

BBVA  
P\$1,852.5m  
HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

BBVA  
P\$3,000.0m  
HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

Santander  
P\$1,350.0m  
HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

Santander  
P\$1,750.0m  
HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

Santander  
P\$1,900.0m  
HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

Finanzas Públicas Estructuradas  
1 de marzo de 2024  
A NRSRO Rating\*\*

2022

HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

2023

HR AAA (E)  
Perspectiva Estable

2024

HR AAA (E)  
Perspectiva Estable



**Natalia Sales**

[natalia.sales@hrratings.com](mailto:natalia.sales@hrratings.com)

Subdirectora de Finanzas Públicas Estructuradas  
Analista Responsable



**Diego Paz**

[diego.paz@hrratings.com](mailto:diego.paz@hrratings.com)

Analista Senior



**Fernanda Ángeles**

[fernanda.angeles@hrratings.com](mailto:fernanda.angeles@hrratings.com)

Analista Senior



**Roberto Ballinez**

[roberto.ballinez@hrratings.com](mailto:roberto.ballinez@hrratings.com)

Director Ejecutivo Senior de Finanzas Públicas e Infraestructura

## HR Ratings ratificó la calificación de HR AAA (E) con Perspectiva Estable para cinco créditos bancarios estructurados, que fueron contratados por el Estado de Chihuahua con BBVA y Santander

La ratificación de las calificaciones de los créditos bancarios estructurados (CBEs) contratados por el Estado<sup>1</sup> es resultado del análisis de los flujos proyectados de las estructuras bajo escenarios de estrés cíclico y crítico. En este último, se determinó el valor de la Tasa Objetivo de Estrés (TOE) de cada crédito:

- BBVA<sup>2</sup> por P\$1,852.5 millones (m), contratado en 2019, cuya TOE fue de 87.8% (vs. 88.6% en la revisión anterior).
- BBVA por P\$3,000.0m, contratado en 2019, cuya TOE fue de 87.2% (vs. 86.5% en la revisión anterior).
- Santander<sup>3</sup> por P\$1,350.0m, contratado en 2019, cuya TOE fue de 87.2% (vs. 86.3% en la revisión anterior).
- Santander por P\$1,750.0m, contratado en 2019, cuya TOE fue de 87.2% (vs. 86.3% en la revisión anterior).
- Santander por P\$1,900.0m, contratado en 2019, cuya TOE fue de 86.8% (vs. 86.1% en la revisión anterior).

Los movimientos en las TOEs de los financiamientos fueron resultado del ajuste de nuestras estimaciones del Fondo General de Participaciones (FGP) del Estado de Chihuahua, del nivel esperado de las tasas de interés, así como del perfil de amortización correspondiente a cada crédito. Cabe mencionar que cada una de las estructuras tiene vinculada una Garantía de Pago Oportuno (GPO) que se celebró con Banobras<sup>4</sup>. Dicho beneficio se está incorporando en la calificación de cada uno de los financiamientos.

<sup>1</sup> Estado de Chihuahua (el Estado y/o Chihuahua).

<sup>2</sup> BBVA México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA México (BBVA).

<sup>3</sup> Banco Santander México S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander (Santander).

<sup>4</sup> Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C., Institución de Banca de Desarrollo (Banobras).



## Principales Elementos Considerados

- **Fuente de Pago (FGP del Estado de Chihuahua).** Con base en cifras observadas al cierre de 2023, el monto anual que recibió el Estado por concepto de FGP, considerando lo correspondiente a los municipios del Estado, fue de P\$25,280.1m, lo que representó una desviación de -1.1% respecto a nuestras estimaciones<sup>5</sup>. Dicha variación se debió a que el FGP nacional fue 2.9% inferior al monto esperado previamente. A pesar de lo anterior, el FGP del Estado creció 9.0% respecto al monto observado al cierre de 2022. Lo anterior, se debió a que la proporción que recibió el Estado sobre el FGP nacional fue mayor a lo proyectada en la revisión previa (3.02% observada vs. 2.96% proyectada). Finalmente, con base en el Presupuesto de Egresos de la Federación de 2024 (PEF) y estimaciones propias, HR Ratings espera que el FGP correspondiente al Estado de Chihuahua tenga un crecimiento nominal de 8.7% en 2024.
- **Tasa de Interés (TIIE<sub>28</sub>).** Durante los UDM, de enero a diciembre de 2023, el nivel promedio de la TIIE<sub>28</sub> fue de 11.4% (vs. 11.2% esperado). Por otro lado, de acuerdo con nuestras estimaciones, esperamos que en 2024 la TIIE<sub>28</sub> cierre el año en un nivel de 9.5%. Finalmente, el nivel promedio proyectado de esta tasa de 2024 a 2039 sería de 7.4% en un escenario base, mientras que en un escenario de estanflación sería de 8.6%.
- **Garantía de Pago Oportuno.** Los financiamientos cuentan con una GPO celebrada con Banobras por un monto de hasta 15.0% el saldo insoluto de cada uno de los créditos. Dicha garantía es incondicional, irrevocable y no revolvente. Asimismo, la GPO sería utilizada únicamente si los recursos del fondo de reserva fueran insuficientes para cubrir el servicio de la deuda mensual de cada uno de los financiamientos. La calificación de largo plazo de Banobras, otorgada por otra agencia calificadora, es equivalente a HR AAA.
- **Coberturas de Tasa de Interés.** En cumplimiento con las obligaciones de hacer establecidas dentro de cada uno de los contratos de crédito, el Estado celebró en 2019 contratos de cobertura de tasa de interés tipo SWAP para cubrir los riesgos financieros sobre posibles fluctuaciones que tenga la tasa de interés durante la vigencia de estos. Cabe mencionar que todos los instrumentos de cobertura tienen un vencimiento esperado en septiembre de 2024. A continuación, se describen las operaciones vinculadas a cada uno de los financiamientos:
  - **BBVA P\$1,852.5m:** El crédito cuenta con dos SWAPs contratados con Bajío<sup>6</sup>, los cuales en conjunto cubren el 100.0% del saldo insoluto. Las tasas pactadas de dichos instrumentos están en un nivel de 6.49% y 6.53%, y el monto que cubre cada una de las operaciones es 0.4% y 99.6%, respectivamente.
  - **BBVA P\$3,000.0m:** El crédito cuenta con un SWAP contratado con Bajío, el cual cubre el 100.0% del saldo insoluto y considera una tasa fija de 6.53%.
  - **Santander P\$1,350.0m:** El crédito cuenta con un SWAP contratado con Santander, el cual cubre el 100.0% del saldo insoluto y considera una tasa fija de 6.61%.
  - **Santander P\$1,750.0m:** El crédito cuenta con un SWAP contratado con Santander, el cual cubre el 100.0% del saldo insoluto y considera una tasa fija de 6.61%.
  - **Santander P\$1,900.0m:** El crédito cuenta con un SWAP contratado con Santander, el cual cubre el 100.0% del saldo insoluto y considera una tasa fija de 6.61%.

<sup>5</sup> Estimaciones realizadas en febrero de 2023.

<sup>6</sup> Banco del Bajío, S.A., Institución de Banca Múltiple (Bajío).



La calificación de largo plazo (LP) otorgada por HR Ratings a Bajío es HR AAA, mientras que la calificación de LP otorgada por otra agencia calificadoras a Santander es equivalente a HR AAA.

- **Fondo de Reserva (FR).** Los cinco financiamientos cuentan con un fondo de reserva cuyo saldo objetivo deberá ser equivalente a 2.0 veces (x) el servicio de la deuda del mes inmediato siguiente. De acuerdo con los reportes del fiduciario del Fideicomiso<sup>7</sup>, hasta octubre de 2023, los montos de las reservas cumplen con el saldo objetivo estimado por HR Ratings.

## Factores Adicionales Considerados

- **Evento Relevante de Santander P\$1,750.0m.** El 16 de junio de 2023, el Estado y Santander celebraron un quinto convenio modificatorio al contrato de crédito, cuya finalidad fue eliminar la obligación del Estado de contratar una GPO. En ese sentido, también se modificó la cláusula relativa al margen aplicable que el Banco cobra al Estado con base en la menor calificación de mercado asignada a la estructura.
- **Calificación Quirografaria del Estado de Chihuahua.** La calificación quirografaria vigente del Estado de Chihuahua es de HR A- con Perspectiva Estable. La fecha en la que HR Ratings realizó la última acción de calificación fue el 25 de abril de 2023.

## Factores que Podrían Bajar las Calificaciones

- **Comportamiento de la Fuente de Pago Primaria.** En caso de que durante los próximos doce meses proyectados (enero a diciembre de 2024), la fuente de pago (FGP del Estado de Chihuahua sin considerar lo correspondiente a los municipios) fuera en promedio 23.7% inferior a nuestras estimaciones, la calificación de los financiamientos se podría revisar a la baja.

<sup>7</sup> Fideicomiso Irrevocable de Administración y Fuente de Pago No. F/851-01869 (el Fideicomiso) cuyo fiduciario es Banco Regional, S.A., Institución de Banca Múltiple, Banregio Grupo Financiero (el Fiduciario).



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM

**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**

Metodologías utilizadas para el análisis*	Deuda Estructurada de Estados Mexicanos, Metodología de Deuda Apoyada por Ingresos Federales, agosto de 2023. Garantías Parciales para Emisiones de Deuda Estructuradas y Quirografarias, agosto de 2023. Criterios Generales Metodológicos, enero de 2023.
Calificación anterior	BBVA P\$1,852.5m con HR AAA (E) con Perspectiva Estable. BBVA P\$3,000.0m con HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Santander P\$1,350.0m con HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Santander P\$1,750.0m con HR AAA (E) con Perspectiva Estable. Santander P\$1,900.0m con HR AAA (E) con Perspectiva Estable.
Fecha de última acción de calificación	24 de febrero de 2023.
Periodo que abarca la información financiera utilizada por HR Ratings para el otorgamiento de la presente calificación	Enero de 2012 a diciembre de 2023.
Relación de fuentes de información utilizadas, incluyendo las proporcionadas por terceras personas	Información proporcionada por el Estado, estados de cuenta del Fiduciario y fuentes de información pública.
Calificaciones otorgadas por otras instituciones calificadoras que fueron utilizadas por HR Ratings (en su caso)	Calificación de deuda de largo plazo en escala nacional otorgada por Moody's Local de Aaa.mx a Banobras y a Santander.
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.
Calificaciones otorgadas por otras agencias calificadoras a los presentes valores (en su caso)	n.a.

\*Para más información con respecto a esta(s) metodología(s), favor de consultar [www.hrratings.com/methodology/](http://www.hrratings.com/methodology/)

\*\* 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) y registrada ante la Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos de Norteamérica (SEC) como una 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 of 1934 y certificada como una Credit Rating Agency (CRA) por la European Securities and Markets Authority (ESMA) y por el Financial Conduct Authority (FCA).

La calificación antes señalada fue solicitada por la entidad, emisor o tercero distinto a la entidad o emisor 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](http://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, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis y (iv) las escalas de calificación y sus definiciones.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings son opiniones con respecto a la calidad crediticia y/o a la capacidad de administración de activos, o relativas al desempeño de las labores encaminadas al cumplimiento del objeto social, por parte de sociedades emisoras y demás entidades o sectores, y se basan exclusivamente en las características de la entidad, emisión y/u operación, con independencia de cualquier actividad de negocio entre HR Ratings y la entidad o emisora. 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, y pueden estar sujetas a actualizaciones en cualquier momento, de conformidad con las metodologías de calificación de HR Ratings.

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. Derivado de lo anterior, HR Ratings no es responsable de cualquier error u omisión en dicha información o, en caso de que esta sea incorrecta o inexacta, por los resultados obtenidos por el uso de la misma. La mayoría de las emisoras de instrumentos de deuda calificadas por HR Ratings de México, o un tercero, 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 calificadoradora [www.hrratings.com](http://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, 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 (mil a un millón dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (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 (cinco mil a dos millones de dólares, moneda de curso legal en los Estados Unidos de América) (o el equivalente en otra moneda).

**Contacto con Medios**  
[comunicaciones@hrratings.com](mailto:comunicaciones@hrratings.com)



@HRRATINGS



HR RATINGS



WWW.HRRATINGS.COM