

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

Montevideo, febrero de 2018

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
8	II LOS TITULOS DE DEUDA
10	III LA ADMINISTRACION
13	IV EL ACTIVO SUBYACENTE
17	V EL ENTORNO
19	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORMACION SECTORIAL

Actualización de la calificación de la emisión de títulos representativos de deuda a partir del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia 26-de febrero -2018

Títulos representativos	de deuda escriturales de oferta pública por UI 150.000.000.
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 efectuada entre el 20 y 24 de diciembre de 2012.
Tasa:	4.5 % efectiva anual en UI.
Garantía:	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.
Fiduciario:	República AFISA
Entidad Registrante:	BVM
Administración y pago:	República AFISA
Vigencia de la calificación:	hasta el 30/11/2018
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	A (uy) ¹
Manual:	Manual de Calificación de finanzas estructurados administrados por terceros

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

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, que fue aceptado oportunamente 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 18.439.
- Con el respaldo de esa 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 150 millones de UI más sus intereses.
- 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 (Art. 7 del Contrato de Fideicomiso: Alcance y Ejecución del Fondo de Garantía IAMC en que se obliga a cubrir la eventual cuota impaga antes de 48 hs.). 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.
- 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 fideicomitados no solo de la garantía del Estado, sino de una forma de constituirla de singular eficacia.
- El paso del tiempo sin que se hayan registrado hechos relevantes ratifica las conclusiones expuestas

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 Galicia² del Fondo Nacional de Salud³, 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 juicio⁴.

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 corresponda⁵.

En este caso se trató de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de UI 150.000.000, amortizables, luego del período de gracia de un año, mensualmente durante los siguientes 13 años. La tasa contractual aplicable es del 4.5 % efectivo anual en UI. La tasa de interés efectiva determinada en función del flujo de fondos asociado a la emisión de los títulos es del 3,13 % anual en UI. 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 18439⁶, fideicomitado a su vez a República Afisa, responsable de hacer efectiva en su caso aquella garantía.

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

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

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 calificación es hasta el 30/11/2018⁷.

2. Antecedentes

La emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte de Casa de Galicia fue parte de un proceso que abarcó 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 N° 18.349 por la cual se constituyó el Fondo de Garantía IAMC. Posteriores leyes fueron modificando los montos los que actualmente son: UI 192 millones como saldo de reserva y, en caso de necesidad, hasta UI 162 millones por año de reposición.

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 UI 192 millones 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.

El Fideicomiso Financiero Casa de Galicia se constituyó entre CG como Fideicomitente, RAFISA como Fiduciario y el Fondo de Garantía IAMC como Garante. Está operativo desde diciembre de 2012, fecha en que se realizó la emisión.

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

3. Hechos destacados ocurridos en el semestre

- El número de afiliados al 31/01/18 es de 48.323. En el cuadro siguiente se ilustra su evolución.

Cuadro 1: Evolución de Afiliados

fecha	padrón	fecha	padrón
Feb. 2014	59.298	Oct. 2016	50.939
Oct. 2014	58.674	Mar. 2017	50.192
Set. 2015	53.992	Oct. 2017	48.554
Feb. 2016	52.500	Ene. 2018	48.323

Fuente: CARE en base Casa de Galicia

Es de destacar que en esta oportunidad no se habilitó en el mes de febrero de 2018 la posibilidad de cambio de institución como era habitual ("corralito")

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 y sus sucesivas actualizaciones.
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2017⁸
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/9/2017
- Información sobre cumplimiento de Metas Asistenciales.
- Actualización del padrón de afiliados.
- EE.CC de la institución al 30/9/17 con informe de auditoría

⁸. Versión aún sin auditar. Al contar CARE con el informe de auditoría, eventualmente podrían surgir comentarios adicionales

II. LOS TITULOS 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 emitir: 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.

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 realizada entre el 20 y 24 de diciembre de 2012.

Período de gracia:

Desde la emisión y por doce meses; ya vencido.

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

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. *Riesgo casi nulo.*

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. *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 intermedios al cierre del 30/9/2017 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 549.195. Esto supone una disminución del orden del 1,5 % respecto al que tenía al 31/12/2016. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4,71. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Sep-17	31-Dec-16	31-Dec-15
Activo	618.745	636.880	714.204
Activo Corriente	211.077	219.778	457.830
Activo no Corriente	407.668	417.102	256.374
Pasivo	69.550	78.969	96.271
Pasivo Corriente	44.768	58.536	87.650
Pasivo no Corriente	24.782	20.433	8.621
Patrimonio	549.195	557.910	617.932
Pasivo y Patrimonio	618.745	636.880	714.204
Razón Corriente	4,71	3,75	5,22

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, la firma muestra una disminución en su facturación del orden del 16 % en el periodo cerrado a setiembre de 2017 respecto a igual período del año anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado ya que los gastos de administración y ventas se mantienen relativamente constantes. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos a setiembre de 2017 y su comparativo con el mismo período de 2016 y el último ejercicio completo.

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

Concepto	30-Sep-17	30-Sep-16	31-Dec-16
Ingresos Operativos	197.194	234.357	307.513
Gastos de Adm y Ventas	(158.755)	(150.350)	(217.054)
Resultado Operativo	38.439	84.007	90.458
Resultados Diversos	339	3	84
Resultados Financieros	13.785	19.309	29.802
IRAE	(11.598)	(24.535)	(31.299)
Resultados del Ejercicio	40.965	78.785	89.044

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva y pese a la caída en los resultados, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de setiembre de 2017, 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

El Fideicomiso viene cumpliendo con sus obligaciones según lo previsto. De acuerdo a los EE.CC al 31/12/17, su situación es la que se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: EE.CC Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	31-Dec-17	31-Dec-16	31-Dec-15
Activo	537.276	555.665	563.289
Activo Corriente	82.051	72.031	66.680
Activo no Corriente	455.226	483.634	496.609
Pasivo	440.835	457.387	467.858
Pasivo Corriente	56.791	48.651	45.853
Pasivo no Corriente	384.044	408.736	422.005
Patrimonio	96.441	98.279	95.431
Pasivo y Patrimonio	537.276	555.665	563.289
Razón Corriente	1,44	1,48	1,45

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se desprende del cuadro precedente que, hasta el momento, el fideicomiso se viene desarrollando sin inconvenientes. Tanto su situación patrimonial como su liquidez no ofrecen dificultades.

A la fecha de cierre, el cronograma restante de fondos FONASA a percibir así como las cuotas por amortización e intereses de los títulos, se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 5: Ingresos y egresos esperados del fideicomiso (miles UI)

Años	FONASA	Amortización	Intereses
2017		1.023	410
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	162.000	111.477	22.531

Fuente: CARE en base EE.CC Fideicomiso

Se recuerda que los pagos de amortización e intereses de los títulos son mensuales; el último pago correspondiente al año 2017 tuvo vencimiento el día 30 de diciembre que fue feriado; por esa razón se abonó el día 2 de enero de 2018 lo que explica los saldos a pagar en 2017 que se informan en el cuadro precedente.

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 *casi nulo*.

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

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

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE

El activo subyacente consiste en la cesión de los créditos provenientes del 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.

Estas cesiones, desde el comienzo del fideicomiso 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.

Respecto a la calidad asistencial la Institución es supervisada por el MSP. Esta supervisión es mayor a partir de la implementación del SNIS. En tal sentido, la institución informa periódicamente acerca del cumplimiento de las metas asistenciales dispuestas en la cláusula vigésimo octava del contrato de gestión (y otras creadas a posteriori) que suscribieron los prestadores, y que son supervisadas por la JUNASA. Cabe decir que la eventualidad en el no cumplimiento de alguna de las metas, repercute en primera instancia en los ingresos de la institución.

Seguimiento de la situación económico financiera

En términos generales corresponde señalar, una vez más, que no es este el aspecto más relevante en la nota asignada a la emisión por cuanto la misma deriva de la garantía otorgada por el Estado. Se trata entonces de, básicamente, hacer un seguimiento de la marcha de la institución en tanto su capacidad de mantenerse operativa y generar de esa forma los aportes del Fonasa fideicomitados. Tampoco este aspecto se considera determinante para que una IAMC se mantenga operativa, en la medida que su gestión se encuadre en términos razonables de sustentabilidad. No hay que olvidar, tal como se describe en el Anexo: Información Sectorial, que una IAMC es una pieza fundamental de un sistema fuertemente regulado por el Estado y por tanto funcional al mismo.

De acuerdo a la metodología de trabajo de CARE, este análisis se realiza en base a los estados contables definitivos y auditados para los dos últimos ejercicios por presentarse en moneda del último de ellos, en este caso se informan los cierres al 30 de setiembre de 2017 y 2016.

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 (miles de \$)

Concepto	30/09/2017	30/09/2016
Ingresos Operativos	2.417.733	2.362.628
Costo de Bienes y Servicios	(2.364.868)	(2.236.141)
Resultado Bruto	52.865	126.487
Gastos de Administracion y Ventas	(159.203)	(152.240)
Resultado Operativo	(106.338)	(25.753)
Rsultados Financieros	(40.555)	(7.136)
Revaluación propiedad, planta etc	106.520	-
Resultados Diversos	21.899	24.064
Resultado del Ejercicio	(18.474)	(8.825)
Resultado Bruto	2,19%	5,35%
Resultado Operativo	-4,40%	-1,09%
Resultado del Ejercicio	-0,76%	-0,37%

Fuente: CARE en base EE.CC de CG al 30/9/17

Se comprueba, como se mencionara en actualizaciones anteriores, la persistencia de resultados negativos. 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 2017 sigue siendo negativa. El informe de auditoría (ECOVIS) emite opinión sin salvedades aunque hace notar sobre la persistencia de resultados operativos y del ejercicio negativos que podrían poner en duda su continuidad futura.

Consecuentemente, el patrimonio contable sigue disminuyendo tal cual se puede apreciar en el cuadro siguiente.

Cuadro 7: Resumen del Estado de Situacion (en miles de \$)

Concepto	30/09/2017	30/09/2016
Activo corriente	252.020	306.093
Activo no corriente	1.436.587	1.263.680
Total activo	1.688.607	1.569.772
Pasivo corriente	1.306.226	1.121.041
Pasivo no corriente	453.801	500.854
Total pasivo	1.760.027	1.621.896
Patrimonio	(71.420)	(52.123)
Total Pasivo y Patrimonio	1.688.607	1.569.772
Razon corriente	0,19	0,27
Relacion pasivo/ingresos mes	8,74	8,24
Relacion pasivo/activo	1,04	1,03

Fuente: CARE en base a CG al 30/9/17

La liquidez 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 principio, en el pago de los títulos. No obstante y a modo ilustrativo se incluyen en el cuadro precedente los índices de liquidez expresados a través de la razón corriente que, como puede comprobarse no son buenos.

En resumen, se reafirma la opinión que la situación de la institución no garantiza la generación de flujos suficientes como para cumplir con las

obligaciones emanadas de esta operación, lo que explica la creación financiera con garantía del Fondo de Garantía IAMC. La institución no presenta nuevos flujos financieros futuros.

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 8.

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 162.000.000 anuales. CARE simuló un escenario para los próximos tres 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 8: Flujo Garantizado por Fondo IAMC (en miles de UI)

Fideicomiso	2018	2019	2020
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 1	27.471	27.471	27.471
Casmu D	10.360	10.176	10.200
Casmu III	7.367	8.323	8.323
C de Galicia	16.896	16.355	15.813
Totales	154.583	154.814	154.296

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

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 años considerados, en ninguno de ellos los fondos necesarios que debería aportar el Fondo de Garantía supera el tope habilitado por ley para su reposición. En efecto, el año 2019, el de mayor monto, alcanza a miles de UI 154,814 inferior al tope de reposición legal que es de miles de UI 162.000, sin considerar, 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 desde la perspectiva de los créditos FONASA cedidos por cada fideicomiso garantizado por el Fondo (cifra obviamente mayor), el resultado sería el que sigue:

Cuadro 9: Contingencia máxima por garantías emitidas y cronograma de emisiones (miles de UI)

Año	F. IAMC	Eventual	CASMU D	CASMU II	N. CASMU	CASMU III	GALICIA	ASESP	ASESP II	pago total	Saldo IAMC
2017	192.000										192.000
2018		162.000	10.200	36.000	42.000	8.115	20.400	36.000	25.398	178.113	162.609
2019		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	20.400	36.000	25.398	179.058	145.551
2020		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	20.400	36.000	25.398	179.058	128.493
2021		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	36.000	25.398	175.458	115.035
2022		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	36.000	25.398	175.458	101.577
2023		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	36.000	25.398	175.458	88.120
2024		162.000	7.650	36.000	38.400	9.060	16.800	36.000	25.398	169.308	80.812
2025		162.000	-	36.000	16.000	9.060	16.800	36.000	25.398	139.258	103.554
2026		162.000	-	36.000	-	9.060	16.800	36.000	25.398	123.258	142.296
2027		147.162	-	36.000	-	9.060	-	27.000	25.398	97.458	192.000
2028		34.458				9.060			25.398	34.458	192.000
2029		34.458				9.060			25.398	34.458	192.000
2030		34.458				9.060			25.398	34.458	192.000
2031		23.281							23.281	23.281	192.000

Fuente: CARE en base RAFISA

Puede comprobarse que, si bien en algún año la cifra a reponer superaría el tope anual actual, igualmente el Fondo tiene saldo suficiente para cubrir dicha circunstancia. Por otra parte, no resulta un escenario probable un default simultáneo y total de todos los fideicomisos garantizados.

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. 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.

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 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, 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 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 “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, en diciembre de 2015 se aprobó una ampliación del mismo lo que puede interpretarse confortablemente como un respaldo del sistema político al instrumento. 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 la solvencia fiscal del país recibe un nuevo espaldarazo al alcanzar el índice de riesgo país el menor valor de los últimos años, 115 puntos porcentuales.

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

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación A.uy⁹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación

⁹ 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.**



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

Anexo:
Información sectorial

Montevideo, febrero de 2018

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 sí corresponde observar las grandes tendencias que hacen sustentable al sistema. Estas son:

- Endeudamiento de las instituciones (Gráfica 6)
- Valores y precios relativos entre ingresos y costos (Gráficas 7 y 8)
- Financiación del desajuste entre los ingresos y egresos del FONASA (Cuadro 6).

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 Figura 1).

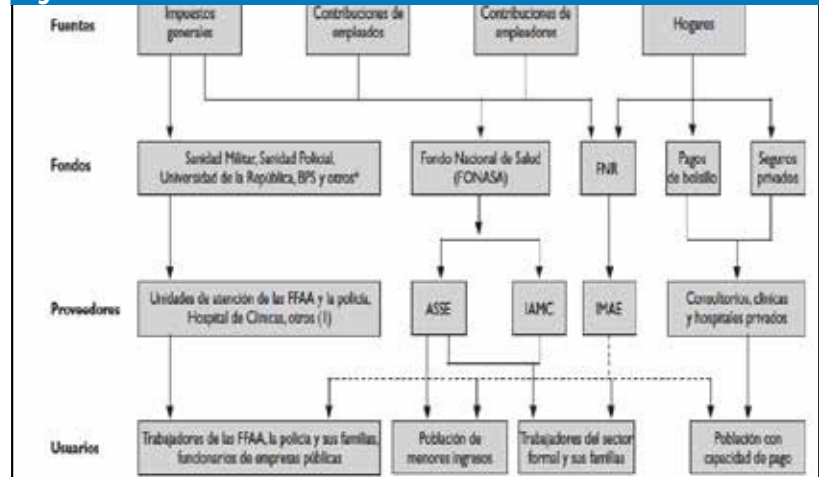
El principal proveedor de servicios de salud son las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC), que son asociaciones de profesionales privadas sin fines de lucro que ofrecen atención integral a 59,2% de los uruguayos¹. La mayoría de estas instituciones cuentan con unidades de atención propias. 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 39% de la población y las unidades de las fuerzas armadas al 4,5%. 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

¹. Según el Anuario 2017 del Instituto Nacional de Estadística

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.

Figura 1. Institucionalidad del Sector Salud.



Transcurridos más de 10 años² 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. Es SNIS un mercado cerrado, por lo tanto, los socios que pierde una institución, necesariamente los gana otra dentro del Sistema. No obstante lo anterior, 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.

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.

² Ley No 18.211 del 5 de diciembre de 2007

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 FONASA³, está forzando al Sistema ya que ha alcanzado un déficit de 1% del PBI en 2016 y es esperable que haya aumentado en el 2017. 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. Una externalidad positiva es 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 este último año y seguramente generará una externalidad positiva para las finanzas del Sistema, en el entendido de que la informalidad del mercado laboral, seguramente se verá reducida. En especial con una mayor transparencia en los montos de remuneraciones del factor trabajo, lo que redundará en una mayor recaudación del FONASA. Dicha externalidad se verificará con los resultados globales del sistema del 2017 y 2018⁴.

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.

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. 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 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.

³. Este hecho será profundizado 4.2.

⁴. Los datos globales del 2017 no se encuentran disponibles a la fecha de confección del presente informe.

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 ingresos⁵, y (b) 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 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.

⁵. Menos de 2 BPC

- Decreto N° 214/016 del 11 de julio de 2016
- Decreto N° 574/016 del 30 de diciembre de 2016
- Decreto N° 188/017 del 14 de julio de 2017
- Decreto N° 262/018 del 17 de enero de 2018

3. La salud en cifras⁶

Cobertura

Según informa el INE, el 98,5% 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 IMAE⁷ privados nacionales o del exterior, las IAMC, los Seguros Privados, los consultorios privados y las farmacias.

Cuadro 1. Población urbana, por atención de la salud, según grandes áreas y grupos de la población

	Total	Sin asistenc.	MSP	Mualistas & EM	Otro
Total	100	1,5	28	59,4	11,1
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	1,6	16,5	68	13,9
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	1,4	53,6	35,6	9,4
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

*EM=Emergencia Médica

Fuente. CARE en base a MSP e INE

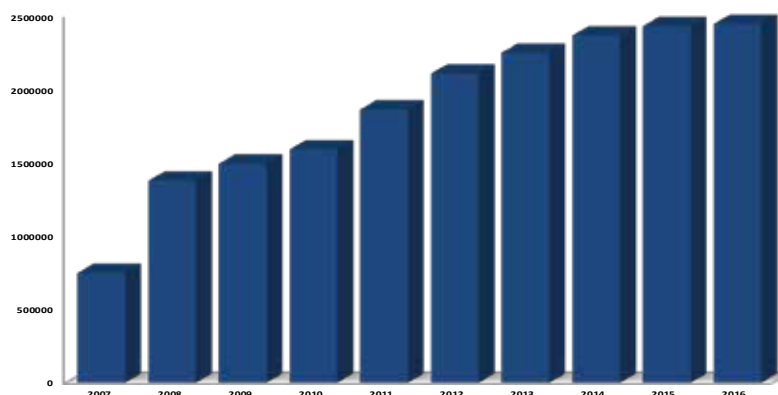
La cobertura del FONASA alcanza el 71% de la población, una cifra aproximada de 2,3 millones de personas, distribuyéndose en un 80% a través de la IAMC, un 3% a través de los seguros privados y el 17 % restante a través de ASSE.

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.

⁶. Para la confección de la actualización del Entorno del Sector Salud se recopiló información estadística comprendida en "Cuentas Nacionales de Salud 2009 – 2012", Rendición de Cuentas de la JUNASA para el año 2015.

⁷. Institutos de Medicina Altamente Especializada.

Gr. 1 Ev. Afiliados al SNIS



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 de la Encuesta Continua de Hogares y/o del Anuario Estadístico del INE. De ella se extrae que el 60,5% de la población se atiende en alguna IAMC y el 30,5% se atiende en ASSE (ver Cuadro 2).

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

IAMC	59
IAMC a través del FONASA	55
IAMC pago privado	5
ASSE	31
ASSE a través del FONASA	11,1
ASSE por bajos recursos	18,9
Otros (seguro, emergencia móvil, etc.)	10

Fuente: CARE en base a información del Anuario Estadístico del INE 2016.

Cuadro 3. Distribución del N° de afiliados FONASA

Instituciones privadas Interior	1.133.179
Instituciones privadas Montevideo	775.238
ASSE	443.811
Seguros privados	60.487
Total	2.412.715

Fuente: CARE en base a información del MSP a diciembre de 2015.

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, contribuciones obligatorias a la seguridad social, precios y hogares. 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.

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

Debe atenderse la evolución creciente que ha tenido el gasto en salud en Uruguay en los últimos 10 años (Ver Cuadro 4).

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
2015**	8,80%	5.109	1.532

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.

En lo que respecta a la comparación internacional, el gasto en salud se encuentra dentro de los parámetros normales de tendencia internacional (ver Cuadro 5).

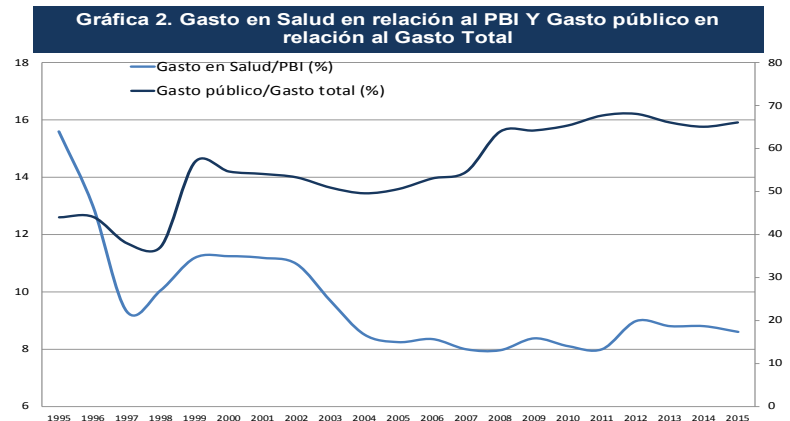
Cuadro 5. Comparación internacional Gasto en Salud/PBI

EEUU	17,2	JAPÓN	10,2
SUIZA	11,7	CHILE	7,8
ALEMANIA	11,3	ARGENTINA	4,8
CANADÁ	10,5	MÉXICO	6,3
FRANCIA	11,5	COLOMBIA	7,2
ESPAÑA	9,2	PERÚ	5,5
URUGUAY	8,6		

Fuente: BM

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.



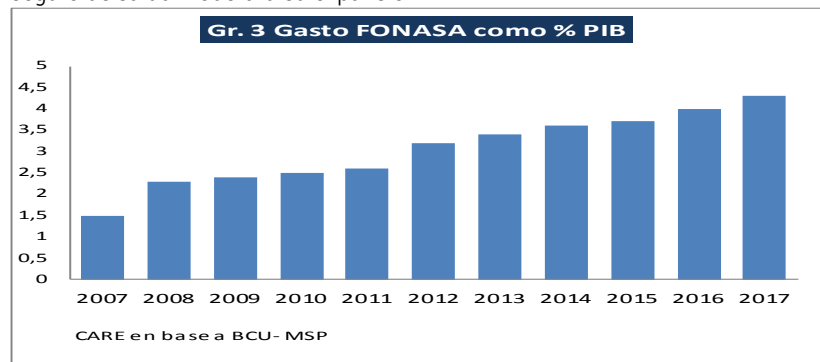
Fuente: CARE en base a información del MSP.

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 hayan o no instituciones ganadoras y perdedoras dentro del mismo.

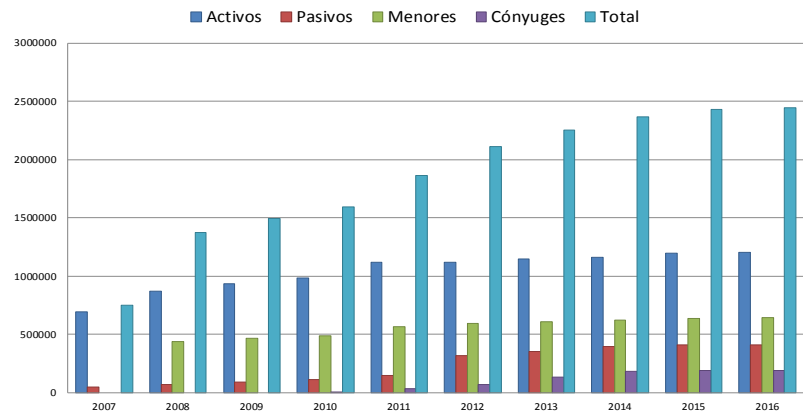
Como fue mencionado anteriormente, el gasto público en Salud ha crecido en los últimos años. También su financiación, en particular a partir de la reforma del 2008 con la creación del FONASA que dotó al sistema de más recursos de los que contaba en el pasado.

El Sistema de Salud se financia con fondos públicos y con fondos privados⁸. Las fuentes de financiamiento públicas se componen de impuestos generales y departamentales, ingresos de las empresas públicas mediante los precios que cobran por la provisión de servicios y contribuyentes a la seguridad social. 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 3). En el último año el gasto volvió a crecer, impulsado en buena medida por la baja de la inflación, que determinó un incremento real de las remuneraciones sectoriales, el principal componente del gasto. Ese fenómeno no se repetirá con igual magnitud en 2018, ya que el seguro de salud moderará su expansión.



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

Gr. 4 Población afiliada al SNIS a Diciembre cada año



Elaborado por CARE en base a información de JUNASA y MSP

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.

El FONASA es deficitario, lo que implica que año tras año, Rentas Generales debe de realizar transferencias para equilibrar las cuentas. El **Cuadro 6 (a)** 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.

El déficit de 2016 fue de 16,8 mil millones de pesos aproximadamente (12% del Gasto de Salud aproximadamente). Significa un aumento del 51% en términos reales de la parte del sistema de salud que es cubierta por Rentas Generales. 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.

El **Cuadro 6 (b)** describe el resultado económico del FONASA por tipo de afiliación. Esto es, la distribución interna de Activos, Pasivos, Menores y Cónyuges en lo que respecta a los ingresos, egresos y resultado del FONASA. En términos generales, existe una transferencia implícita que va desde los Activos y el Gobierno hacia las poblaciones de menores, pasivos y cónyuges.

Cuadro 6 (a). 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
Transferencias	896	472	1.002	538	449	1.025	2.443	4.217	5.609	6.053	9.149
Egresos	7.820	8.288	14.134	16.307	18.360	20.523	26.250	30.766	34.473	35.964	39.632
%s/Egresos	11%	6%	7%	3%	2%	5%	9%	14%	16%	16%	23%

Fuente: Dep. Regulac. Econs., Área de Economía de la Salud, DIGESNIS. En base a información de BPS y a serie del IPC publicada por el INE

Cuadro 6 (b). Resultado Económico del FONASA 2016 (en mills pesos)*

Ingresos de Menores	8352
Ingresos de Conyugues	1585
Ingresos de Activos	6517
Ingreso de Pasivos	39466
Egresos de Menores	12800
Egresos de Conyugues	5486
Egresos de Activos	23022
Egresos de Pasivos	27731
Resultado de Menores	-4391
Resultado de Conyugues	-4000
Resultado de Activos	11740
Resultado de Pasivos	-16505
Total RESULTADO	-16800

*(Precios corrientes), por tipo de afiliación
Fte. Idem 6a.

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:

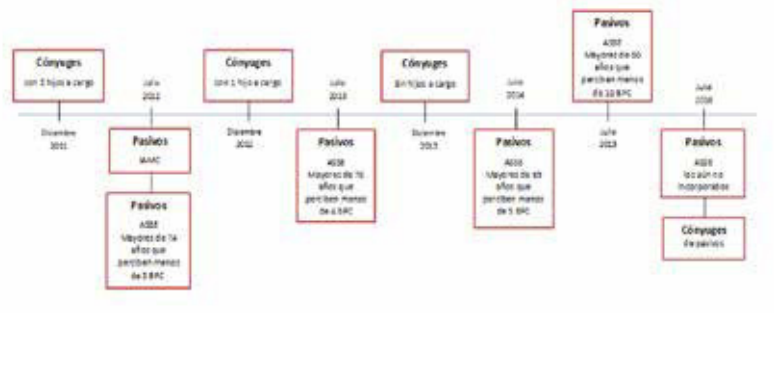
- Trabajadores amparados al antiguo sistema de salud
- Trabajadores formales de la actividad privada y sus hijos menores de 18 años o mayores con discapacidad
- Trabajadores de la actividad pública sin cobertura
- Trabajadores y pasivos bancarios
- Trabajadores que desarrollan su actividad como Servicios 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 mutual está financiada íntegramente por dichos seguros y jubilados de Caja Notarial de Seguridad Social.
- Jubilados y Pensionistas IAMC y Pasivos ASSE mayores de 74 años y con ingresos de hasta 3 BPC
- Jubilados y Pensionistas mayores de 70 años con ingresos hasta 4 BPC

En la Gráfica 5 se describe a la evolución de las incorporaciones realizadas entre 2011 y 2016⁹.

Como fuera mencionado en actualizaciones anteriores, 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. El incremento aún mayor de la “formalidad” del mercado laboral y el mantenimiento del empleo en las condiciones actuales podría moderar este déficit. La reciente implementación de la Ley 19.210 (Acceso de la población a servicios financieros y promoción del uso de medios de pago electrónicos) seguramente llevará una mayor formalización sistémica del mercado laboral. Esta formalización del mercado podría colaborar en incrementar los ingresos del Sistema a partir del 2018

Gr. 5 Evolución de las incorporaciones al FONASA



Fuente: Cuentas Nacionales de la 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 2016 significó el 1% del PBI y representó aproximadamente el 30% del déficit acumulado del Sector Público. Este déficit representa una cifra de

⁹. Ver Cuentas Nacionales de Salud 2009-2012.

importante magnitud que se acentuaría ante un proceso de deterioro de la actividad económica, ya que los ingresos del Sistema se reducirían en función de la caída del empleo, mientras que los gastos serían, al menos, constantes.

Otro elemento que es considerado regularmente en el presente 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. En 2018, 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.

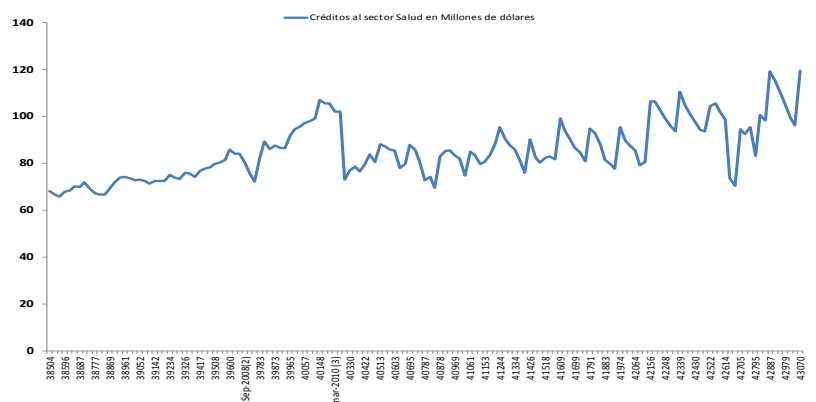
En lo que respecta al financiamiento de la salud a través del sistema financiero, resulta especialmente pertinente considerar el endeudamiento bancario que tiene el sector. En base a dicha consideración, en este sentido y como se comentó párrafos arriba, se introdujo el seguimiento del endeudamiento 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"¹⁰. 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 6. 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 brinde señales de alerta sectoriales. Otras dos fuentes de endeudamiento que podrían impactar en la solvencia del sistema serían: el endeudamiento con proveedores (básicamente Laboratorios) y dilaciones en el pago de retribuciones a los Recursos Humanos de las instituciones.

Grafica 6. Endeudamiento del sector salud

Créditos al sector Salud en Millones de dólares



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

Fuente: elaborado por CARE en base a datos del BCU

4.3. Precios relativos

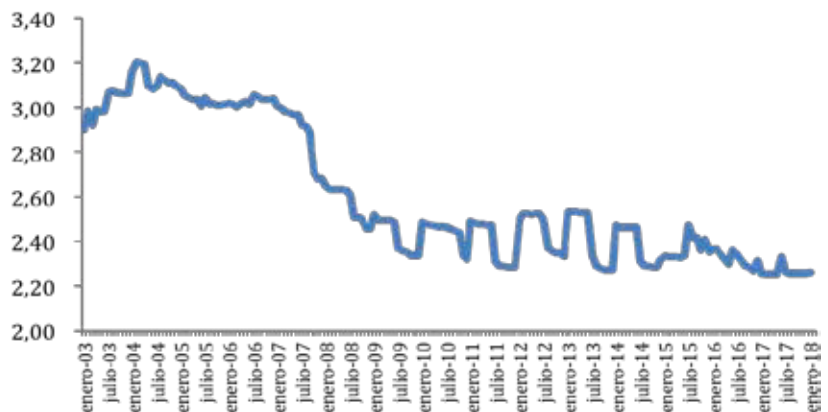
Los principales precios del Mercado de la Salud corresponden a los referentes a los que impactan en los ingresos y los que impactan en los costos. Por ese motivo, CARE realiza un seguimiento de los precios relativos (precios que inciden en el ingreso/precios que inciden en los costos). En lo que refiere a los ingresos, el precio más relevante del Sistema es la cuota "salud"¹¹. 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 Informe de Cuentas Nacionales de Salud (MSP-OPS/OMS), "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, 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.

Gráfica 7. Relación valor de la cuota salud y los salarios sectoriales

(Cuota / Salario)

Valor de la Cuota Salud/Salarios sectoriales



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 7) mientras que los insumos han disminuido su participación (Gráfica 8). 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

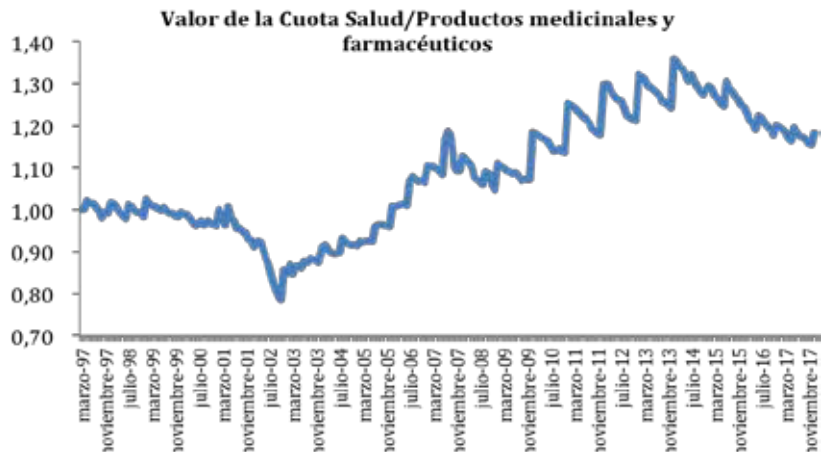
¹¹. Es un precio administrado por el Poder Ejecutivo que contempla la variación en los costos según una paramétrica definida.

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

Gráfica 8. Relación valor de la cuota salud y los productos medicinales y farmacéuticos.

(Cuota / Productos medicinales)



Fuente: CARE en base a información del INE

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