

#### Contactos

**Edgar González**

Asociado de Análisis Económico y Deuda Soberana  
edgar.gonzalez@hrratings.com

**Paulina Villanueva**

Asociada de Análisis Económico y Deuda Soberana  
paulina.villanueva@hrratings.com

**Ricardo Gallegos**

Director Ejecutivo Senior de Finanzas Públicas y Deuda Soberana  
ricardo.gallegos@hrratings.com

**Felix Boni**

Director General de Análisis  
felix.boni@hrratings.com

## HR Ratings comenta sobre el paquete económico 2023, que contempla niveles de crecimiento por encima del consenso, una trayectoria inflacionaria descendente y una continuación de la prudencia fiscal

### Perspectiva macroeconómica

El pasado 8 de septiembre la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) entregó a la Cámara de Diputados el paquete económico 2023, el cual contiene los Criterios Generales de Política Económica (CGPE), la Iniciativa de Ley de Ingresos (ILIF) y el Proyecto de Presupuesto de Egresos (PPEF). Dentro de los CGPE 2023, se detalla el marco macroeconómico contemplado para los próximos años, el cual brinda una perspectiva global acerca de las principales variables y métricas de las finanzas públicas para el cierre de 2022 y las estimaciones para 2023. Del lado de la ILIF y el PPEF, estos permiten observar la trayectoria fiscal contemplada para el 2023, la cual está asociada con los niveles de actividad económica.

En este sentido, como se puede observar en la Figura 1, Hacienda mantiene una perspectiva optimista respecto al crecimiento de la actividad económica en 2022, con un aumento puntual de 2.4% real; es importante mencionar que este escenario contempla una reducción del estimado en el paquete para 2022, que fue de 4.1%. Por otro lado, esto difiere de nuestra estimación de crecimiento del PIB en 2022<sup>1</sup>, que es de 1.75%, en la que contemplamos la desaceleración de la actividad económica durante el segundo semestre del año, debido a los problemas coyunturales<sup>2</sup> que continúan afectando el pleno desarrollo de la actividad económica.

En el segundo trimestre del año se observó que el PIB continuó avanzando por tercer trimestre consecutivo, aunque es importante notar que algunos sectores como el manufacturero y la construcción han presentado problemas tanto en su nivel de producción como en el de su operación, afectados hasta cierto punto por problemas de suministros e incrementos en costos de algunos insumos. Por parte del sector terciario, este ha mostrado una dinámica diferenciada en los últimos meses, debido a que sectores como transporte, alojamiento temporal y preparación de alimentos, entre otros servicios, han experimentado una recuperación en sus niveles de actividad, mientras que el comercio al por mayor y menor ha mostrado afectaciones relacionadas con el aumento de las presiones inflacionarias, lo que ha impactado la dinámica de consumo y la demanda interna. Parte de esto ha logrado ser mitigado por el importante nivel de transferencias que han recibido los hogares mexicanos debido a las remesas provenientes del exterior.

Para 2023 Hacienda supone un crecimiento todavía importante del 3.0%, aunque por debajo del 3.5% esperado en los PreCGPE. En contraste, HR Ratings está considerando una reducción en el crecimiento a 1.43%, derivado al efecto que esperamos para la economía global, producto de las políticas monetarias restrictivas.

<sup>1</sup> Para consultar la última actualización de los escenarios macroeconómicos de HR Ratings, favor de dirigirse al siguiente enlace: [https://www.hrratings.com/pdf/Escenario\\_Macroecon%C3%B3mico\\_3T2022.pdf](https://www.hrratings.com/pdf/Escenario_Macroecon%C3%B3mico_3T2022.pdf)

<sup>2</sup> En gran parte del año se han observado problemas en las cadenas de suministros por la escasez de semiconductores y logísticos por el cierre de puertos en las principales ciudades de China. Además, las presiones inflacionarias han superado las expectativas y se mantienen con una tendencia ascendente. Esto ha provocado una política monetaria restrictiva en México, en los EUA y en otras economías. Asimismo, continúa el conflicto bélico en Europa del Este y mantiene un grado de incertidumbre sobre su conclusión, mientras que en las últimas semanas se han observado mayores tensiones entre EUA y China, lo que podría complicar el panorama geopolítico.

# Paquete económico 2023

## Expectativas de crecimiento optimistas y trayectoria fiscal prudente

México

12 de septiembre de 2022

Por el lado de la inflación, Hacienda estima que esta cerrará el año en 7.7% a/a en su variación anual (a/a), por debajo de nuestra estimación de 8.1%. Consideramos que este supuesto es optimista, debido a que la inflación en su última medición de agosto sigue siendo afectada por el componente subyacente, especialmente las mercancías alimenticias, mientras que el no subyacente continúa mostrando presiones por el lado de los energéticos, lo que llevó al indicador a un nivel de 8.70%. HR Ratings considera que el pico de la inflación podría alcanzarse en el tercer trimestre del año, para luego reflejar un descenso en su trayectoria. Para 2023, los CGPE consideran un fuerte descenso de la inflación general para situarse en 3.2% a/a, lo que desde nuestra perspectiva será complicado de alcanzar.

Figura 1. Comparación de las principales métricas del Paquete Económico 2023

	Aprobado 2022*	Cierre 2022 <sup>2</sup>		Estimado 2023	
		Pre-Criterios 2023	Paquete 2023	Pre-Criterios 2023	Paquete 2023
Crecimiento real del PIB (puntual)	4.1%	3.4%	2.4%	3.5%	3.0%
PIB nominal (miles de millones de pesos)	28,129	28,916	29,058	31,103	31,402
Deflactor del PIB	3.7%	6.7%	8.0%	3.9%	5.0%
Inflación al cierre	3.4%	5.5%	7.7%	3.3%	3.2%
Tipo de cambio al cierre	20.4	20.7	20.6	20.9	20.6
Tasa de interés al final del periodo (Cetes 28d)	5.3%	7.8%	9.5%	8.0%	8.5%
Plataforma de producción promedio (mbd)	1,826	1,820	1,835	1,851	1,872
Plataforma de exportación promedio (mbd)	979	879	950	764	784
No exportado	847	941	885	1,087	1,088
Precio promedio del barril de petróleo (dpb)	55.1	92.9	93.6	61.1	68.7
Ingreso Presupuestario (mmmp)	6,172.6	6,501.4	7,067.3	6,743.2	7,123.5
Balance Primario (mmdp)	83.6	13.2	29.9	121.3	54.6
Costo Financiero (mmdp)	791.5	869.3	904.9	1,003.1	1,079.1
Balance Prespuestario (mmdp)	875.6	883.1	875.6	882.4	1,134.1
Ingreso Presupuestario (% del PIB)	21.9	22.5	23.2	21.7	22.7
Balance primario (% del PIB)	-0.3%	0.0%	0.1%	0.4%	-0.2%
Costo Financiero (% del PIB)	2.8%	3.0%	3.1%	3.2%	3.4%
Balance Prespuestario (% del PIB)	-3.1%	-3.1%	-3.0%	-2.8%	-3.6%
RFSP	996.6	1,074.6	1,097.1	1,037.9	1,291.1
Entidades no presupuestarias <sup>1</sup>	0.0	28.9	87.2	31.1	94.2
Adecuaciones <sup>1</sup>	121.0	162.7	134.4	124.4	62.8
SHRFSP <sup>1</sup>	13,404.7	12,982.6	14,209.5	13,810.3	15,512.4
RFSP (% PIB)	-3.5%	-3.7%	-3.8%	-3.3%	-4.1%
Entidades no presupuestarias <sup>1</sup> (% PIB)	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.3%
Adecuaciones <sup>1</sup> (% PIB)	-0.4%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.2%
SHRFSP (% del PIB)	51.0%	49.6%	48.9%	49.6%	49.4%

Fuente: HR Ratings con base en los Criterios Generales de Política Económica (CGPE) de la SHCP.

\*Considera el PIB nominal estimado en CGPE 2022.

<sup>1</sup> Son estimaciones de HR Ratings con base en la información de los CGPE 2023 de la SHCP.

<sup>2</sup> Con base en los cierres estimado en los Precriterios 2023 y CGPE 2023.

Asimismo, los CGPE ubican la tasa de política monetaria del Banco de México hacia el cierre de 2022 en 9.5%, por debajo de nuestra estimación de 9.75%, al considerar que las presiones inflacionarias se mantendrán. Es importante mencionar que las estimaciones de HR Ratings mantienen un sesgo al alza, por lo que el cierre de la tasa de referencia podría ser ligeramente mayor en 2022. Para 2023, los Criterios contemplan una postura menos restrictiva con una reducción de 100 puntos base (pb) para situarse en 8.5%.

# Paquete económico 2023

## Expectativas de crecimiento optimistas y trayectoria fiscal prudente

México

12 de septiembre de 2022

Del lado del tipo de cambio, este ha mostrado cierto equilibrio durante 2022, aunque se han observado episodios de volatilidad debido a los problemas coyunturales. La estimación de los CGPE contempla un tipo de cambio nominal de P\$20.6/US, ligeramente por encima del aprobado de P\$20.4/US, mientras que HR Ratings estima un tipo de cambio de P\$20.7/US hacia el cierre del año.

Las estimaciones sobre la plataforma de producción petrolera consideran un mejor desempeño respecto a lo aprobado en el paquete 2022, pasando de una producción promedio en el año de 1,826 miles de barriles diarios (mbd) a 1,835mbd, según los CGPE. Es importante mencionar que estas estimaciones incluyen la producción total de hidrocarburos líquidos, más los socios y los condensados. No obstante, a pesar de que se ha registrado un avance en la producción de crudo, consideramos que este no será suficiente para alcanzar lo establecido en los CGPE 2023. Del lado de las exportaciones de petróleo crudo, estas registrarían un descenso de 950mbd desde los 979mbd aprobados. Como resultado de lo anterior, se estaría utilizando un mayor nivel de producción petrolera para el uso doméstico, dirigido al Sistema Nacional de Refinación, en alrededor de 885mbd. Destaca que hasta el mes de julio el nivel de refinación alcanzó en promedio 811mbd, lo cual es un dato positivo considerando que en 2021 se observó un nivel de 711mbd.

En lo que refiere al precio del crudo, los CGPE consideran un precio promedio del barril en 93.6 dólares por barril (dpb), una importante actualización desde el 55.1dpb aprobado en el paquete 2022. Asimismo, esto se encuentra cercano al precio promedio que estimamos en nuestros escenarios de 90dpb. Para 2023, Hacienda contempla una reducción en el precio para alcanzar 68.7dpb, cifra menor a los 76.6dpb que estimamos.

### Principales balances y métricas de las finanzas públicas

HR Ratings considera que el horizonte de crecimiento del PIB propuesto en los CGPE es optimista. No obstante, en materia fiscal, destacamos revisiones en torno a los niveles de ingresos y gastos durante 2022.

En 2022, los CGPE estiman que el balance primario será superavitario en P\$29.9 mil millones (mm) desde el déficit de P\$83.6mm aprobado, por lo que alcanzará un superávit de 0.1% del PIB, lo cual consideramos positivo y que estos resultados estarían relacionados con el mejor desempeño de las finanzas públicas durante este año.

Del lado del balance presupuestario, este alcanzaría un déficit de P\$875.6mm (3.0% del PIB) en 2022, de acuerdo con los CGPE 2023, lo cual se encuentra en línea con lo aprobado. Es importante recordar que el balance presupuestario incluye el costo financiero (intereses sobre deuda), el cual ha sufrido mayores presiones en torno a una política monetaria más restrictiva, por lo que este alcanzaría P\$904.9mm o 3.1% del PIB vs. 2.8% aprobado.

Para 2023, los CGPE establecen que el balance primario regresará a ser deficitario en 0.2% del PIB desde el superávit estimado en los PreCGPE (0.4%), mientras que el balance presupuestario alcanzaría un importante déficit de 3.6% del PIB hasta los P\$1,134.1mm, lo que refleja la expectativa de un mayor costo financiero en 3.4% del PIB (P\$1,079.1mm). El déficit del 3.6% representa un aumento importante vs. el 2.8% esperado en los PreCGPE. Como resultado, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), que es la medida más amplia del balance fiscal del Sector Público Federal, alcanzaría un mayor déficit respecto a lo aprobado, situándose en P\$1,097mm vs. P\$996mm. En consecuencia,

# Paquete económico 2023

## Expectativas de crecimiento optimistas y trayectoria fiscal prudente

México

12 de septiembre de 2022

el déficit medido en términos de los RFPS alcanzaría 3.8% del PIB vs. 3.5% aprobado. El incremento en el déficit hubiera sido mayor si no fuera por el aumento esperado en el PIB nominal, aunque la expectativa de crecimiento real se redujo considerablemente, del 4.1% a 2.4%, el incremento en el deflactor esperado (de 3.7% a 8.0%) resulta en un PIB nominal mayor.

Por su parte, el SHRFSP<sup>3</sup>, la medida más amplia para calcular la deuda reflejaría una reducción en términos del PIB, para colocarse en 48.9% desde el 51.0% aprobado en el paquete 2022, lo cual consideramos alcanzable, debido a que en el reporte de las finanzas públicas de julio el SHRFSP se encuentra con estimaciones de HR Ratings en 48.0%, tomando en consideración el PIB de los últimos doce meses al mes de julio.

Para 2023 se espera un déficit en los RFSP del 4.1% vs. 3.3% en los PreCriterios. La aceptación de mayores déficits, por arriba del 2.0% en el presupuestario y por encima del 4.0% en los RFSP puede llegar a ser importante si refleja un cambio de largo plazo. Sin embargo, a pesar del alto nivel del déficit en los RFPS se espera que el Saldo Histórico alcance 49.4%, un modesto aumento vs. el 48.9% esperado en los PreCGPE para 2023. Además, se ubicaría por debajo del 51.0% aprobado para 2022.

En este sentido, el crecimiento nominal del PIB durante 2022 mantendría ancladas las metas fiscales respecto a las principales métricas de las finanzas públicas. Asimismo, destacamos el incremento en los ingresos tanto petroleros como tributarios, al excluir el IEPS de combustibles, lo que refleja el compromiso de la actual administración en contra de la elusión fiscal y permite continuar con niveles de gasto óptimos.

### Ingresos al cierre de 2022 y estimado para 2023

Con base en los CGPE 2023, se espera que los ingresos presupuestarios alcancen P\$7,067mm, un incremento considerable desde los P\$6,479mm aprobados en el LIF 2022, por lo que se colocarían en 23.2% del PIB vs. 21.9% aprobado. Por un lado, sobresalen los mayores ingresos petroleros, que se han beneficiado por el incremento internacional del petróleo crudo. En ese sentido, se alcanzarían P\$1,558.6mm hacia el cierre del año, lo que beneficiaría los ingresos de Pemex y resultaría en mayores ingresos por las ventas de sus bienes y servicios, mientras que, del lado del Gobierno Federal, este percibiría mayores entradas por los Derechos de Utilidad Compartida, siendo prácticamente el doble al aprobado, lo cual permite un mayor ejercicio del gasto.

Respecto a los ingresos tributarios, estos también reflejarían un incremento respecto a lo aprobado para situarse en P\$4,202mm vs. P\$4,140mm. No obstante, es importante notar que a pesar de que rubros como el IVA e ISR mostrarán un mejor desempeño respecto a lo programado, los estímulos que está implementando el gobierno entorno al IEPS de combustibles tendrá un impacto negativo en los ingresos tributarios, lo que reduce su crecimiento. Para 2022, se está contemplando una caída en el IEPS de gasolinas de P\$83.3mm vs. los ingresos de P\$333mm contemplados en la LIF 2022. Al excluir el IEPS de gasolinas de los ingresos tributarios, estos mostrarían un crecimiento de P\$481mm.

Para 2023, los ingresos presupuestarios alcanzarían P\$7,123.5mm, lo que implica un crecimiento real de 0.8%, alcanzando el 22.7% del PIB. En contraste con lo observado en 2022, los ingresos tributarios serían la principal razón de este incremento, los cuales se estiman crezcan en 9.9% real para situarse en P\$4,620.1mm y situándose en 14.7% del PIB vs. 13.8% en 2022. Del lado de los ingresos petroleros, estos mostrarían una reducción

<sup>3</sup> Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público.

# Paquete económico 2023

## Expectativas de crecimiento optimistas y trayectoria fiscal prudente

México

12 de septiembre de 2022

que estaría determinada por la disminución en el precio internacional del petróleo crudo, aunque aún se mantendrían en un nivel importante, para situarse en 4.2% del PIB vs. 5.1% en el año anterior. Finalmente, es importante recordar que buena parte de los ingresos de Pemex están determinados por las transferencias que realiza el Gobierno Federal a la empresa por medio del rubro de inversión financiera, lo cual contemplamos seguirá ocurriendo en los próximos años, mientras que algo que podría beneficiar las finanzas de la empresa es la continua reducción de los derechos que paga al Gobierno Federal.

### **Incremento en el gasto, resultado de una mayor recaudación**

Con base en los CGPE 2023, el gasto neto en 2022 alcanzará P\$7,608.6mm, lo que representarían un incremento de P\$560,363mm respecto a lo aprobado, por lo que al cierre del año se ubicaría en 26.2% del PIB vs. 25.1% aprobado. Al interior, el gasto programable reflejaría un incremento de P\$382.8mm, lo que es resultado de los mayores ingresos esperados durante el año, por lo que representaría el 19.2% del PIB. Además, es importante notar que Hacienda está contemplando un alza en el gasto no programable para alcanzar el 6.9% del PIB desde el 6.5% aprobado. Lo anterior es resultado del importante incremento en el costo financiero en 2022, que alcanzaría el 3.1% del PIB, así como de una mayor erogación del lado de las participaciones hacia los Estados y Municipios, resultado de mayores ingresos, que se ubicarían en 3.8% del PIB desde el 3.6% aprobado.

Para 2023, se estima un crecimiento real del gasto de 3.4% para alcanzar P\$8,257.6mm y situarse en 26.3% del PIB. En el mismo sentido, el gasto programable se ubicaría con un alza de 0.8% real para alcanzar el 18.8% del PIB, ligeramente por debajo del año anterior, mientras que el gasto no programable aumentaría de forma significativa en 10.5% real, consecuencia del costo financiero que aumentaría hasta alcanzar el 3.4% del PIB, mientras que las participaciones reflejarían un ligero aumento, para colocarse en 3.9% del PIB.

# 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

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

### Vicepresidente del Consejo de Administración

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

## Análisis

### Dirección General de Análisis / Análisis Económico

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

### FP Estructuradas / Infraestructura

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

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

### Instituciones Financieras / ABS

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

Akira Hirata +52 55 8647 3837  
akira.hirata@hrratings.com

### FP Quirografarias / Deuda Soberana / Análisis Económico

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

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

### Deuda Corporativa / ABS

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

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

### Sustainable Impact / ESG

Luisa Adame +52 55 1253 6545  
luisa.adame@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 de Desarrollo de Negocios

Verónica Cordero +52 55 1500 0765  
veronica.cordero@hrratings.com

Carmen Oyoque +52 55 5105 6746  
carmen.oyoque@hrratings.com

## Operaciones

### Dirección de Operaciones

Daniela Dosal +52 55 1253 6541  
daniela.dosal@hrratings.com



# Paquete económico 2023

## Expectativas de crecimiento optimistas y trayectoria fiscal prudente

México

12 de septiembre de 2022

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.

**HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings), es una institución calificadoradora 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).**

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, 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 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).