

Contactos

Alfonso Sales
Asociado
alfonso.sales@hrratings.com

Mireille García
Asociada
mireille.garcia@hrratings.com

Felix Boni
Director General de Análisis
felix.boni@hrratings.com

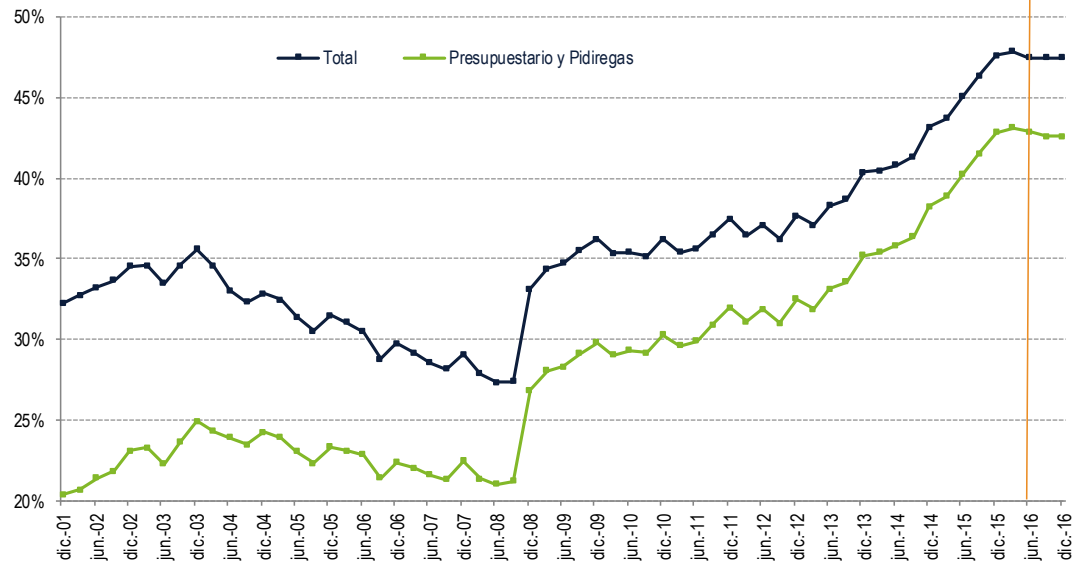
HR Ratings comenta respecto a los logros de la política fiscal en el primer semestre y los retos que enfrentará en el segundo.

De acuerdo con el reporte de la SHCP, el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP), la medida más amplia de la deuda, creció P\$216.6 mil millones (mm) en los últimos seis meses y P\$870.3mm en los últimos doce meses (UDM). El crecimiento en los UDM contrasta con el observado entre junio de 2015 y 2014 que llegó a P\$1,175.8mm. Utilizando la estimación que realiza HR Ratings para el PIB del segundo trimestre¹, el cociente del SHRFSP a PIB llegó a 47.5%². Este se encuentra 13 puntos base (pb) por debajo de diciembre.

Retos en la segunda mitad del año.

A pesar de que el crecimiento del SHRFSP durante el primer semestre representa una clara mejoría con respecto a semestres anteriores, la política fiscal enfrentará retos importantes en la segunda mitad del año. Por ejemplo, para que el cociente de SHRFSP a PIB UDM se mantenga estable³, este saldo tendría que llegar a P\$9,060.2mm. Considerando el crecimiento reducido de P\$216.7mm del primer semestre, durante la segunda mitad del año el SHRFSP tendría que crecer sólo P\$210.1mm. Este reto podría complicarse en caso de que el dólar continúe revaluándose. La Gráfica 1 muestra la evolución del SHRFSP con respecto al PIB UDM, a partir de la línea naranja se presenta el ejercicio planteado.

Gráfica 1: Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros al PIB UDM



Fuente: HR Ratings con proyecciones de un ejercicio hipotético para el 2S2016. La información proviene de la SHCP y el INEGI.

¹ HR Ratings realizó una estimación para el PIB del segundo trimestre considerando el dato oportuno publicado por el INEGI el 29 de julio.

² Este cociente considera el SHRFSP sobre el PIB del promedio de los últimos doce meses UDM.

³ Bajo el supuesto de que el crecimiento real del PIB UDM en 2016 será de 2.25%.

En el documento de Pre-CGPE2017, la SHCP⁴ presentó una estimación del SHRFSP a PIB de 48.6% para el cierre del año (calculado, a nuestro entender, con base en el PIB del 4T16). Estimamos que este cociente implica un Saldo Histórico de P\$9,734.1mm⁵ al cierre de 2016. Este monto hubiera representado una relación anual del SHRFSP al PIB⁶ de 50.7%, lo cual sería aproximadamente 3.1 puntos porcentuales por arriba del nivel actual y de su nivel al cierre de 2015.

Ante el contexto actual de incertidumbre política e incertidumbre económica, los mercados podrían reaccionar negativamente frente a un incremento tan importante en el cociente del SHRFSP a PIB. De hecho, inferimos que las autoridades están muy conscientes de este entorno y que tienen la meta de seguir conteniendo el crecimiento de esta métrica. En el informe sobre la situación de las finanzas públicas al segundo trimestre se menciona la expectativa de que el SHRFSP tendrá "...una mejora neta con respecto a lo originalmente aprobado para el ejercicio fiscal 2016.", sin presentar números puntuales.

En el ejercicio plasmado en la Gráfica 1 suponemos que el déficit de los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) en el segundo semestre sería alrededor de la mitad de lo observado en el mismo periodo de 2015. Así para todo el año, los RFSP representarían cerca de 1.5% del PIB UDM frente al 3.5% contemplado en los Pre-Criterios (y comparado con el 2.5% UDM a junio).

El ejercicio presentado en esta sección es hipotético; por lo tanto, no representa un juicio respecto a si estas metas son alcanzables o no. Tampoco pretende establecer que estos niveles sean los necesarios para fomentar un entorno que ayude a estabilizar los mercados, especialmente el cambiario. Obviamente, el contexto internacional, sobre el cual las autoridades no tienen control, también es relevante en cuanto a los movimientos del peso, la inflación y las tasas de interés. Sin embargo, el ejercicio elaborado aquí puede ayudar a dimensionar los retos que enfrentará el país en el segundo semestre del año.

Los logros en el primer semestre

El incremento en la deuda en el primer semestre del año se debe a que los RFSP, la medida más amplia del déficit, acumularon P\$55.1mm en el primer semestre del año. Esto es una contracción de 83.5% con respecto al acumulado durante el 1S15. Considerando los UDM, en junio de 2016 los RFSP acumularon 2.49% del PIB⁷, mientras que en los UDM a junio de 2015 acumularon 4.75%.

Entre los componentes de los RFSP, el saldo acumulado del déficit tradicional registró una caída de 66.8% en el primer semestre. Por su parte, la cuenta de las adecuaciones a los registros contables fue positivo indicando un superávit, el cual casi se triplicó respecto al saldo observado durante el primer semestre de 2015. Entre otros factores, esta cuenta incluye el ajuste a la deuda en UDIs. Además, incluye la constitución de reservas, mitigando el efecto negativo en el balance tradicional de la inversión financiera en las reservas. En el primer semestre el efecto de las adecuaciones fue de tal magnitud que redujo a la mitad el impacto del balance tradicional. La Tabla 1 ofrece estos resultados.

⁴ Pre-Criterios Generales de Política Económica de 2017, publicado en abril de 2016.

⁵ Esto supone un PIB nominal para todo 2016 de P\$19,203.9mm, presentado en los Pre-Criterios de la SHCP, e inferimos un PIB para el 4T16 de P\$20,029.1mm, calculado con base en la relación histórica entre el PIB anual y el PIB del cuarto trimestre.

⁶ En el ejercicio planteado en este reporte se considera un PIB UDM nominal para 2016 de P\$19,074.1mm, suponiendo un crecimiento real de 2.25% y una expansión nominal de 5.22%.

⁷ De acuerdo a las estimaciones de HR Ratings para el PIB del segundo semestre.

Tabla 1: Requerimientos Financieros del Sector Público (millones de pesos)

			Saldo Acumulado*		Cambio
	jun-15	jun-16	2015	2016	%
Requerimientos Financieros*	-154,750	-184,803	-334,905	-55,132	-83.5%
Balance tradicional	-176,879	-189,351	-351,365	-116,594	-66.8%
Otros Balances	-4,145	-1,953	2,754	7,178	160.6%
Adecuaciones	26,275	6,501	13,706	54,284	296.1%
Otros cambios en el SH**	68,624	-51,991	198,798	161,479	-18.8%
Cambio Total en el SH**	223,374	132,812	533,704	216,611	-59.4%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

*Cifras negativas representan déficits. El cambio acumulado refiere al movimiento en el ejercicio fiscal en curso.

**Cifras positivas representan incrementos en el Saldo Histórico de la deuda.

El incremento del SHRFSP no se limita únicamente a los RFSP, también considera factores adicionales entre los que destaca el ajuste de la valoración de la deuda externa por las fluctuaciones del tipo de cambio, entre otros. Es importante notar que, a pesar de la fuerte devaluación del peso, el neto de los otros cambios en el SHFSP cayó 18.8% con respecto al primer semestre del año anterior. La Tabla 2 muestra el estado del SHRFSP en el primer semestre de este año.

Tabla 2: Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros (millones de pesos)

			Cambio	Cambio Acumulado*	
	jun-15	jun-16	%	2015	2016
Saldo histórico de los RFSP	7,979,760	8,850,091	10.9%	533,704	216,611
Presupuestario	7,028,201	7,863,833	11.9%	535,631	217,684
Interno	4,725,478	4,716,382	-0.2%	233,117	-320,765
Gobierno Federal	4,554,482	4,857,590	6.7%	230,361	43,469
Organismos & Empresas	170,997	-141,208	n.a.	2,756	-364,235
Externo	2,302,723	3,147,452	36.7%	302,514	538,449
Gobierno Federal	1,262,056	1,662,392	31.7%	123,583	245,948
Organismos & Empresas	1,040,667	1,485,059	42.7%	178,930	292,501
No Presupuestario	951,559	986,258	3.6%	-1,927	-1,073
Interno	904,282	908,863	0.5%	773	-16,261
Externo	47,277	77,395	63.7%	-2,701	15,188
Presupuestario	7,028,201	7,863,833	11.9%	535,631	217,684
Gobierno Federal	5,816,538	6,519,982	12.1%	353,944	289,417
Organismos & Empresas	1,211,663	1,343,852	10.9%	181,686	-71,734

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP.

*Refiere al cambio acumulado en el ejercicio fiscal en curso.

El balance tradicional, los ingresos presupuestarios y el gasto neto presupuestario

Balance Tradicional

El déficit tradicional en el primer semestre del año acumuló P\$116.6mm, mientras que en el primer semestre de 2015 acumuló P\$351.4mm. Esto implica una contracción real de 67.4%. En gran medida, la recaudación se ha beneficiado de ciertos factores macroeconómicos como el nivel de consumo y la baja inflación. No obstante, la SHCP aún debe probar si será capaz de mantener estos niveles más adelante, ya que ha mencionado en sus informes que el componente de los ingresos tributarios es de naturaleza no recurrente.

Entre los factores más relevantes que han alterado al balance tradicional en estos meses se deben considerar las transferencias del Gobierno Federal al FEIP⁸. Este movimiento se registra como un gasto, deteriorando el balance; pero también se registra como parte de las adecuaciones que afectan a los RFSP (como se mencionó con anterioridad), por lo que este gasto no tiene un impacto sobre la deuda. Aún está pendiente el pago a Pemex como compensación para hacer frente a lo pactado con su sindicato en el tema de las pensiones.

El Gobierno Federal ha dado más apoyo a Pemex en el primer semestre, lo que le ha permitido a esta EPE cumplir con diversas cuentas por pagar con proveedores. Estos apoyos representan un incremento en el déficit del Gobierno Federal sin reducir la deuda (como es el caso de las contribuciones al FEIP). Sin embargo, el reducir ciertos pasivos tiende a fortalecer las finanzas de Pemex y las empresas, contribuyendo al crecimiento económico.

Tabla 3: Balance Público por entidad (millones de pesos)

Saldo Acumulado	Cambio		
	jun-15	jun-16	Real
Balance Tradicional	-351,365	-116,594	-67.43%
Presupustario	-361,892	-127,011	-65.57%
Gobierno Federal	-263,048	-95,998	-64.07%
Organismos & Empresas	62,830	82,393	27.77%
IMSS	43,652	60,435	34.92%
ISSSTE	19,178	21,958	11.49%
EPEs	-161,673	-113,406	-31.74%
Pemex	-166,711	-114,904	-32.93%
CFE	5,037	1,498	-70.91%
Indirecto	10,527	10,417	58.36%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y el INEGI.

Por su parte, el balance financiero de esta empresa productiva, registra una contracción real de 32.9% de su déficit. En lo que refiere a la otra EPS, la CFE ha enfrentado otros

⁸ Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios.

retos en este semestre y su superávit registra una contracción real de 70.9%. Entre las entidades paraestatales restantes, el IMSS y el ISSSTE en conjunto muestran un incremento anual de 27.8% real en los primeros seis meses del año. La Tabla 3 permite apreciar los resultados de este primer semestre.

Ingresos Presupuestarios

Los ingresos presupuestarios durante el primer semestre del año tuvieron un crecimiento real de 11.4% respecto al 1S15, llegando a P\$2,338mm, derivado principalmente del incremento en 23.1% real de los ingresos no petroleros del Gobierno Federal, que en el acumulado a junio fueron de P\$1,726mm. Dentro de estos últimos, destacó el desempeño que han tenido los ingresos tributarios en el mismo periodo, los cuales crecieron en 10.8% real. Como se observa en la Tabla 4, uno de los principales incrementos fue el del ISR en 12.7% real en igual periodo.

Tabla 4: Ingresos Presupuestarios (millones de pesos)

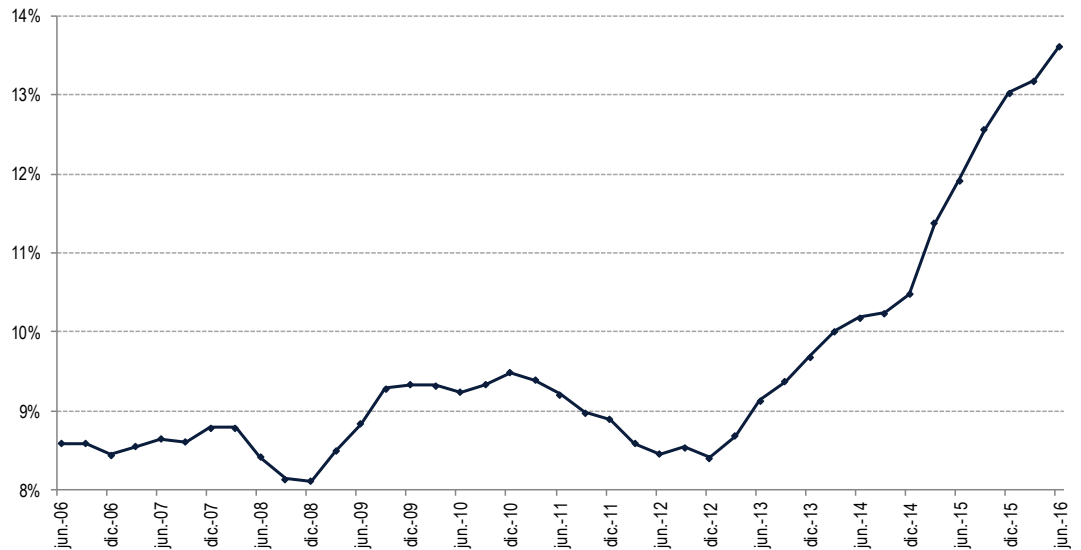
Saldos Acumulados	Cambio		
	jun-15	jun-16	Real
Presupuestarios	2,046,270	2,338,874	11.38%
Ingresos Gobierno Federal	1,582,548	1,868,191	15.03%
Ingresos no-Petrol. Gob. Fed.	1,366,028	1,726,050	23.13%
Ingresos Tributarios	1,225,673	1,393,074	10.76%
ISR	659,213	762,043	12.66%
IVA	346,309	374,263	5.30%
IEPS	180,529	212,965	14.95%
IEPS gasolina	114,449	143,615	22.28%
IEPS otros	66,080	69,351	2.26%
Otros Tributarios	39,623	43,803	7.78%
Ing. No-Trib. No-Presup.	140,355	332,976	131.36%
Ingresos Petroleros Gob. Fed.	216,520	142,141	-36.08%
Ingresos Empresas Control.	149,880	160,213	4.16%
IMSS	127,534	138,085	5.50%
ISSSTE	22,346	22,128	-3.50%
EPEs	313,842	310,470	-3.56%
Pemex	165,360	172,823	1.92%
CFE	148,482	137,647	-9.66%
Ingresos Petroleros Totales	381,880	314,964	-19.63%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y el INEGI.

En la Gráfica 2 se observa el desempeño que han tenido los ingresos tributarios en términos de los últimos doce meses (UDM), los cuales han presentado una tendencia creciente desde diciembre de 2012 y que se ha acelerado a partir de diciembre de 2014 donde representaban el 10.5% como porcentaje del PIB. De junio de 2015 a junio de este

año los ingresos tributarios han crecido 1.7 puntos porcentuales, ubicándose en 13.6% como porcentaje del PIB⁹.

Gráfica 2: Ingresos Tributarios como porcentaje del PIB (UDM)



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y el INEGI.

Adicionalmente, los ingresos no-tributarios no-presupuestarios registraron un importante incremento ya que dentro de estos se incluye el entero del remanente de operación de Banco de México. Debido a que este remanente se determina de acuerdo con la revaluación de los activos internacionales de Banxico, en 2015 representaron un monto particularmente alto por el tipo de cambio. El peso también ha perdido terreno ante el dólar en 2016, pero esto no implica nada con respecto al tipo de cambio en el segundo semestre. Por lo que el monto de los remanentes que recibirá la SHCP en abril de 2017 aún es una incógnita.

Los ingresos propios de CFE registraron una reducción de 9.7% real de enero a junio frente al mismo periodo del año previo, derivado de la disminución en las tarifas eléctricas. Por su parte, los ingresos acumulados por el IMSS y el ISSSTE en este primer semestre se incrementaron 4.2% real respecto al 1S15. Estos incrementos ayudaron a contrarrestar la reducción de 19.6% real en los ingresos petroleros durante el 1S16 respecto al 1S15 y que en términos acumulados a junio representaron P\$314mm. Asimismo, el IEPS petrolero creció 22.3% real en el acumulado a junio contra el mismo periodo de 2015. Siguiendo la estructura de la contabilidad anterior de la SHCP, estos ingresos se incluían dentro de los ingresos petroleros¹⁰, por lo que con esta contabilidad los ingresos petroleros se hubieran reducido en 10.0% real, y no los 19.6% observados.

HR Ratings realiza una estimación con respecto al monto de los ingresos esperados por las coberturas petroleras contratadas por la SHCP para 2016. En el 1S16 el número de barriles exportados se ha reducido en 2.1% respecto al 1S15, mientras que el precio

⁹ Para el PIB del 2T16 se utiliza la estimación de HR Ratings.

¹⁰ Actualmente se contabiliza como Ingresos Tributarios.

promedio del barril de la mezcla mexicana en junio se ubica US\$40.2, esto es, US\$16.29 por arriba del registrado en enero. Considerando que el seguro incluye 212 millones de barriles a un precio de US\$49, se estima que los ingresos de las coberturas hubieran disminuido, de acuerdo a este ejercicio hipotético, en 28.2% en el primer semestre, frente al mismo periodo de 2015. Consecuentemente, se estima que los ingresos petroleros incluyendo IEPS y coberturas se han reducido en 11.7% en términos reales.

Gasto Neto Presupuestario

La Tabla 5 muestra los resultados del gasto neto presupuestario, el cual en el 1S16 presentó una disminución de 0.2% real respecto al 1S15. No obstante, al excluir de este rubro la aportación patrimonial a Pemex y la transferencia al FEIP¹¹, la reducción del gasto fue de 4.1% real respecto al 1S15. La combinación del incremento de 11.4% en los ingresos y esta caída de 4.1% en el gasto reflejan un importante esfuerzo fiscal.

Tabla 5: Gasto neto Presupuestario (millones de pesos)

Saldos Acumulados			Cambio
	jun-15	jun-16	Real
Gasto Neto	2,408,162	2,465,885	-0.21%
Programable	1,849,840	1,844,945	-2.81%
No-programable	558,322	620,940	8.41%
Financiero	210,316	237,584	10.13%
Participaciones	320,048	355,057	8.10%
Adefas & otras	27,958	28,299	-1.10%
Pensiones & jubilaciones*	288,266	314,201	6.21%
Inversión física	408,772	349,972	-16.58%
Transferencias y Subsidios**	258,314	292,734	10.44%
Gasto Federalizado	800,991	836,580	1.77%

Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y el INEGI.

*Datos informativos.

**Dentro del gasto programable presupuestario e incluye aportaciones al ISSSTE.

El gasto programable presentó una reducción de 2.8% real de enero a junio respecto al mismo periodo del año anterior. Dentro de este gasto destacan el rubro de pensiones y jubilaciones que se incrementaron 6.2% real en el 1S16, las transferencias y subsidios que aumentaron 10.44% real, y el rubro de inversión física que presentó una disminución de 16.6% en términos reales, derivado en gran parte de la reducción de la inversión en Pemex en 22.9% durante el primer semestre del año.

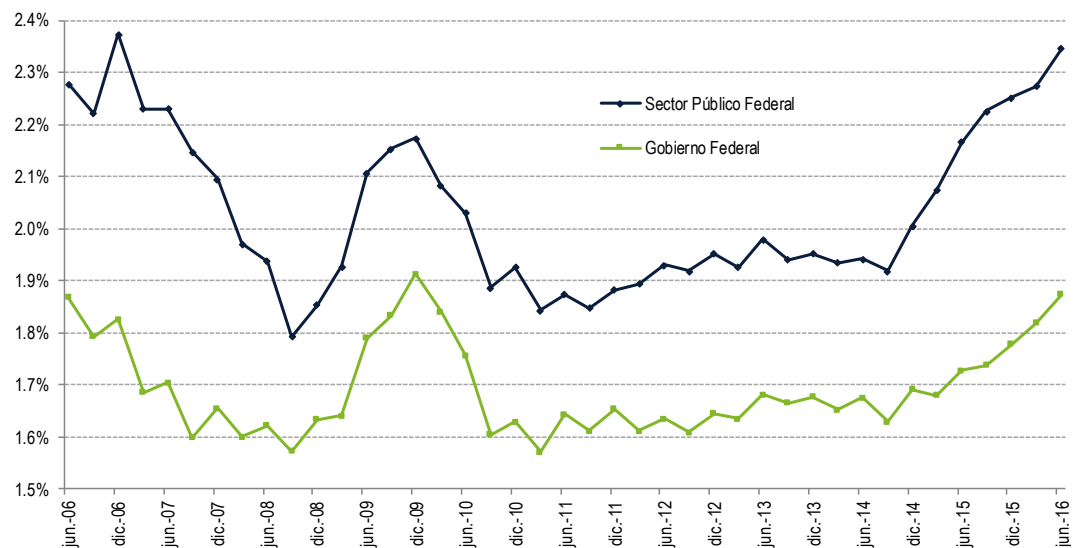
Por otro lado, el gasto no programable registró un incremento de 8.4% real en el 1S16 frente al 1S15, derivado principalmente del incremento real en 10.1% del gasto financiero en el mismo periodo; esto debido en gran parte al efecto de la depreciación del peso respecto al dólar (en cuanto a la deuda externa). El incremento del costo financiero podría

¹¹ La aportación al FEIP se registra como un gasto, aunque no impacta en el monto de la deuda neta ya que se traduce en un incremento de los activos.

continuar incrementándose si la Reserva Federal de E.U.A. decide aumentar su tasa de referencia. Adicionalmente, este crecimiento contrarresta los esfuerzos que la SHCP está efectuando para controlar el déficit público y reducir la deuda.

En la Gráfica 3 se presenta el comportamiento que ha tenido el costo financiero como porcentaje del PIB en términos de los UDM. Se observa que, a partir de septiembre de 2014, donde representaba 1.9% como porcentaje del PIB, el costo financiero del Sector Público Federal se ha incrementado de manera importante. A junio de este año se ubicó en 2.4% como porcentaje del PIB, con base en la estimación de HR Ratings para el 2T16, frente al 2.2% del PIB que reflejó a junio del año anterior.

Gráfica 3: Costo financiero presupuestario federal como porcentaje del PIB (UDM)



Fuente: HR Ratings con información de la SHCP y el INEGI.

HR Ratings Alta 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

Vicepresidente del Consejo de Administración

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

Director General

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

Análisis

Dirección General de Análisis

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

Dirección General de Operaciones

Álvaro Rangel +52 55 8647 3835
alvaro.rangel@hrratings.com

Finanzas Públicas / Infraestructura

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

Instituciones Financieras / ABS

Fernando Sandoval +52 55 1253 6546
fernando.sandoval@hrratings.com

Roberto Ballínez

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

Deuda Corporativa / ABS

Luis Quintero +52 55 1500 3146
luis.quintero@hrratings.com

Metodologías

Karla Rivas +52 55 1500 0762
karla.rivas@hrratings.com

José Luis Cano

+52 55 1500 0763
jose Luis.cano@hrratings.com

Regulación

Dirección General de Riesgo

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

Dirección General de Cumplimiento

Claudia Ramírez +52 55 1500 0761
claudia.ramirez@hrratings.com

Rafael Colado

+52 55 1500 3817
rafael.colado@hrratings.com

Negocios

Dirección de Desarrollo de Negocios

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



*México: Avenida Prolongación Paseo de la Reforma #1015 torre A, piso 3, Col. Santa Fe, México, D.F., CP 01210, 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.*

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, y (iii) la estructura y proceso de votación de nuestro Comité de Análisis.

Las calificaciones y/u opiniones de HR Ratings de México S.A. de C.V. (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, en términos de lo dispuesto en el artículo 7, fracción II y/o III, según corresponda, de las "Disposiciones de carácter general aplicables a las emisoras de valores y a otros participantes del mercado de valores".

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, a la 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).