

Calificación

CBE P\$2,000.0m HR AAA (E)(P)

Contactos

Luisa Adame
Subdirectora de Finanzas Públicas
Analista Responsable
luisa.adame@hrratings.com

Natalia Sales
Analista Senior de Finanzas Públicas
natalia.sales@hrratings.com

Roberto Ballinez
Director Ejecutivo Senior de Finanzas
Públicas / Infraestructura
roberto.ballinez@hrratings.com

HR Ratings asignó la calificación preliminar de HR AAA (E)(P) a la propuesta de financiamiento que adquiriría el Estado de Veracruz en formato de crédito bancario por un monto de hasta P\$2,000.0m

La asignación de la calificación preliminar para el posible financiamiento bancario que contrataría el Estado de Veracruz¹ hasta por P\$2,000.0 millones (m) es resultado de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE)² obtenida de 100.0%. Dicha métrica es resultado del análisis de los flujos futuros asignados a la estructura como fuente de pago bajo un escenario base y escenarios de estrés, considerando los supuestos enviados por el Estado y las proyecciones macroeconómicas de HR Ratings. Con base en ellas, se estimó que el mes con la menor cobertura del servicio de la deuda (DSCR, por sus siglas en inglés) sería octubre de 2032, con una cobertura esperada de 4.3 veces (x). La calificación incorpora el beneficio de una Garantía de Pago Oportuno (GPO)³ por el 15.0% del saldo insoluto del crédito.

La calificación preliminar objeto del presente análisis se basa en las condiciones, supuestos, términos y documentos enviados por el Estado a HR Ratings. Cualquier cambio a dicha información puede resultar en una calificación distinta a la calificación preliminar asignada. HR Ratings asume que la operación propuesta, en caso de formalizarse, obtendría una opinión legal *satisfactoria*, lo que significa que cumpliría con el proceso de autorizaciones y registros necesarios, y que todos los documentos legales de la transacción constituirán obligaciones válidas y jurídicamente exigibles.

Variables Relevantes: CBE Estado de Veracruz por P\$2,000.0m C/GPO
(cifras en millones de pesos nominales)

| TOE: 100.0% | 2019 | 2020 | TMAC ² ₂₀₁₆₋₂₀₂₀ | Escenario Base | | | Escenario de Estrés ¹ | | |
|---------------------------------|--------|--------|--|----------------|---------------|---------------------------|----------------------------------|--------------|---------------------------|
| | | | | 2021 | 2041 | TMAC ₂₀₂₀₋₂₀₄₁ | 2021 | 2041 | TMAC ₂₀₂₀₋₂₀₄₁ |
| FGP del Estado | 38,464 | 37,967 | 5.3% | 40,602 | 124,597 | 5.8% | 40,602 | 88,857 | 4.1% |
| TIIE ₂₈ ³ | 7.6% | 4.5% | | 4.0% | 6.3% | | 4.0% | 7.8% | |
| DSCR Primaria ⁴ | | | | Min 7.8x | Prom 10.1x | Max 17.1x | Min 5.6x | Prom 7.4x | Max 12.1x |

Notas: 1) Escenario de estanflación, 2) TMAC: Tasa Media Anual de Crecimiento, 3) La TIIE₂₈ presentada considera el valor al cierre del año y 4) Las proyecciones consideran el promedio en cada año calendario de las DSCRs mensuales durante el plazo de la estructura.

Fuente: HR Ratings con base en información proporcionada por el Estado de Veracruz, fuentes de información pública y estimaciones propias.

Factores Considerados

- **Características del Posible Financiamiento.** Con base en los supuestos enviados por el Estado, el monto máximo a contratar sería P\$2,000.0m, a un plazo de hasta 20 años a partir de la firma del contrato de crédito, sin periodo de gracia. El (los) financiamiento(s) contará(n) con un fondo de reserva equivalente a la suma del servicio de la deuda de los siguientes tres meses. Los intereses se calcularán de forma mensual a una tasa que resulte de sumar la TIIE₂₈ más una sobretasa. El (los) financiamiento(s) contará(n) con una GPO incondicional, irrevocable y no revolvente por un monto de hasta 15.0% del saldo insoluto del crédito.
- **Calificación Quirografaria.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Veracruz es HR BBB+ con Perspectiva Estable. La fecha de última revisión fue el 3 de mayo de 2021.

¹ Estado de Veracruz de Ignacio de la Llave (Veracruz y/o el Estado).

² Es el máximo nivel de estrés posible que la estructura puede tolerar, en un periodo de 13 meses (periodo de estrés crítico), sin caer en incumplimiento de pago. Es consistente con la condición de que los flujos asignados al pago del crédito sean capaces de reconstituir el fondo de reserva al término del periodo de estrés crítico.

³ Se considera que el garante de la GPO tiene una calificación de mercado equivalente a HR AAA.

Supuestos Recibidos por HR Ratings

En el Decreto No. 832, publicado en la Gaceta Oficial del Gobierno del Estado de Veracruz el 28 de enero de 2021 (el Decreto), se autorizó al Estado a contratar uno o varios financiamientos hasta por la cantidad de P\$2,000.0m, cuyo destino será la inversión pública productiva.

La presente calificación preliminar se basa en la incorporación de los siguientes supuestos enviados por el Estado a HR Ratings:

- **Monto del Crédito.** El monto por contratar mediante uno o varios créditos sería hasta por P\$2,000.0m a un plazo máximo de 20 años, a partir de la celebración del crédito correspondiente, sin considerar un periodo de gracia.
- **Fuente de Pago.** El Estado pretende asignar como fuente de pago del (los) financiamiento(s) hasta 3.10% del FGP correspondiente al Estado, sin considerar las participaciones pertenecientes a los municipios, equivalentes al 20% del FGP Estatal.
- **Garantía de Pago Oportuno (GPO).** El (los) financiamiento(s) contará(n) con una GPO incondicional, irrevocable y no revolvente por un monto de hasta 15.0% del saldo insoluto del crédito. En caso de que se disponga la garantía, el monto expuesto será equivalente al 15% del saldo insoluto en su fecha de disposición.
- **Perfil de Amortización.** El pago de capital se realizaría hasta en 240 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable. El crédito no contaría con periodo de gracia, por lo que el primer pago de capital se realizaría en agosto de 2021, y el último se esperaría en julio de 2041.
- **Fondo de Reserva.** El Estado pretende crear, mantener y, en su caso, reconstituir un fondo de reserva para el crédito, con un saldo objetivo equivalente a la suma del servicio de la deuda de los siguientes tres meses.
- **Cobertura de tasas de interés.** No se establece como una obligación del Estado el contratar una cobertura de tasa de interés.
- **Obligaciones de Hacer y No Hacer.** De acuerdo con la información enviada por el Estado a HR Ratings, se considera que no existen obligaciones de hacer y no hacer distintas al cumplimiento del pago de las obligaciones, que pudieran tener un efecto negativo en la calidad crediticia de la estructura. En caso de que los documentos finales incorporen obligaciones diferentes a las consideradas en este ejercicio, estas podrían representar consideraciones de ajuste en la calificación preliminar asignada, por lo que deberían incorporarse al proceso de análisis.

Supuestos Realizados por HR Ratings

HR Ratings supone que la operación propuesta, en caso de formalizarse, obtendría una opinión legal *satisfactoria*, lo que significa que cumpliría con los procesos de autorización y registros necesarios, y que todos los documentos legales de la transacción constituirían obligaciones válidas y jurídicamente exigibles. Con base en nuestra metodología, la calificación preliminar no está sujeta a seguimiento ni a retiro.

En la Figura 1 se presentan los supuestos elaborados por HR Ratings, en términos nominales, sobre algunas variables macroeconómicas utilizadas para el análisis de los escenarios base y de estrés. Estos escenarios podrían cambiar en el futuro, de acuerdo con las condiciones financieras y económicas observadas. Al aplicarlos, el escenario que determinó un mayor estrés a los flujos resultó ser el que mantiene bajos niveles de crecimiento económico acompañado con altas tasas de inflación.

| Figura 1. Escenarios | Observado ₂₀₁₆₋₂₀₂₀ | Esc. Base | Esc. de Estrés ¹ |
|--|--------------------------------|-----------|-----------------------------|
| FGP nom. Estado de Veracruz (TMAC ₂₀₂₀₋₂₀₄₁) | 5.3% | 5.8% | 4.1% |
| INPC (TMAC ₂₀₂₀₋₂₀₄₁) | 4.4% | 3.5% | 4.1% |
| TIIE ₂₈ (Promedio ₂₀₂₁₋₂₀₃₉) | 6.9% | 6.0% | 7.4% |

Fuente: HR Ratings con base en datos observados y estimaciones propias.

¹Escenario de Estancamiento

Análisis del Desempeño Esperado de la Estructura

En esta sección observamos el comportamiento de mediano y largo plazo del servicio de la deuda asociado al posible crédito que adquiriría el Estado hasta por un monto de P\$2,000.0m para refinanciamiento de deuda pública. A continuación, se observa la capacidad de pago que tendría la estructura bajo condiciones macroeconómicas en un escenario base y en otro de estrés. La Figura 2 muestra el desempeño financiero esperado del Fideicomiso que serviría como vehículo de pago del financiamiento.

Figura 2. Desempeño financiero esperado anual del Fideicomiso (Escenario de Estrés: Estanflación)

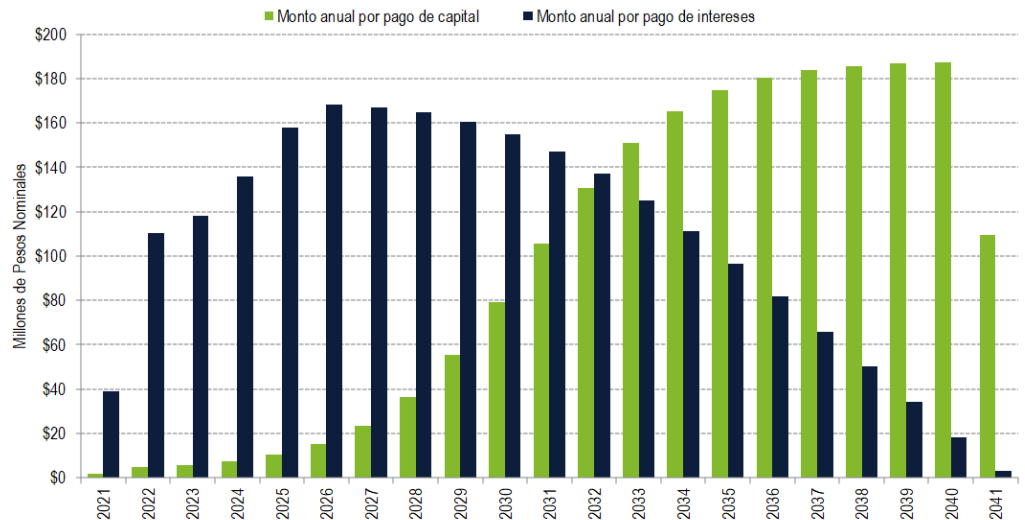
| Año | FGP que corresponde al Estado de Veracruz ¹ | Fuente de Pago: 3.10% del FGP que corresponde al Estado | Pago de Capital | Pago de Intereses ² | Servicio anual de la deuda | DSCR PPM | Fondo de reserva en meses de pago (Promedio Anual) | Recursos Transferidos al Fondo de Reserva | Remanentes | Saldo insoluto |
|------|--|---|-----------------|--------------------------------|----------------------------|----------|--|---|------------|----------------|
| 2021 | \$11,406.3 | \$381.7 | \$1.8 | \$39.0 | \$40.8 | 9.4 | 3.19 | -\$17.6 | \$358.4 | \$1,998.2 |
| 2022 | \$34,608.0 | \$1,011.4 | \$4.8 | \$110.5 | \$115.3 | 8.8 | 3.01 | \$0.7 | \$895.5 | \$1,993.4 |
| 2023 | \$36,749.7 | \$1,036.3 | \$5.7 | \$118.2 | \$124.0 | 8.4 | 3.08 | \$4.5 | \$907.9 | \$1,987.7 |
| 2024 | \$39,119.8 | \$1,102.7 | \$7.4 | \$135.9 | \$143.3 | 7.7 | 3.07 | \$5.3 | \$954.1 | \$1,980.3 |
| 2025 | \$41,422.6 | \$1,167.1 | \$10.3 | \$157.7 | \$168.0 | 7.0 | 3.08 | \$6.0 | \$993.1 | \$1,970.0 |
| 2026 | \$43,926.9 | \$1,222.4 | \$15.3 | \$168.4 | \$183.7 | 6.7 | 3.02 | \$1.4 | \$1,037.3 | \$1,954.7 |
| 2027 | \$46,524.3 | \$1,231.2 | \$23.6 | \$166.8 | \$190.4 | 6.5 | 3.03 | \$2.7 | \$1,038.1 | \$1,931.1 |
| 2028 | \$49,362.9 | \$1,296.2 | \$36.6 | \$164.8 | \$201.3 | 6.5 | 3.03 | \$2.9 | \$1,092.0 | \$1,894.6 |
| 2029 | \$52,268.3 | \$1,328.4 | \$55.3 | \$160.5 | \$215.7 | 6.2 | 3.04 | \$4.4 | \$1,108.2 | \$1,839.3 |
| 2030 | \$55,157.1 | \$1,408.3 | \$79.3 | \$154.8 | \$234.1 | 6.0 | 3.04 | \$4.8 | \$1,169.4 | \$1,760.1 |
| 2031 | \$58,205.6 | \$1,493.0 | \$105.8 | \$147.0 | \$252.8 | 5.9 | 3.04 | \$4.6 | \$1,235.6 | \$1,654.3 |
| 2032 | \$61,422.5 | \$1,495.6 | \$130.8 | \$137.3 | \$268.0 | 5.6 | 3.02 | \$2.4 | \$1,225.2 | \$1,523.5 |
| 2033 | \$64,817.3 | \$1,566.4 | \$150.9 | \$124.8 | \$275.8 | 5.7 | 3.01 | \$0.9 | \$1,289.7 | \$1,372.6 |
| 2034 | \$68,399.7 | \$1,640.4 | \$165.3 | \$111.3 | \$276.6 | 5.9 | 3.00 | -\$0.8 | \$1,364.6 | \$1,207.3 |
| 2035 | \$72,180.2 | \$1,674.0 | \$174.6 | \$96.7 | \$271.3 | 6.2 | 2.99 | -\$1.8 | \$1,404.5 | \$1,032.7 |
| 2036 | \$76,169.5 | \$1,775.8 | \$180.3 | \$81.7 | \$262.0 | 6.8 | 2.98 | -\$3.0 | \$1,516.9 | \$852.5 |
| 2037 | \$80,379.3 | \$1,883.7 | \$183.6 | \$65.9 | \$249.5 | 7.5 | 2.97 | -\$3.3 | \$1,637.5 | \$668.8 |
| 2038 | \$84,821.9 | \$1,972.4 | \$185.5 | \$50.1 | \$235.6 | 8.4 | 2.97 | -\$3.6 | \$1,740.4 | \$483.3 |
| 2039 | \$89,509.9 | \$2,065.1 | \$186.6 | \$34.1 | \$220.7 | 9.4 | 2.97 | -\$3.7 | \$1,848.1 | \$296.7 |
| 2040 | \$94,457.1 | \$2,162.1 | \$187.3 | \$18.12 | \$205.4 | 10.5 | 2.96 | -\$3.9 | \$1,960.7 | \$109.4 |
| 2041 | \$43,905.3 | \$1,361.0 | \$109.4 | \$3.10 | \$112.5 | 12.1 | 2.12 | -\$48.9 | \$1,297.4 | \$0.0 |

Notas: 1) El FGP que le corresponde al Estado no considera las participaciones de los municipios, mismas que equivalen a 20.0% del FGP Total, 2) La tasa de interés aplicable es igual a la TIE₂₈ más una sobretasa, 3) En 2021 y 2041 se consideran cinco y siete meses, respectivamente y 4) Cantidades en millones de pesos nominales.
Fuente: HR Ratings.

La Figura 3 muestra el perfil de amortizaciones, así como la proyección de pago de intereses ordinarios del crédito en un escenario de estrés. De acuerdo con los supuestos enviados por el Estado, el pago de capital se realizaría hasta en 240 amortizaciones mensuales, consecutivas y crecientes a una tasa variable. El Estado no contaría con periodo de gracia, por lo que el primer pago de capital se proyecta para agosto de 2021 y la fecha de vencimiento se esperaría en julio de 2041.

Por otro lado, en la convocatoria de licitación pública emitida por el Estado se considera que los intereses se pagarán con base a la TIE₂₈ más una sobretasa en función de la calificación de mayor riesgo. HR Ratings realizó la estimación de los intereses ordinarios considerando el perfil de amortización propuesto por el Estado, así como incorporando a nuestras proyecciones las modificaciones que ha sufrido la tasa de referencia en los últimos doce meses. En un escenario de estrés, se esperaría que el pago de intereses represente una menor proporción del servicio de la deuda que el pago de capital a partir del año 2033, por lo que movimientos en la TIE₂₈ tendrían un menor impacto en servicio de la deuda a partir de esta fecha.

Figura 3. Pago de capital e intereses ordinarios en el escenario de estrés



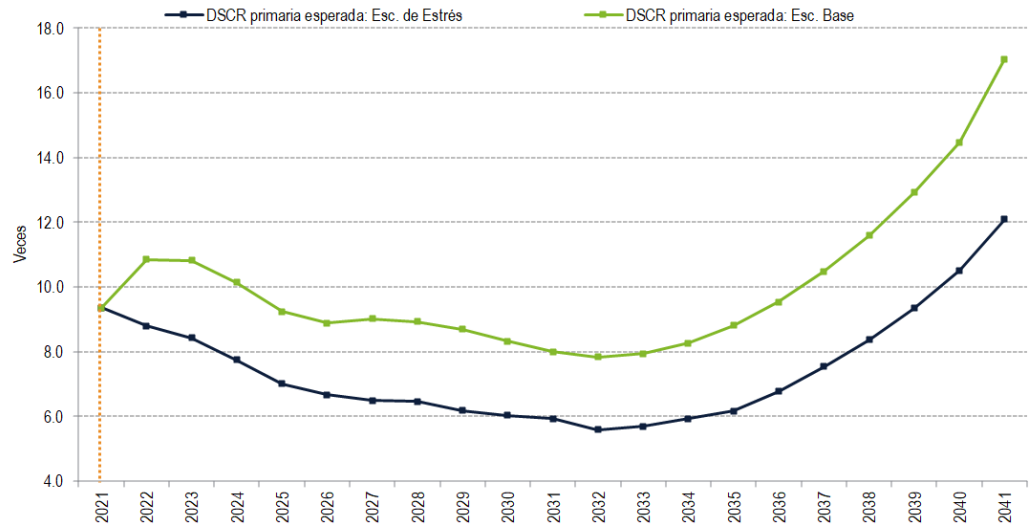
Fuente: HR Ratings.

Nota: 1) A partir de 2022 los datos son proyectados en un escenario de estrés y 2) En 2021 y 2041 se consideran 5 y 7 meses, respectivamente.

La Figura 4 muestra el comportamiento de la DSCR primaria esperada promedio mensual en un escenario base y uno de estrés. Para 2021 se esperaría una cobertura promedio de 9.4x. En un escenario base, se esperaría una DSCR promedio de 10.1x (vs. 7.4x en un escenario de estrés) durante la vigencia del crédito. La cobertura mínima esperada bajo dicho escenario es de 7.8x en 2032, mientras que para un escenario de estrés sería en el mismo año con un nivel de 5.6x.

En un escenario base se proyecta la evolución esperada de las variables macroeconómicas desde la visión de HR Ratings. Por otro lado, bajo un escenario de estrés, la fuente de pago considera reducciones en 2022, 2027 y 2032, las cuales tienen la finalidad de mostrar posibles ciclos de recesión económica, por lo que se observan disminuciones en las coberturas del servicio de la deuda.

Figura 4. Razón de cobertura primaria promedio mensual esperada



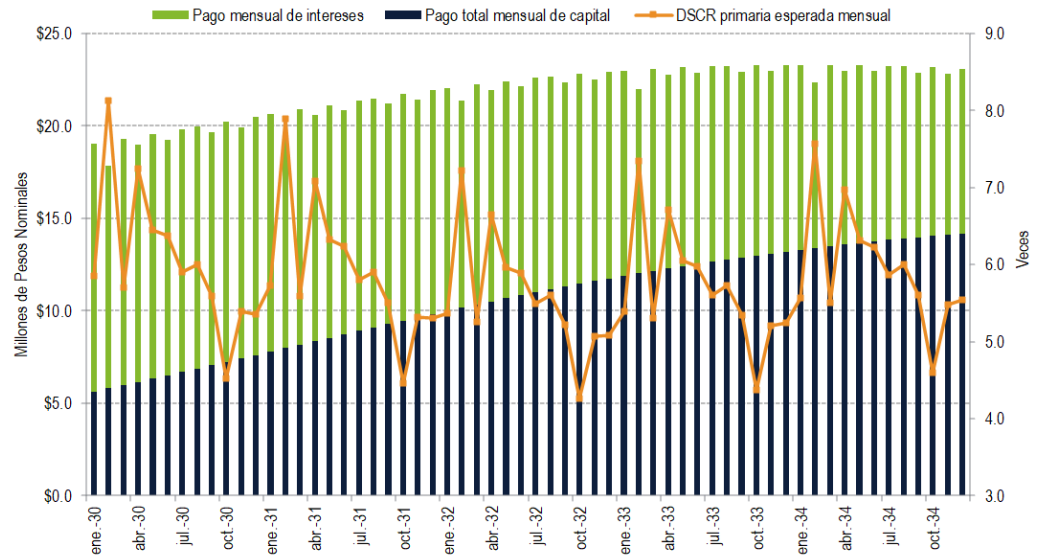
Fuente: HR Ratings.

Nota: A partir de 2022 se considerará un escenario base y otro de estrés.

La Figura 5 muestra el servicio de la deuda alrededor del mes de menor cobertura esperada del servicio de la deuda, desglosado por el pago de intereses y el pago de capital, así como el comportamiento de la DSCR primaria esperada mensual. En el escenario de estrés, se observa que la cobertura mínima mensual sería en octubre de 2032 con un valor de 4.3x.

Como se puede observar, en los meses de febrero y abril se esperaría una cobertura mayor. Esto se debe a que históricamente en este mes la Tesorería de la Federación (TESOFE) transfiere mayores recursos a los estados por concepto de Participaciones Federales. Caso contrario sucede con octubre, mes en el que la distribución de participaciones es menor, por lo que la DSCR proyectada refleja valores menores durante dicho mes.

Figura 5. Servicio de la deuda y DSCR primaria mensual (escenario de estrés)



Fuente: HR Ratings.

Nota: Datos proyectados en un escenario de estrés.

El Estado deberá de mantener un fondo de reserva dentro del patrimonio del Fideicomiso para el crédito, cuyo saldo objetivo es equivalente a los tres meses siguientes del servicio de la deuda. Estos recursos se utilizarían en caso de que los ingresos asignados del FGP al crédito no fueran suficientes para cubrir cualquier pago que corresponda del financiamiento.

Con base en el mes que presentaría la menor cobertura del servicio de la deuda (octubre de 2032) resultado de nuestras proyecciones de los flujos de la estructura, se calculó la TOE. Este indicador tuvo un valor de 100.0% y refleja el porcentaje máximo de reducción, en un periodo de 13 meses (periodo de estrés crítico), que los ingresos asignados al pago del crédito podrían soportar y continuar cumpliendo con las obligaciones de pago del financiamiento. Este cálculo incorpora el uso de los flujos de la GPO contratada por el Estado en caso de insuficiencia del fondo de reserva. De acuerdo con nuestras proyecciones, el total del monto utilizado de la GPO sería P\$223.1m, lo que representaría 92.8% del monto expuesto al inicio de su uso.

Con base en la Metodología de Garantías Parciales⁴, la estructura podrá hacer uso de la GPO bajo la condición de que los remanentes proyectados en la extensión al Periodo de Estrés Poscrítico⁵ puedan pagar los recursos usados de la garantía, incluyendo los intereses devengados y, en su caso, los intereses capitalizados. En este caso, se presenta una restricción adicional en la cual los recursos utilizados de la GPO, es decir, pago de capital, intereses, así como intereses capitalizados, deben ser cubiertos en un periodo no mayor a tres meses posteriores a la reconstitución total del fondo de reserva, tal como lo muestra la Figura 6.

⁴ Para más información, consultar la Metodología en: <https://www.hrratings.com/methodology/>

⁵ El Periodo de Estrés Poscrítico comienza cuando termina el Periodo de Estrés Crítico y su extensión se determina de acuerdo con el monto del saldo objetivo del fondo de reserva.

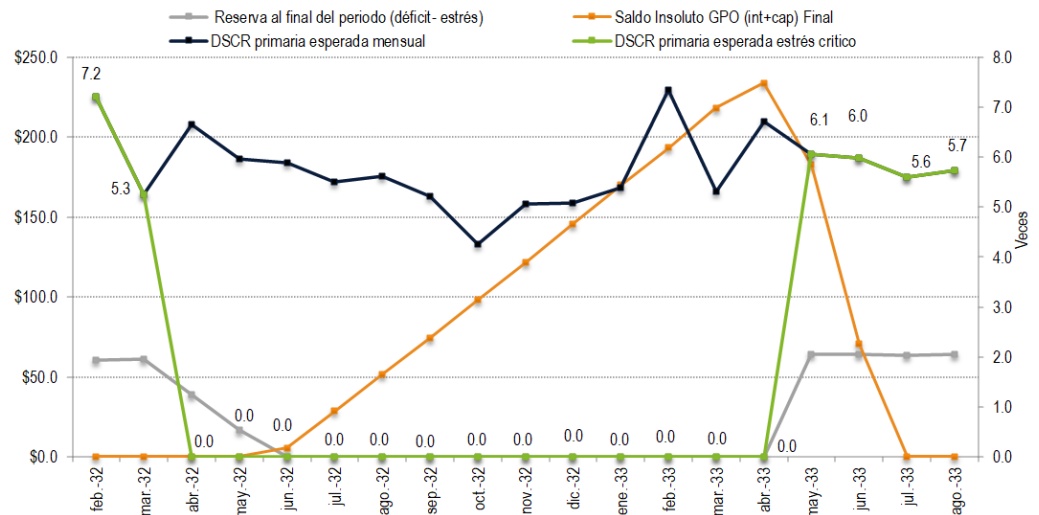
Figura 6. Monto utilizado de la GPO: Estrés Crítico y Post-Crítico

| Periodo | Fuente de pago con reducción de TOE | Servicio mensual de la deuda | Remanentes | Fondo de Reserva al inicio del periodo | Fondo de Reserva al final del periodo | Remanentes netos ⁴ | Monto Disponible GPO | Monto utilizado GPO | Intereses Pagados | Intereses Capitalizados | Pago de Principal | Saldo Insoluto GPO al final del periodo ¹ |
|---------------------|-------------------------------------|------------------------------|------------|--|---------------------------------------|-------------------------------|----------------------|---------------------|-------------------|-------------------------|-------------------|--|
| Feb-32 | \$154.2 | \$21.4 | \$132.8 | \$60.3 | \$60.3 | \$132.8 | \$246.6 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 |
| Mar-32 | \$116.8 | \$22.2 | \$94.6 | \$60.3 | \$60.9 | \$94.0 | \$245.1 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 |
| Abr-32 ² | \$0.0 | \$22.0 | \$0.0 | \$60.9 | \$39.0 | \$0.0 | \$243.6 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 |
| May-32 | \$0.0 | \$22.4 | \$0.0 | \$39.0 | \$16.5 | \$0.0 | \$242.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 |
| Jun-32 | \$0.0 | \$22.1 | \$0.0 | \$16.5 | \$0.0 | \$0.0 | \$240.4 | \$5.6 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$5.6 |
| Jul-32 | \$0.0 | \$22.6 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$233.2 | \$22.6 | \$0.0 | \$0.2 | \$0.0 | \$28.5 |
| Ago 32 | \$0.0 | \$22.7 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$208.9 | \$22.7 | \$0.0 | \$0.4 | \$0.0 | \$51.5 |
| Sep-32 | \$0.0 | \$22.4 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$184.6 | \$22.4 | \$0.0 | \$0.6 | \$0.0 | \$74.5 |
| Oct-32 | \$0.0 | \$22.8 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$160.5 | \$22.8 | \$0.0 | \$0.8 | \$0.0 | \$98.1 |
| Nov-32 | \$0.0 | \$22.5 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$136.0 | \$22.5 | \$0.0 | \$1.0 | \$0.0 | \$121.6 |
| Dic-32 | \$0.0 | \$22.9 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$111.8 | \$22.9 | \$0.0 | \$1.2 | \$0.0 | \$145.7 |
| Ene-33 | \$0.0 | \$23.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$87.1 | \$23.0 | \$0.0 | \$1.4 | \$0.0 | \$170.1 |
| Feb-33 | \$0.0 | \$22.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$62.3 | \$22.0 | \$0.0 | \$1.4 | \$0.0 | \$193.5 |
| Mar-33 | \$0.0 | \$23.1 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$38.5 | \$23.1 | \$0.0 | \$1.8 | \$0.0 | \$218.4 |
| Abr-33 ³ | \$0.0 | \$22.8 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$13.6 | \$13.6 | \$0.0 | \$1.9 | \$0.0 | \$233.8 |
| May-33 | \$140.2 | \$23.2 | \$117.0 | \$0.0 | \$63.8 | \$53.2 | \$0.0 | \$0.0 | \$1.9 | \$0.0 | \$51.3 | \$182.6 |
| Jun-33 | \$136.5 | \$22.9 | \$113.6 | \$63.8 | \$63.9 | \$113.5 | \$0.0 | \$0.0 | \$1.5 | \$0.0 | \$112.1 | \$70.5 |
| Jul-33 | \$130.0 | \$23.2 | \$106.8 | \$63.9 | \$63.7 | \$107.0 | \$0.0 | \$0.0 | \$0.6 | \$0.0 | \$106.4 | \$0.0 |

Notas: 1) Considera intereses capitalizados en el periodo, 2) A partir de abril de 2032 inicia el periodo de estrés crítico, 3) En abril de 2033 termina el periodo de estrés crítico, 4) Considera los recursos transferidos al fondo de reserva y 5) Cantidades en millones de pesos nominales.
Fuente: HR Ratings

La Figura 7 muestra el agotamiento del fondo de reserva y el uso de los recursos de la GPO en el periodo de estrés crítico, así como su posterior reconstitución y liquidación. Por otro lado, se muestra el comportamiento de la DSCR primaria mensual esperada bajo un escenario de estrés cíclico y crítico.

Figura 7. Periodo de Estrés Crítico



Fuente: HR Ratings.
Nota: Cifras en millones de pesos nominales.

Análisis de la Fuente de Pago

En esta sección se analiza el comportamiento observado y proyectado de la fuente de pago en escenarios base y de estrés en términos reales, a precios de 2020. Los posibles financiamientos tendrían asignado como fuente de pago el 3.10% del FGP

que le corresponde al Estado, sin considerar las participaciones que les corresponden a los municipios.

Durante los últimos cinco años (de 2016 a 2020), el comportamiento del Ramo 28 del Estado de Veracruz presentó una TMAC real de 3.0%, en comparación con la observada del Ramo 28 Nacional de 0.6% para el mismo periodo. Lo anterior es resultado de que la proporción del Ramo 28 Estatal a Ramo 28 Nacional ha tenido un comportamiento creciente, pasando de 5.35% en 2016 a 5.89% en 2020. Esto como resultado de que, de 2016 a 2020, el FGP y el Fondo del Impuesto Sobre la Renta (FISR)⁶, mismos que en conjunto representaron 85.9% del Ramo 28 Estatal, han tenido mayores crecimientos que otras entidades.

El FGP del Estado tuvo una $TMAC_{2016-2020}$ real de 0.9%, superior a la observada del FGP Nacional de 0.5%. Asimismo, la proporción del FGP Estatal con respecto al Nacional pasó de representar 6.11% en 2016 a 6.22% en 2020. Por otro lado, el FISR tuvo una $TMAC_{2016-2020}$ real de 43.4%, superior a la $TMAC_{2016-2020}$ observada del FISR Nacional de 7.5%. Para este último fondo es importante mencionar que la proporción del FISR de Veracruz con respecto al Nacional pasó de representar 1.4% en 2016 a 6.8% en 2019 y, por último, en 2020 disminuyó a 4.9%. No obstante, el impacto que se tuvo en el FISR de Veracruz fue limitado debido a que en 2020 el Fondo Incentivos Económicos de Veracruz tuvo un incremento real de 2.5x con respecto a 2019, y este representó 6.7% de los Incentivos Económicos Nacionales. Debido a lo anterior, la proporción del Ramo 28 de Veracruz con respecto al Ramo 28 Nacional pasó de 5.80% en 2019 a 5.89% en 2020 y se observó un menor decremento real con respecto al Ramo 28 Nacional (-5.6% vs. -7.0%).

Con base en las estimaciones realizadas por HR Ratings, para 2021 se esperaría que el Estado reciba por concepto de Participaciones Federales un total de P\$52,556m en términos reales a precios de 2020, lo que se traduce en un crecimiento real de 5.8%. En términos reales, bajo un escenario base, se esperaría una $TMAC_{2020-2041}$ de 2.3%, mientras que en un escenario de estrés esta sería de 0.5%.

En 2020, el FGP de Veracruz mostró un decremento real de 4.3%, mientras que el FGP Nacional tuvo un decremento real de 5.8%. Lo anterior va en línea con el decremento real observado de la Recaudación Federal Participable (RFP) de 6.1%. La proporción del FGP Estatal con respecto al Nacional pasó de 6.12% en 2019 a 6.22% en 2020. Este incremento se debe al Coeficiente 1 (C1) de la fórmula de distribución del FGP⁷. El C1 de Veracruz tuvo un incremento de 2.7% de 2019 a 2020, lo anterior debido a que el Estado de Veracruz tuvo un mayor crecimiento económico que otras entidades.

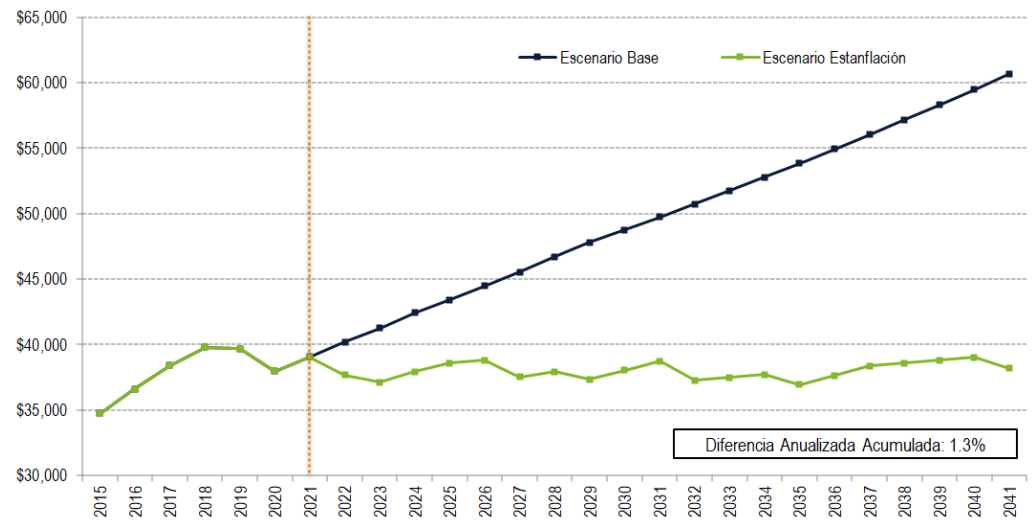
La Figura 8 muestra los flujos que obtuvo y que recibiría el Estado de Veracruz por parte del FGP, en un escenario base y en uno de estrés. Con base en cifras observadas a marzo de 2021 y estimaciones propias, en este año se esperaría que el Estado de Veracruz reciba por concepto de este fondo un acumulado de P\$39,066m en términos reales, a precios de 2020, lo cual representaría una tasa de crecimiento real

⁶Corresponde a salarios del personal que preste o desempeñe un servicio personal subordinado en las dependencias de la entidad federativa, del municipio o demarcación territorial de la Ciudad de México, así como en sus respectivos organismos autónomos y entidades paraestatales y paramunicipales.

⁷ El 60.0% del crecimiento del FGP se distribuirá conforme al Coeficiente 1 (C1), mismo que depende del crecimiento relativo del Producto Interno Bruto Estatal (PIBE) de los últimos dos años que diera a conocer el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), lo anterior ponderado por la participación del estado en la población nacional.

de 2.9%. Según los supuestos realizados para el escenario base, se esperaría una $TMAC_{2020-2041}$ de 2.3%, mientras que, en un escenario de estrés, la $TMAC_{2020-2041}$ sería de cero, ambas en términos reales. Para este rubro, la diferencia anualizada acumulada del escenario de estrés con respecto al escenario base es de 1.3%.

Figura 8. FGP Estado de Veracruz



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y estimaciones propias.

Nota: Cifras en millones de pesos reales de 2020.

Glosario

Consideraciones Extraordinarias de Ajuste (CEA). Son factores cualitativos que, de acuerdo con nuestra metodología de calificación, pueden representar una mejora crediticia o un riesgo adicional para el producto estructurado. Según sea el caso, esto podría afectar positiva o negativamente la calificación cuantitativa.

Contrato de Cobertura. Instrumento financiero que, a través de un contrato, fija el valor de una variable financiera (CAP) o intercambia su valor por otra (SWAP). La cobertura aplica en un tiempo determinado y puede involucrar el pago de una prima. La contratación de estos instrumentos es independiente al crédito o emisión colocada. Las variables sujetas a cobertura son, entre otras: tasa de interés, UDI o tipo de cambio.

Escenario Base. Proyecciones sobre el escenario macroeconómico más probable combinadas con las estimaciones más probables de las variables relevantes para cada estructura. Éstas se realizan tomando en cuenta las condiciones económicas y financieras del contexto internacional y local actual.

Escenarios Macroeconómicos. Proyecciones sobre ciertas variables económicas y financieras, suponiendo, por un lado, un escenario base con la evolución más probable de estas variables, así como dos escenarios de estrés, uno de bajo crecimiento económico y alta inflación (estanflación) y, otro escenario con bajo crecimiento económico y baja inflación.

Estrés Cíclico. Simulación periódica de una crisis económica nacional que es incorporada en los escenarios de estrés macroeconómicos, junto con las diferentes variables que tienen impacto en la estructura. El escenario de estrés cíclico será aquel que presente un nivel menor de DSCR primaria.

Estrés Crítico. Periodo de 13 meses en donde se aplica un estrés adicional sobre la fuente de pago pronosticada en el escenario de estrés cíclico. Este periodo se establece alrededor de la DSCR primaria esperada mínima.

Participaciones Federales (Ramo 28). Son los recursos monetarios que el Gobierno Federal distribuye entre las entidades federativas mediante siete fondos. De éstos, el FGP, el FFM y la parte proporcional del IEPS⁸, son los únicos que pueden afectarse para el pago de obligaciones de deuda contraídas por los estados y municipios, de acuerdo con la Ley de Coordinación Fiscal vigente

Razón de Cobertura del Servicio de la Deuda (DSCR, por sus siglas en inglés). Indica el número de veces (x) que los ingresos disponibles son capaces de cubrir el servicio de la deuda (pago de capital e intereses) en un momento determinado.

Tasa Objetivo de Estrés (TOE). Es la máxima reducción posible de los ingresos disponibles de una estructura de deuda, a lo largo de un periodo de Estrés Crítico, sin caer en incumplimiento de pago (default). Los ingresos disponibles consideran el fondo de reserva, el cual debe restituirse al final de dicho periodo. El valor de la TOE equivale a una calificación cuantitativa.

TMAC. Tasa Media Anual de Crecimiento.

⁸ FGP: Fondo General de Participaciones, FFM: Fondo de Fomento Municipal e IEPS: Impuesto Especial sobre Producción y Servicios.



HR Ratings Contactos Dirección

Presidencia del Consejo de Administración y Dirección General

Presidente del Consejo de Administración

Alberto I. Ramos +52 55 1500 3130
alberto.ramos@hrratings.com

Director General

Fernando Montes de Oca +52 55 1500 3130
fernando.montesdeoca@hrratings.com

Vicepresidente del Consejo de Administración

Aníbal Habeica +52 55 1500 3130
anibal.habeica@hrratings.com

Análisis

Dirección General de Análisis

Pedro Latapí +52 55 8647 3845
pedro.latapi@hrratings.com

Finanzas Públicas Quirografarias / Soberanos

Ricardo Gallegos +52 55 1500 3139
ricardo.gallegos@hrratings.com

Álvaro Rodríguez +52 55 1500 3147
alvaro.rodriguez@hrratings.com

Instituciones Financieras / ABS

Angel García +52 55 1253 6549
angel.garcia@hrratings.com

Metodologías

Alfonso Sales +52 55 1253 3140
alfonso.sales@hrratings.com

Dirección General de Análisis Económico

Felix Boni +52 55 1500 3133
felix.boni@hrratings.com

Finanzas Públicas Estructuradas / Infraestructura

Roberto Ballinez +52 55 1500 3143
roberto.ballinez@hrratings.com

Roberto Soto +52 55 1500 3148
roberto.soto@hrratings.com

Deuda Corporativa / ABS

Luis Miranda +52 55 1500 3146
luis.miranda@hrratings.com

Heinz Cederborg +52 55 8647 3834
heinz.cederborg@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgos

Rogelio Argüelles +52 181 8187 9309
rogelio.arguelles@hrratings.com

Dirección General de Cumplimiento

Alejandra Medina +52 55 1500 0761
alejandra.medina@hrratings.com

Negocios

Dirección General de Desarrollo de Negocios

Francisco Valle +52 55 1500 3134
francisco.valle@hrratings.com



**Credit
Rating
Agency**

Estado de Veracruz
Crédito Bancario Estructurado
Calificación Preliminar (P\$2,000.0m, C/GPO)

HR AAA (E)(P)
PRIVADA

Finanzas Públicas
14 de abril de 2021

México: Guillermo González Camarena No. 1200, Piso 10, Colonia Centro de Ciudad Santa Fe, Del. Álvaro Obregón, C.P. 01210, Ciudad de México. Tel 52 (55) 1500 3130.
Estados Unidos: One World Trade Center, Suite 8500, New York, New York, ZIP Code 10007, Tel +1 (212) 220 5735.

La calificación otorgada por HR Ratings de México, S.A. de C.V. a esa entidad, emisora y/o emisión está sustentada en el análisis practicado en escenarios base y de estrés, de conformidad con la(s) siguiente(s) metodología(s) establecida(s) por la propia institución calificadora:

Metodología de Calificación de Deuda Estructurada de Estados Mexicanos: Deuda Apoyada por Ingresos Federales, septiembre de 2020.
Metodología para la incorporación de Garantías Parciales en el proceso de análisis crediticio de las diferentes clases de activos: Garantías Parciales para Emisiones de Deuda Estructurada y Quirografarias, marzo de 2019.
Criterios Generales Metodológicos, octubre de 2020.

Para mayor información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar <https://www.hrratings.com/methodology/>

Información complementaria en cumplimiento con la fracción V, inciso A), del Anexo 1 de las Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.

| | |
|--|--|
| Calificación anterior | N.A. |
| Fecha de última acción de calificación | N.A. |
| Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación. | Enero de 2014 a marzo de 2021 |
| Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas | Información proporcionada por el Estado de Veracruz y fuentes de información pública |
| Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso). | N.A. |
| HR Ratings consideró al otorgar la calificación o darle seguimiento, la existencia de mecanismos para alinear los incentivos entre el originador, administrador y garante y los posibles adquirentes de dichos Valores. (en su caso) | N.A. |

HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), registrada ante la Securities and Exchange Commission (SEC) como una Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) para los activos de finanzas públicas, corporativos e instituciones financieras, según lo descrito en la cláusula (v) de la Sección 3(a)(62)(A) de la U.S. Securities Exchange Act de 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad o emisor, o en su nombre, y por lo tanto, HR Ratings ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. En nuestra página de internet www.hrratings.com se puede consultar la siguiente información: (i) El procedimiento interno para el seguimiento a nuestras calificaciones y la periodicidad de las revisiones; (ii) los criterios de esta institución calificadora para el retiro o suspensión del mantenimiento de una calificación, (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones preliminares y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (HR Ratings) son opiniones de fortaleza crediticia basadas en una evaluación previa o inicial de alguna transacción que se pretende materializar, pero donde aún no se cuenta con información definitiva o las características o condiciones de la transacción aún pueden ser sujetas a cambios. La calificación preliminar podrá diferir de una calificación crediticia otorgada por HR Ratings dados los cambios posibles en las condiciones aplicables bajo las cuales se otorgó la calificación preliminar. Las calificaciones preliminares no tienen vigencia específica y no serán sujetas a seguimiento, actualización o retiro, por lo cual no deberán ser consideradas como calificaciones crediticias para efectos regulatorios. Las calificaciones y/u opiniones otorgadas se emiten en nombre de HR Ratings y no de su personal directivo o técnico y no constituyen recomendaciones para comprar, vender o mantener algún instrumento, ni para llevar a cabo algún tipo de negocio, inversión u operación."

HR Ratings basa sus calificaciones y/u opiniones en información obtenida de fuentes que son consideradas como precisas y confiables, sin embargo, no valida, garantiza, ni certifica la precisión, exactitud o totalidad de cualquier información y no es responsable de cualquier error u omisión o por los resultados obtenidos por el uso de esa información. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings han pagado una cuota de calificación crediticia basada en el monto y tipo de emisión. La bondad del instrumento o solvencia de la emisora y, en su caso, la opinión sobre la capacidad de una entidad con respecto a la administración de activos y desempeño de su objeto social podrán verse modificadas, lo cual afectará, en su caso, al alza o a la baja la calificación, sin que ello implique responsabilidad alguna a cargo de HR Ratings. HR Ratings emite sus calificaciones y/u opiniones de manera ética y con apego a las sanas prácticas de mercado y a la normativa aplicable que se encuentra contenida en la página de la propia calificadora www.hrratings.com, donde se pueden consultar documentos como el Código de Conducta, las metodologías o criterios de calificación y las calificaciones vigentes.

Las calificaciones y/u opiniones que emite HR Ratings consideran un análisis de la calidad crediticia relativa de una entidad, emisora y/o emisión, por lo que no necesariamente reflejan una probabilidad estadística de incumplimiento de pago, entendiéndose como tal, la imposibilidad o falta de voluntad de una entidad o emisora para cumplir con sus obligaciones contractuales de pago, con lo cual los acreedores y/o tenedores se ven forzados a tomar medidas para recuperar su inversión, incluso, a reestructurar la deuda debido a una situación de estrés enfrentada por el deudor. No obstante, lo anterior, para darle mayor validez a nuestras opiniones de calidad crediticia, nuestra metodología considera escenarios de estrés como complemento del análisis elaborado sobre un escenario base. Los honorarios que HR Ratings recibe por parte de los emisores generalmente varían desde US\$1,000 a US\$1,000,000 (o el equivalente en otra moneda) por emisión. En algunos casos, HR Ratings calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por una cuota anual. Se estima que las cuotas anuales varíen entre US\$5,000 y US\$2,000,000 (o el equivalente en otra moneda).