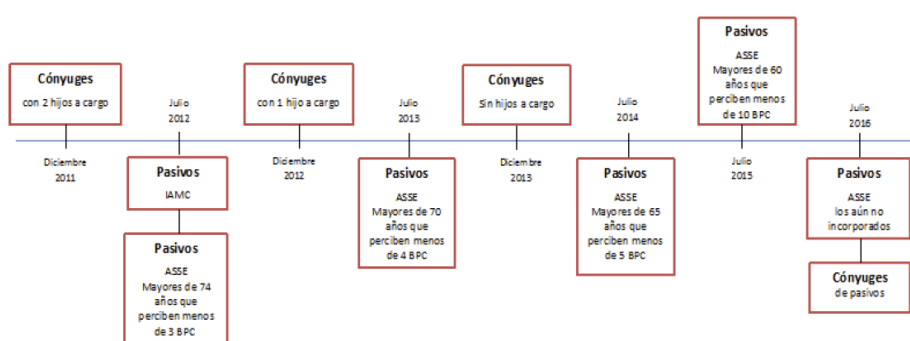
Gráfica 5. Población afiliada al Seguro Nacional de Salud, julio 2007-setiembre 2014



Fuente: Cuentas Nacionales de Salud

Los ingresos difícilmente aumenten debido a que el país ha experimentado una coyuntura económica favorable y prolongada que ha incrementado el empleo y el ingreso formal de los hogares. Únicamente el incremento aún mayor de la “formalidad” del mercado laboral y el mantenimiento del empleo en las condiciones actuales podría moderar este déficit. La implementación de la Ley 19.210 (Acceso de la población a servicios financieros y promoción del uso de medios de pago electrónicos) que llevará una mayor formalización sistémica del mercado laboral, podría colaborar en incrementar los ingresos del Sistema.

Gráfica 6. Evolución de los incorporados al FONASA y proyectado 2015 y 2016.



Fuente: Cuentas Nacionales de Salud

La brecha existente entre egresos e ingresos se viene incrementando. Por esta razón es relevante conocer si este déficit representa un orden de magnitud que alerte sobre la sustentabilidad del Sistema. En este sentido, CARE estimó este déficit en relación al PBI, al déficit del Sector Público y al gasto público en Salud.

Estas estimaciones dieron como resultado que el déficit del FONASA para el año 2013 significó el 0,53% del PBI, representó aproximadamente el 16% del déficit acumulado del

Sector Público y el 9,3% del Gasto Público en Salud. Este déficit representa una cifra considerable y probablemente creciente aunque no reviste (a priori) una magnitud relevante. Este contexto podría acentuarse de verificarse una persistencia en el tiempo del shock económico negativo actual debido a que el ingreso del Sistema se reduciría en función de la caída del empleo, mientras que los gastos serían crecientes tanto por eventuales aumentos del salario en la rama Salud como en lo que respecta a los nuevos contingentes de beneficiarios FONASA en 2015 y 2016, ambos deficitarios (ver Gráfica 6).

Otro elemento a considerar es el resultado de la movilidad regulada de usuarios que se evidencia en el mes de febrero de cada año. 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.

Si bien los movimientos han aumentado en valores absolutos, en términos relativos se han mantenido en el entorno del 4% (Ver Cuadro 7).

Cuadro 7. Evolución del número de habilitados y cantidad de movimientos.			
Período	Habilitados	Movimientos	Mov/Hab
feb-09	272.691	20.213	7,40%
feb-10	338.814	22.504	6,60%
feb-11	839.073	53.651	6,40%
feb-12	1.063.632	49.367	4,60%
feb-13	1.194.048	52.134	4,40%
feb-14	1.350.473	55.364	4,10%
feb-15	1.526.872	62.032	4,10%
Fuente: BPS			

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, para la actual calificación se introdujo el seguimiento del endeudamiento sectorial en el sistema bancario reportado por el BCU.

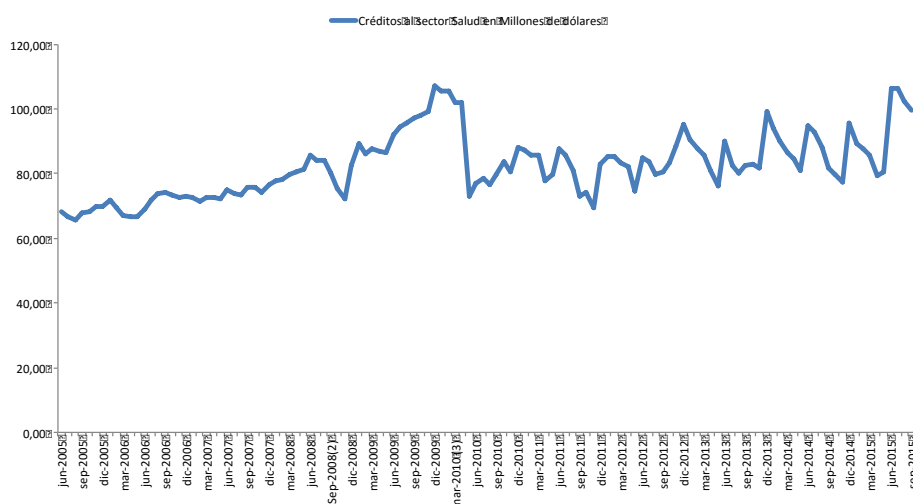
Para estimar el nivel de endeudamiento se tomaron los créditos a los tres sectores directamente relacionados con la salud. Estos son: “Actividades de hospitales”, “Actividades de médicos” y “Otras actividades relacionadas con la salud humana”¹³. Se tomó en cuenta el nivel de créditos del sistema bancario consolidado y los créditos en moneda nacional y en moneda extranjera.

Este endeudamiento se encuentra estable según se describe en la gráfica 7. No obstante lo anterior, 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 adelante señales de alerta sectoriales.

¹³ Sector CIU revisión 3, código 85110, 85120 y 85190

Gráfica 7. Endeudamiento del sector salud

Créditos al Sector Salud en Millones de Dólares



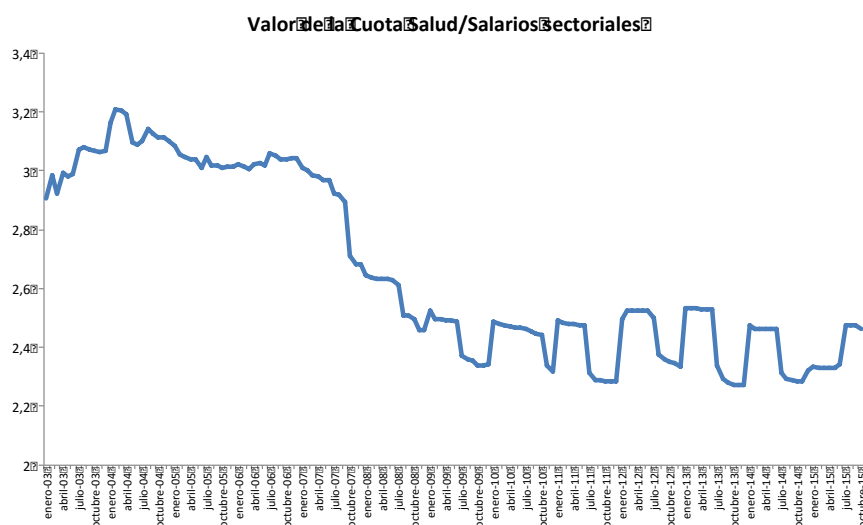
Fuente: elaborado por CARE en base a datos del BCU

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 Sistema¹⁴ es la cuota “salud”. 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 el precio de medicamentos e insumos médicos. Según detalla el Informe de Cuentas Nacionales de Salud (MSP-OPS/OMS0, “la remuneración de los empleados” representa el 55% de los costos de los “prestadores de salud”, “otros suministros y servicios” representa el 25% y “medicamentos” representa el 13,5%.

Estos tres precios son los que en tendencia, debería 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 forma.

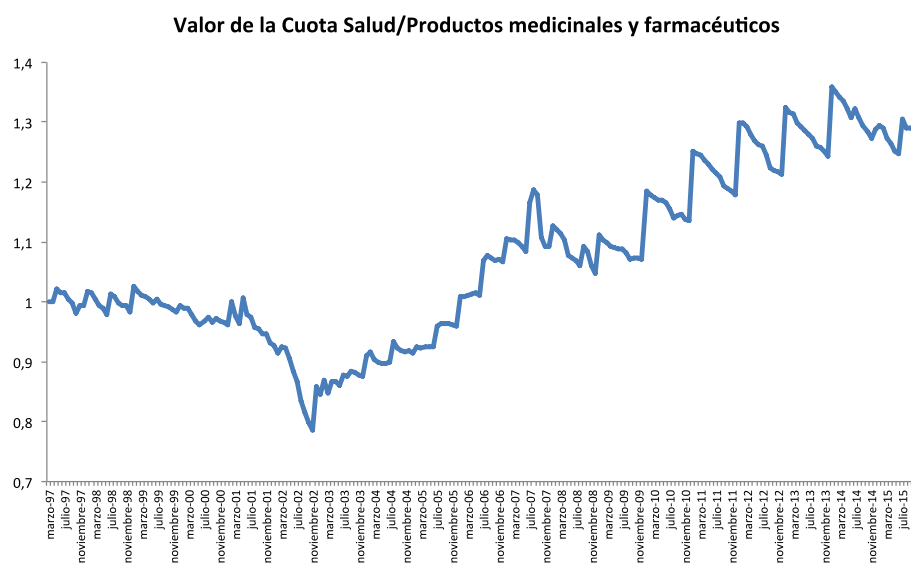
¹⁴Es un precio administrado por el Poder Ejecutivo que contempla la variación en los costos según una paramétrica definida.

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

Fuente: CARE en base a información del MSP

Se observa cómo los salarios aumentaron más que la cuota en el pasado reciente, estabilizándose a partir del 2009 (Gráfica 8) mientras que los insumos han disminuido su participación (Gráfica 9). 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 mantiene 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.

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 4). En la estructura de costos, los precios mencionados anteriormente son los segundos en importancia después de los salarios.

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

Fuente: CARE en base a información del MSP

4. **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 evidencia un riesgo sistémico importante. 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) 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 y ver en qué medida es autosustentable o necesita de partidas presupuestales del Estado.

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

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. El crecimiento de este precio administrado en exceso haría que las pérdidas presionaran en los aportes del gobierno a la seguridad social. 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. *Riesgo medio.*

Riesgo de Endeudamiento: 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 bajo*

Riesgo Político. Sin perjuicio de lo anterior, hay que tener presente que el riesgo sectorial 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 analizada líneas arriba. Por lo tanto el riesgo de políticas públicas 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. Incluso 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. No obstante lo anterior, una señal de alerta sectorial sería el creciente desfasaje entre ingresos y egresos del FONASA mencionado líneas arriba. Que de persistir en el tiempo, podría incrementar el riesgo sectorial sistémico en tanto financiado por gasto público, lo que como se ha referido anteriormente, no reviste por ahora motivo de alarma. *Riesgo bajo.*

En conclusión, no es posible inferir que el sector de la salud éste atravesando una coyuntura desfavorable. No obstante lo anterior, hay que hacer mención al relativo atraso de la información sectorial que desfavorece el correcto seguimiento de la calificadora. *Riesgo medio bajo.*
