

# Panorama de los Fondos de Pensiones a mayo de 2023

22 de junio 2023

www.banorte.com  
@analisis\_fundam

- El rendimiento del sistema disminuyó por segundo mes consecutivo.** El rendimiento ponderado del sistema (últimos 36 meses, excluyendo Adicionales) pasó a 5.19% desde 6.09% el mes previo. Mayo estuvo caracterizado por un sesgo negativo en los mercados, ante la incertidumbre sobre las negociaciones para elevar el límite de deuda en EE.UU.; sin embargo, a finales del mes Biden y McCarthy llegaron a un acuerdo para evitar un *default*. Posteriormente, el Congreso aprobó el acuerdo bipartidista mediante el cual se suspendió el techo de endeudamiento hasta el 1 de enero de 2025, a cambio de restricciones en el gasto. Ante la incertidumbre sobre el acuerdo para incrementar el techo de endeudamiento, Fitch Ratings colocó la calificación soberana de EE.UU. de ‘AAA’ en “*rating watch negative*”. El Fed elevó la tasa de referencia en 25pb en una decisión unánime a un rango entre 5.00%-5.25%. Las minutas mostraron un tono más *hawkish* en el margen, destacando la división de posturas en cuanto a la necesidad de alzas adicionales. En datos económicos, la inflación de mayo en Estados Unidos se moderó a 4.0% a/a desde 4.9% a/a, mientras que el reporte laboral mostró una mayor creación de empleos de 339K vs el dato previo revisado de 294K y la tasa de desempleo aumentó a 3.7% desde 3.4%. En México, la Junta de Gobierno de Banxico, a través de una decisión unánime, mantuvo la tasa de referencia sin cambios en 11.25% por primera vez desde el inicio del ciclo alcista en junio de 2021 tras un ajuste acumulado de 725pb. Asimismo, Banxico publicó su *Informe Trimestral* del 1T23, donde refrendó el sesgo menos *hawkish* de publicaciones anteriores. En datos económicos, el PIB final del 1T23 mostró que la economía se expandió 3.7% a/a (-14pb vs preliminar), la inflación anual de mayo cayó a 5.84% desde 6.25% y la subyacente a 7.39% desde 7.67%. En abril se perdieron 112.2 mil empleos y la tasa de desempleo se ubicó en 2.82% vs el dato previo de 2.39%
- Los recursos administrados (AUM) alcanzaron nuevos máximos históricos, incrementando en lo que va del año 4.9%.** Los AUM de las Siefors se ubicaron en \$5,487 mil millones desde \$5,468 mil millones el mes previo (+8.0% a/a). Este movimiento fue resultado de entradas netas de \$42,053 millones que compensaron completamente las pérdidas de \$22,291 millones. Este incremento en los recursos administrados fue mayor comparado con el mes previo de solo \$3,080 millones, pero mucho menor a lo observado en marzo de \$174,147 millones
- En renta fija gubernamental,** las Afores incrementaron su posición 114pb a 55% del total de los AUM ante un fuerte apetito por Otra Deuda (clase que incluye reportos), Bonos M y Udibonos, a pesar de reducir su exposición a Cetes
- En renta variable,** en un contexto de aversión al riesgo, reflejando caídas casi generalizadas en las bolsas, las Siefors disminuyeron sus posiciones en acciones nacionales e internacionales
- En deuda corporativa** (ex. bancarios), la participación de las Afores en estos instrumentos se redujo 27pb, representando 11.7% del total invertido

Alejandro Padilla Santana  
Director General Adjunto de  
Análisis Económico y Financiero  
alejandropadilla@banorte.com

Manuel Jiménez Zaldívar  
Director Estrategia de Mercados  
manueljimenez@banorte.com

Leslie Thalía Orozco Vélez  
Subdirectora de Estrategia  
Renta Fija y Tipo de Cambio  
leslie.orozco.velez@banorte.com

Isaías Rodríguez Sobrino  
Gerente de Estrategia de Renta Fija y  
Tipo de Cambio  
isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com

Marissa Garza Ostos  
Director Análisis Bursátil  
marissagarza@banorte.com

Carlos Hernández García  
Subdirector Análisis Bursátil  
carlos.hernandez.garcia@banorte.com

Gerardo Daniel Valle Trujillo  
Gerente Deuda Corporativa  
gerardo.valle.trujillo@banorte.com



Ganadores del premio 2023 a los mejores pronosticadores económicos de México, otorgado por Focus Economics.

Documento destinado al público en general

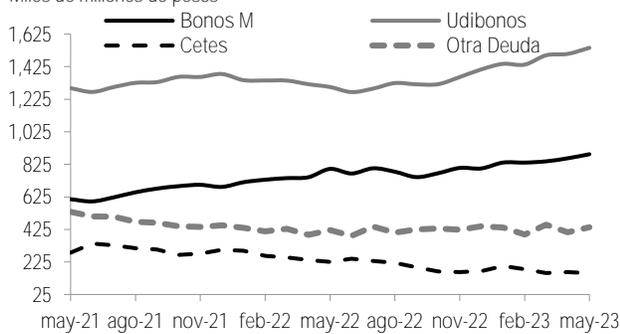
## Análisis por tipo de Activo

### Posición en Renta Fija

En mayo, los Bonos M registraron un mejor desempeño vs los *Treasuries* ante la elevada incertidumbre de un *default* en Estados Unidos y preocupaciones de tasas de interés más altas. Vale la pena señalar que el CDS de 1 año en EE.UU. repuntó a máximos históricos de 178pb, muy por arriba de las métricas de países emergentes. Así los *Treasuries* perdieron 30pb y los Bonos M de corto y largo plazo ganaron 6pb, mientras que los de mediana duración ajustaron +9pb. Los Cetes registraron ganancias de 20pb, mientras que la curva de Udibonos se empujó como resultado de un *rally* en el extremo corto de 45pb. En este contexto, los fondos de pensiones incrementaron su exposición en papel gubernamental a 55% del total de los AUM (+114pb), pasando a \$3,021 mil millones. Así, las inversiones en Otra Deuda, Bonos M y Udibonos subieron a 7.9% (+50pb), 16.2% (+33pb) y 28.1% (+47pb), en el mismo orden. En particular, la tenencia de Udibonos alcanzó máximos desde 2010, equivalente a \$1,540 mil millones. Por el contrario, la tenencia de Cetes se redujo en 16pb a 2.9%.

Al 31 de mayo, la tenencia de extranjeros en Bonos M se ubicó en \$1,335,982 millones (33.3% del total de la emisión), disminuyendo 2.9% respecto al mes previo y 4.5% en lo que va del año. La tenencia en Cetes se ubicó en \$184,352 millones (12.4% del total), con una caída de 2.0% en mayo, pero registrando un avance de 31.3% en 2023. En tanto, la posición de Afores en Bonos M se ubicó en \$925,042 millones (23.1% del total de la emisión), subiendo 2.8% m/m. En cuanto a la posición en Cetes, estas instituciones registraron \$175,096 millones (11.7% del total emitido), cayendo 5.9% m/m.

Activos netos en papel gubernamental  
Miles de millones de pesos



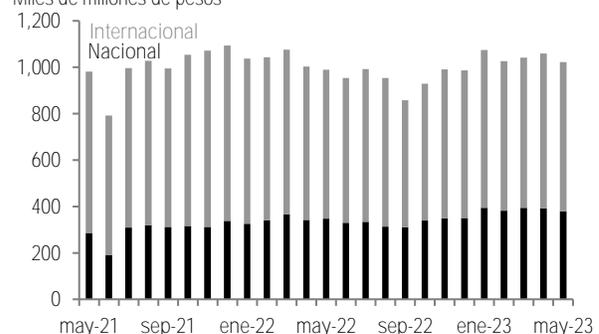
Fuente: CONSAR, Banorte

### Posición en Renta Variable

La aversión por activos de riesgo fue la principal característica de mayo, reflejando caídas casi generalizadas en las bolsas. Para la muestra de 30 índices que seguimos habitualmente se registró una disminución promedio en dólares del 2.9% (vs +2.1% en abril). La confianza de las inversionistas se vio impactada por la expectativa de altas tasas de interés por un mayor tiempo de lo anticipado y las implicaciones para el crecimiento. Mientras, el nerviosismo se acentuó por las negociaciones del techo de endeudamiento de EE.UU., aunque a principios de junio finalmente se llegó a un acuerdo. Bajo este contexto, las caídas más relevantes se observaron en las bolsas de Portugal (-11.1%), Francia (-8.6%) y Hong Kong (-8.1%). Por otro lado, las que reflejaron los avances más altos fueron las de Argentina (+6.8%), el Nasdaq (+5.8%) y Japón (+4.2%). Cabe señalar que, en el mes, tanto el Nasdaq como el S&P500 (+0.2%) ascendieron a máximos no vistos desde agosto de 2022, impulsados por acciones de compañías relacionadas con inteligencia artificial ante perspectivas más favorables. Por su parte, el IPC registró una baja nominal mensual de 4.3%, considerando los siguientes riesgos idiosincráticos: 1) Ajustes en precios en el sector financiero, luego del reporte negativo del FDIC en EE.UU.; 2) propuesta de nueva metodología del IPC con potencial afectación en los pesos de las 5 emisoras principales y; 3) el rebalanceo del MSCI que añadió volatilidad e incrementó el volumen de operación.

Particularmente, las posiciones de las Siefors en renta variable disminuyeron 3.5% m/m a \$1,022,359 millones, y así, la ponderación de las inversiones en acciones respecto al total de activos bajó 82pb/m a 18.6%. La tenencia de títulos nacionales se ajustó -3.1% m/m y la de internacionales lo hizo en -3.7%.

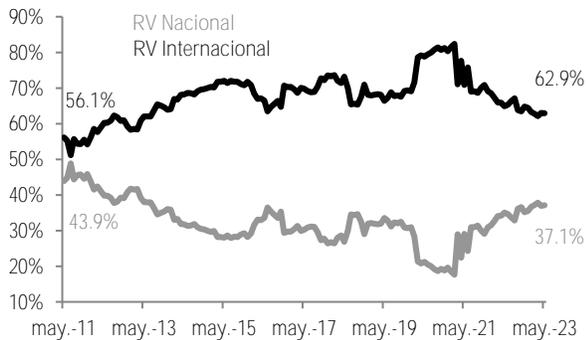
Inversión en Renta Variable  
Miles de millones de pesos



Fuente: CONSAR, Banorte

Asumiendo una estrategia indizada al S&P500 y al S&P BMV IPC, respectivamente, observamos que los manejadores de las afores decidieron incrementar su ponderación en títulos domésticos en 1.3% m/m para ubicarse en \$379,586 millones. Por otra parte, los gestores decidieron reducir su exposición a acciones internacionales en 2.2% a \$642,773 millones. Durante el periodo, el IPC bajó 4.3% nominal, mientras que el S&P500 en pesos registró una caída de 1.2%. Con ello, la ponderación de activos nacionales avanzó 0.2pp a 37.1% y la correspondiente a renta variable internacional disminuyó en la misma medida a 62.9% vs. el total invertido en acciones.

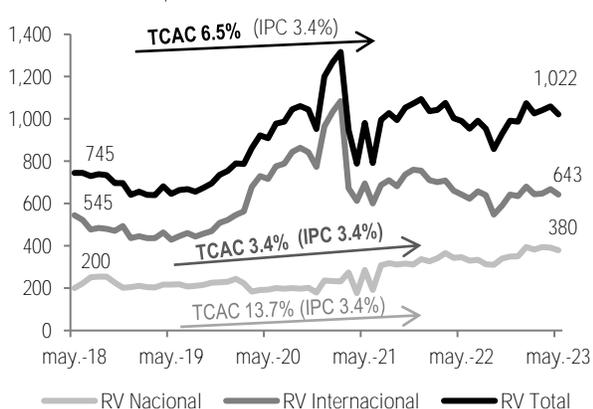
Ponderación de renta variable nacional e internacional % del total de inversión en renta variable



Fuente: CONSAR, Banorte

En relación con el desglose por posición, los títulos domésticos han crecido los últimos 5 años a razón de una TCAC de 13.7%, que se compara muy favorablemente respecto al desempeño del IPC (3.4%). En tanto, las acciones internacionales y la posición de renta variable total han aumentado en el mismo periodo a una tasa de 3.4% y 6.5%, respectivamente.

Evolución de activos de RV Nacional, Internacional y Total Miles de millones de pesos

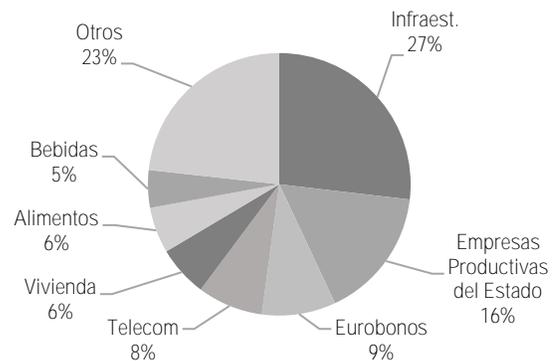


Fuente: CONSAR, Banorte

## Posición en Deuda Corporativa

En mayo de 2023, la participación de las Afores en instrumentos de deuda corporativa se redujo en 27pb, representando el 11.7% del total invertido. Lo anterior se explica por el monto colocado que fue menor de lo esperado y 76.4% inferior al del mismo mes de 2022. Hacia delante, esperamos mayor dinamismo en los próximos meses, con lo que podríamos observar ligeros movimientos al alza en la tenencia de bonos corporativos por las Afores. Los sectores con mayor participación son Infraestructura (26.8%), Empresas Productivas del Estado (16.2%), Eurobonos (9.1%), Telecom (8.1%) y Vivienda (6.3%).

Afores - Distribución de Deuda Privada por Sector %



Fuente: CONSAR, Banorte

## Estructura de Deuda Corporativa

Para la clasificación por estructura, se considera una fuente de información distinta, por lo que el total difiere de nuestras cifras. \*Información disponible a mayo de 2023.

En los primeros cinco meses de 2023, la preferencia en lo colocado en el mercado fue clara por bonos quirografarios con el 97.9% del monto emitido. En los siguientes meses, anticipamos que se mantenga esta preferencia, aunque con una ligera mayor participación de bonos estructurados. Dentro de estos instrumentos principalmente esperamos la colocación de bursatilizaciones de derechos de cobro de carteras de arrendamiento y crédito, que han sido una alternativa viable de financiamiento para las instituciones financieras no bancarias ante las dificultades de fondeo del sector

Composición de las Siefores por tipo de instrumento  
% (cifras al cierre de mayo de 2023)

Instrumento	SIEFORE Año nac.	Básica de Pensiones	Básica 55-59	Básica 60-64	Básica 64-69	Básica 70-74	Básica 75-79	Básica 80-84	Básica 85-89	Básica 90-94	Básica Inicial	Básica Adicional	TOTAL
Renta Variable	Nacional	0.7%	2.5%	4.2%	5.5%	6.6%	7.4%	8.2%	9.0%	9.6%	9.8%	3.1%	6.9%
	Internacional	1.7%	5.0%	9.4%	11.4%	11.9%	12.3%	12.5%	13.1%	13.4%	14.1%	8.8%	11.7%
Mercancías		0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	1.1%	0.3%
Deuda Privada	Bancario	1.5%	2.9%	3.0%	3.3%	3.1%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.9%
	Paraestatal	0.3%	2.2%	2.1%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	2.1%	2.1%	2.3%	0.5%	1.9%
	Corporativa	2.9%	11.1%	10.7%	10.0%	10.2%	9.6%	9.6%	10.0%	10.5%	10.6%	5.8%	9.8%
Estructurados		0.0%	1.2%	7.1%	7.1%	8.9%	9.2%	9.1%	8.3%	6.8%	4.3%	0.0%	7.6%
FIBRAS		1.2%	3.1%	3.0%	2.8%	3.0%	2.9%	2.9%	3.1%	3.0%	2.8%	1.4%	2.9%
Deuda Internacional		1.5%	2.2%	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	1.0%
Deuda Gubernamental	Bonos M	17.9%	14.3%	14.4%	13.5%	15.4%	15.7%	16.9%	17.8%	17.4%	16.9%	25.6%	16.1%
	Cetes	2.5%	1.8%	1.4%	4.0%	2.4%	2.9%	2.2%	2.2%	2.8%	3.9%	7.9%	2.8%
	Udibono	59.8%	43.6%	36.0%	31.5%	27.8%	25.9%	24.5%	22.6%	22.1%	22.1%	35.5%	28.1%
	UMS	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.0%	0.2%	1.0%
	Reporto	4.4%	4.3%	2.8%	3.1%	2.8%	2.8%	3.3%	3.4%	3.9%	6.0%	5.6%	3.3%
	Otros Guber	5.0%	5.4%	3.5%	3.8%	3.5%	3.8%	3.8%	3.6%	3.6%	2.8%	1.3%	3.6%

Fuente: CONSAR, Banorte

Composición de las Siefores por tipo de instrumento  
Millones de pesos (cifras al cierre de mayo de 2023)

Instrumento	SIEFORE Año nac.	Básica de Pensiones	Básica 55-59	Básica 60-64	Básica 64-69	Básica 70-74	Básica 75-79	Básica 80-84	Básica 85-89	Básica 90-94	Básica Inicial	Básica Adicional	TOTAL
Renta Variable	Nacional	523	3,248	18,527	42,354	61,965	67,501	69,042	56,112	36,759	17,753	5,801	379,586
	Internacional	1,280	6,603	41,561	88,371	111,757	113,247	104,730	81,926	51,330	25,573	16,395	642,773
Mercancías		18	54	675	1,858	2,526	2,901	2,045	1,159	409	121	2,101	13,869
Deuda Privada	Bancario	1,095	3,758	13,141	25,477	29,499	27,286	23,298	17,567	10,763	4,963	5,004	161,851
	Paraestatal	202	2,912	9,198	13,608	17,984	17,612	16,200	12,829	8,091	4,127	949	103,713
	Corporativa	2,164	14,652	47,144	77,006	95,675	87,922	80,313	62,258	40,220	19,211	10,805	537,370
Estructurados		-	1,580	31,300	54,622	84,105	84,501	76,047	51,752	26,155	7,767	50	417,878
FIBRAS		924	4,138	13,107	21,420	28,229	26,980	24,503	19,137	11,475	5,152	2,685	157,749
Deuda Internacional		1,157	2,848	6,979	10,725	11,577	9,022	6,253	4,117	2,368	964	655	56,665
Deuda Gubernamental	Bonos M	13,394	18,801	63,590	104,103	144,494	144,316	141,956	111,534	66,565	30,619	47,582	886,953
	Cetes	1,852	2,389	6,376	31,282	22,098	26,603	18,829	13,911	10,679	7,083	14,636	155,737
	Udibono	44,672	57,410	158,877	243,654	260,809	237,278	205,667	141,559	84,953	39,953	66,040	1,540,871
	UMS	427	643	2,566	5,342	9,697	11,157	10,869	8,294	5,096	1,873	413	56,377
	Reporto	3,261	5,620	12,455	24,122	26,206	26,122	27,278	21,013	15,050	10,865	10,426	182,420
	Otros Guber	3,731	7,089	15,426	29,394	33,124	34,771	31,666	22,328	13,667	5,008	2,505	198,708
TOTAL		74,700	131,746	440,922	773,336	939,747	917,221	838,696	625,496	383,580	181,030	186,047	5,492,522
% Siefore		1.36%	2.40%	8.03%	14.08%	17.11%	16.70%	15.27%	11.39%	6.98%	3.30%	3.39%	

Fuente: CONSAR, Banorte

## Anexos

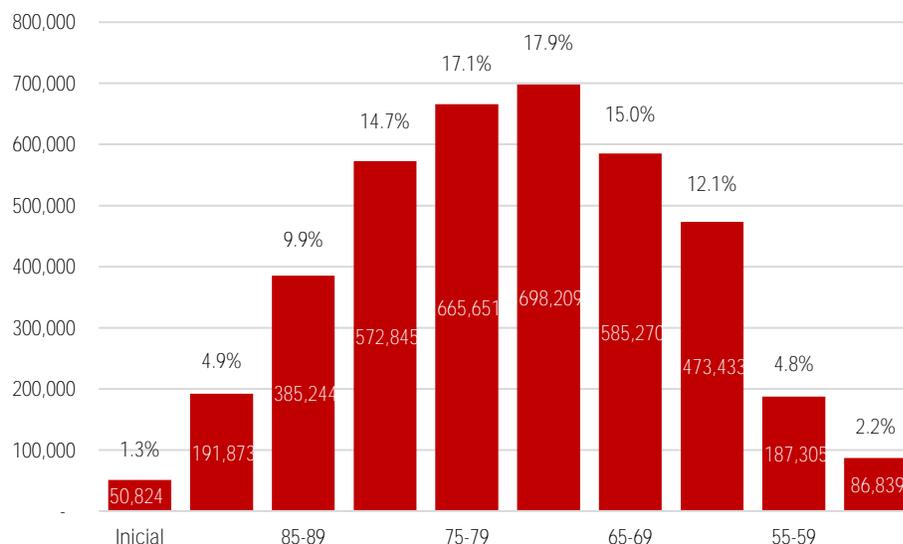
### Diciembre 2019

El 13 de diciembre de 2019 concluyó la migración al nuevo régimen de inversión basado en SIEFORES Generacionales. Anunciado el 31 de mayo de 2019, la principal modificación fue la **transición a un esquema de Fondos Generacionales**.

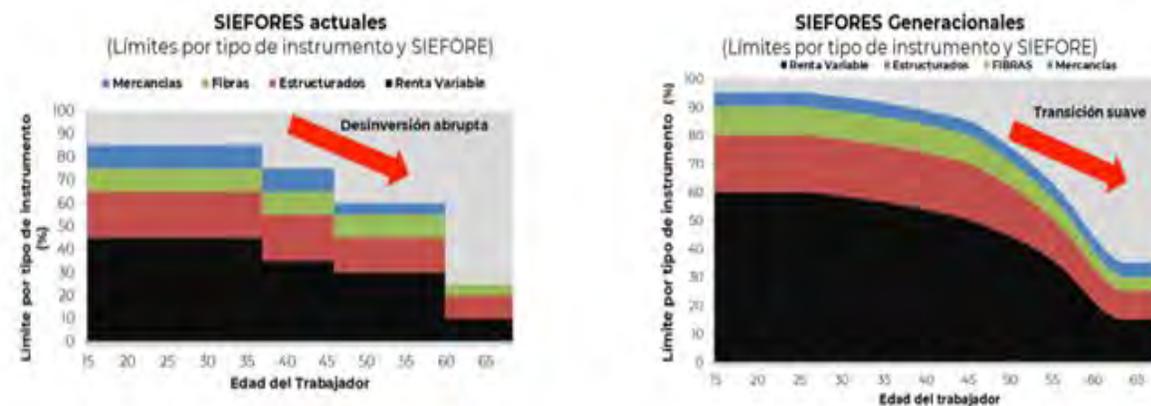
En dicha transición, se transformaron las SIEFORE (multifondos) en Fondos Generacionales (conocidos en inglés como *Target Date Funds*). Bajo este esquema, los recursos de cada trabajador son asignados a la SIEFORE asociada a su fecha de nacimiento y son mantenidos en ésta durante toda la vida laboral del trabajador. De tal manera que los recursos de los trabajadores ya no se transfieren de una SIEFORE a otra cuando cumple cierta edad, sino que es el Régimen de Inversión del fondo el que cambia a través del tiempo.

El nuevo esquema de SIEFORES Generacionales fue diseñado específicamente para producir resultados en términos del ingreso en la etapa del retiro. Con este nuevo esquema, el trabajador ya no cambiará de SIEFORE conforme avance al siguiente grupo de edad, lo que permitirá aprovechar mejor los beneficios del largo plazo en las inversiones, bajo una transición más suave de la manera en que se invierten los ahorros del trabajador y, por tanto, más eficiente.

Activos Administrados por SIEFORE y porcentaje de activos totales  
\$millones / %



Fuente: CONSAR. Datos a diciembre de 2019, fecha de la migración a SIEFORES Generacionales



Fuente: CONSAR

Mediante el nuevo régimen se gestionarán los recursos en 10 SIEFORES Generacionales: i) 1 SIEFORE Básica Inicial; ii) 8 SIEFORES Básicas Generacionales con grupos quinquenales de edad; y iii) 1 SIEFORE Básica de Pensiones.

SIEFORE	Básica	Básica	Básica	Básica	Básica	Básica	Básica	Básica	Básica	Básica de Pensiones
Año de nac	Inicial	90-94	85-89	80-84	75-79	70-74	65-69	60-64	55-59	
Edad del Trabajador	<25	25-29	30-34	35-39	40-44	45-49	50-54	55-59	60-64	≥65
SIEFORE	Nueva	Nueva	Básica 4	Nueva	Básica 3	Nueva	Nueva	Básica 2	Básica 1	Básica 0

Fuente: CONSAR

Adicionalmente, se crearán nuevas Sociedades de Inversión Básicas de manera quinquenal para las siguientes generaciones de trabajadores y pensionados de acuerdo al siguiente cuadro:

Sociedad de Inversión Básica	Año de nacimiento	Fecha de apertura
Sociedad de Inversión Básica 95-99	Trabajadores que hayan nacido entre 1995 y 1999	1 de enero de 2025
Sociedad de Inversión Básica 00-04	Trabajadores que hayan nacido entre 2000 y 2004	1 de enero de 2030
Sociedad de Inversión Básica 05-09	Trabajadores que hayan nacido entre 2005 y 2009	1 de enero de 2035
Sociedad de Inversión Básica 10-14	Trabajadores que hayan nacido entre 2010 y 2014	1 de enero de 2040
Sociedad de Inversión Básica 15-19	Trabajadores que hayan nacido entre 2015 y 2019	1 de enero de 2045

En cuanto al **Régimen de Inversión**, a partir de este cambio los límites de inversión están clasificados en cinco instrumentos y cambiarán trimestralmente respecto al trimestre de la vida de la Sociedad Básica. A la fecha de la transferencia (16 de diciembre de 2019), las sociedades se encuentran en los siguientes trimestres de vida:

Sociedad de Inversión Básica	Régimen de inversión inicial (Trimestre)
Sociedad de Inversión Básica de Pensiones	161
Sociedad de Inversión Básica 55-59	141
Sociedad de Inversión Básica 60-64	121
Sociedad de Inversión Básica 65-69	101
Sociedad de Inversión Básica 70-74	81
Sociedad de Inversión Básica 75-79	61
Sociedad de Inversión Básica 80-84	41
Sociedad de Inversión Básica 85-89	21
Sociedad de Inversión Básica 90-94	1
Sociedad de Inversión Básica Inicial	1

Las sociedades de inversión Básicas podrán invertir: i) Hasta el 100% del Activo Total de la Sociedad de Inversión en Instrumentos de Deuda emitidos o avalados por el Gobierno Federal, o en Instrumentos de Deuda emitidos por el Banco de México, o en instrumentos de Deuda que tengan Grado de Inversión; ii) en depósitos de dinero a la vista en Bancos; iii) en las operaciones autorizadas para garantizar Derivados a que se refieren las Disposiciones del Banco de México; iv) hasta el 20% del Activo Total de la Sociedad de Inversión, en Valores Extranjeros y Certificados Bursátiles Fiduciarios de Proyectos de Inversión que se destinen a la inversión o al financiamiento de actividades o proyectos fuera del territorio nacional.

Adicionalmente, las Sociedades de inversión podrán invertir en Instrumentos Estructurados, Mercancías, FIBRAS y Vehículos de Inversión Inmobiliaria, Renta Variable, e Instrumentos Bursatilizados.

Límites por tipo de SIEFORE Básica

%

		Básica Inicial	Básica 90-94	Básica 85-89	Básica 80-84	Básica 75-79	Básica 70-74	Básica 65-69	Básica 60-64	Básica 55-59	Básica de Pensiones
Trimestre		1	1	21	41	61	81	101	121	141	161
Riesgos de Mercado y Liquidez	Valor en Riesgo <sup>12</sup>									0.89%	0.70%
	Diferencial del Valor en Riesgo Condicional <sup>12</sup>	1.00%	1.00%	0.98%	0.96%	0.90%	0.79%	0.60%	0.40%	0.29%	0.25%
	Coefficiente de liquidez <sup>13</sup>						80%				
	Error de Seguimiento <sup>14</sup>						5%				
Riesgo por emisor y/o contraparte <sup>5</sup>	Deuda emitida o avalada por el Gobierno Federal						100%				
	Nac. <sup>16</sup> Deuda EPE <sup>6</sup>					10% (mxBBB a mxAAA) (Divisas BB a AAA)					
	Deuda			5% (mxBBB a mxAAA) (Divisas BB a AAA)						5% (mxA- a mxAAA) (Divisas BBB+ a AAA)	
	Deuda subordinada			1% (mxBB+ a mxBBB-) (Divisas BB a AAA)						-	
	Deuda Híbridos			2% (mxBB a mxBBB+) (Divisas BB a BB+)						-	
	Inter. Instrumentos extranjeros un solo emisor o contraparte <sup>7</sup>				5% (BBB- a AAA)						5% (BBB+ a AAA)
	Sobre una misma emisión <sup>8</sup>				Máximo {35%, \$500 millones}						
Límites por Clase de Activo	FIBRAS <sup>13</sup> y vehículos de inversión inmobiliaria						2%				
	Estructurados <sup>12</sup>						3%				
	Valores Extranjeros <sup>5</sup>						20%				
	Renta Variable <sup>5/10</sup>	50%	50%	50%	50%	40%	35%	30%	30%	10%	0%
	Instrumentos en Divisas <sup>5</sup>						30%				
	Instrumentos Bursatilizados <sup>5/11</sup>	40%	40%	38%	36%	33%	30%	27%	23%	21%	20%
	Instrumentos Estructurados <sup>5/12</sup>	20%	20%	20%	20%	20%	20%	17%	14%	11%	10%
FIBRAS <sup>13</sup> y vehículos de inversión inmobiliaria	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	7%	6%	5%	
Protección Inflacionaria <sup>14</sup>											Mínimo 51%
Vehículos y contratos	Mercancías <sup>5</sup>						5%				
	Mandatos						Si				
Conflicto de interés <sup>5</sup>	Derivados						Si				
	Instrumentos de entidades relacionadas entre sí						15%				
	Instrumentos de entidades con nexo patrimonial con la AFORE <sup>15</sup>						5%				

Fuente: CONSAR

1. Todos los límites representan porcentajes máximos, excepto el límite de protección inflacionaria.
2. Como porcentaje del Activo Administrado directamente por la SIEFORE. Los límites del Diferencial del VaR Condicional podrán ser adecuados por el CAR y, en su caso, ser más estrictos que los límites establecidos en las Disposiciones del Régimen de Inversión.
3. Como porcentaje de los Activos de Alta Calidad que tenga la SIEFORE. Se define como la razón del Valor de la Provisión por exposición en Instrumentos Derivados entre el Valor de los Activos de Alta Calidad.
4. Cálculo de conformidad con la metodología prevista en las Disposiciones de Carácter General en Materia Financiera de los Sistemas de Ahorro para el Retiro. El Error de Seguimiento podrá contar con un rango de modificación que determine el Comité de Análisis de Riesgos. Entrará en vigor 180 días naturales posteriores a la fecha de creación de los Fondos Generacionales.
5. Como porcentaje del Activo Total de la SIEFORE, incluyendo, en su caso, los activos administrados por los Mandatarios.
6. Calificación de la emisión de mediano y largo plazo, así como del emisor y/o del aval, en la proporción que corresponda. Las operaciones de reportos y derivados se computan dentro de estos límites. EPE significa Empresas Productivas del Estado.
7. A excepción de la SIEFORE Básica de Pensiones, se permite la inversión en instrumentos extranjeros con calificación no inferior a BBB-; sin embargo, la AFORE deberá cumplir con lo establecido en las Disposiciones del Régimen de Inversión y en las Disposiciones en materia financiera.
8. El 35% Aplica a la tenencia de todas las SIEFORES Básicas administradas por una misma AFORE, en Deuda, Valores Extranjeros de Deuda, Instrumentos Bursatilizados, Estructuras Vinculadas a Subyacentes, y FIBRAS. Para el caso de los Instrumentos de Deuda, los Valores Extranjeros de Deuda y los Instrumentos Bursatilizados, las Sociedades de Inversión podrán adquirir el valor que sea mayor entre quinientos millones de pesos y el 35% de una misma emisión. La inversión en CKDs y CERPIs puede exceder este límite, bajo ciertas condicionantes. El monto máximo se actualizará de conformidad con lo dispuesto en las Disposiciones de carácter general en materia financiera de los Sistemas de Ahorro para el Retiro.
9. A excepción de la SIEFORE Inicial y la SIEFORE Básica de Pensiones, los límites representan el Valor Medio que toma el límite máximo al momento del trimestre 10 (2.5 años) de haber iniciado dicha trayectoria. Para el caso de las SIEFORE Inicial y Básica de Pensiones, este límite representa el valor máximo que tomará cada activo durante toda la trayectoria.
10. Incluye acciones individuales, IPOs (a excepción de la SIEFORE Básica de Pensiones), índices accionarios domésticos e internacionales, incluidos en la Relación de Índices, y obligaciones forzosamente convertibles en acciones de emisores nacionales.
11. Se computan las bursatilizaciones que cumplan con lo dispuesto en el Anexo R de las Disposiciones en materia financiera, las cuales se considerarán emitidos por un independiente.
12. Incluye CKDs y CERPIs.
13. Incluye a las FIBRAS genéricas y FIBRA-E. La última es un fideicomiso emisor cuyos recursos de la emisión se destinen a la inversión directa o indirecta en sociedades, proyectos o activos de energía o infraestructura.
14. Límite mínimo de inversión en activos financieros que aseguren un rendimiento igual o superior a la inflación en México.
15. Límite contenido en la Ley del SAR, Art. 48. Fracción 10. Excepcionalmente se permite hasta un 10%. El límite es de 0% cuando son entidades financieras con nexo patrimonial.

## Glosario de términos y anglicismos

- **ABS:** Acrónimo en inglés de *Asset Backed Securities*. Son instrumentos financieros, típicamente de renta fija, que están respaldados por los flujos de efectivo generados por los ingresos futuros de una serie de activos, típicamente otros créditos, préstamos, arrendamientos y cuentas por cobrar, entre otros.
- **Backtest:** Se refiere a los métodos estadísticos que tienen el objetivo de evaluar la precisión de un modelo de predicción con base en cifras históricas.
- **Backwardation:** Situación en la cual el precio actual de un activo financiero está por encima de los precios a los que se cotiza el mismo subyacente en los mercados de futuros.
- **Bbl:** Abreviación de “barril”, medida estándar de cotización del petróleo en los mercados financieros.
- **Belly:** En los mercados de renta fija, se refiere a los instrumentos que se encuentran en la “sección media” de la curva de rendimientos, típicamente aquellos con vencimientos mayores a 2 años y por debajo de 10 años.
- **Benchmark(s):** Punto de referencia respecto al cual se compara y evalúa una medida. En teoría de portafolios, se refiere al estándar establecido bajo el cual una estrategia de inversión es comparada para evaluar su desempeño.
- **Black Friday:** Día enfocado a ventas especiales y descuentos en Estados Unidos de América, que ocurre el viernes posterior al jueves de Acción de Gracias.
- **BoE:** Acrónimo en inglés de *Bank of England* (Banco de Inglaterra), la autoridad monetaria del Reino Unido.
- **Breakeven(s):** Nivel de inflación esperada en un plazo determinado que sería necesario para obtener el mismo rendimiento al invertir en un instrumento de renta fija denominado en tasa nominal o real.
- **Carry:** Estrategia basada en pedir recursos prestados a una tasa de interés baja para invertir lo obtenido en un activo financiero con un mayor rendimiento esperado. Puede también referirse al rendimiento o pérdida obtenida bajo el supuesto de que los precios de los activos se mantienen constantes al nivel actual durante el horizonte de inversión.
- **Commodities:** También conocidos como materias primas. Son bienes que son intercambiados en los mercados financieros. Típicamente, se dividen en tres grandes categorías: agrícolas y pecuarios, energéticos y metales.
- **Contango:** Situación en la cual el precio actual de un activo financiero está por debajo de los precios a los que se cotiza el mismo subyacente en los mercados de futuros.
- **CPI - Consumer Price Index:** se refiere al índice de inflación al consumidor.
- **CPI Core – Consumer Price Index Subyacente:** se refiere al índice de inflación al consumidor excluyendo alimentos y energía.
- **Death cross:** En el análisis técnico, la dinámica en la cual el promedio móvil de 50 días del precio de un activo perfora a la baja al promedio móvil de 200 días.
- **Default:** Impago de la deuda.
- **Dot plot:** Gráfico de estimados de los miembros del Fed para la tasa de referencia.
- **Dovish:** El sesgo de un banquero central hacia el relajamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por reducir las tasas de interés y/o incrementar la liquidez en el sistema financiero.
- **Dummy:** En el análisis de regresión, variable que puede tomar un valor de cero o uno y que se utiliza para representar factores que son de una naturaleza binaria, *e.g.* que son observados o no.
- **EBITDA:** Acrónimo en inglés de *Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization*. En contabilidad, ganancias de operación antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.
- **ECB:** Acrónimo en inglés del *European Central Bank* (Banco Central Europeo), la autoridad monetaria de la Eurozona.

- **EIA:** Acrónimo en inglés del *Energy Information Administration* (Administración de Información Energética), dependencia de EE.UU. encargada de recolectar, analizar y diseminar información independiente e imparcial sobre los mercados energéticos.
- **Fed funds:** Tasa de interés de fondos federales, que es aquella bajo la cual las instituciones depositarias privadas en EE.UU. prestan dinero depositado en el banco de la Reserva Federal a otras instituciones depositarias, típicamente por un plazo de un día. Esta tasa es el principal instrumento de política monetaria del Fed.
- **FF:** Acrónimo en inglés de *Future Flow*. Son instrumentos financieros donde los pagos provienen únicamente de los flujos o aportaciones de alguna fuente de ingresos de operación –como lo pueden ser peajes de autopistas, partidas federales, impuestos u otros–, por lo que el riesgo está en función del desempeño de dichos flujos. Los activos que generan estos ingresos futuros no forman parte del respaldo para el pago de las emisiones.
- **FOMC:** Acrónimo en inglés del *Federal Open Market Committee*, que es el Comité de Mercado Abierto del Banco de la Reserva Federal. Es el comité que toma la decisión de política monetaria en Estados Unidos.
- **Friendshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países que se consideran más afines en términos culturales, políticos y/o económicos al país de origen.
- **FV:** Acrónimo en inglés que significa *Firm Value*. El valor de la compañía se calcula mediante el producto del total de las acciones en circulación por el precio de la acción más la deuda con costo menos el efectivo disponible.
- **Fwd:** Abreviación de ‘forward’. En el mercado accionario se refiere a la proyección de una variable, comúnmente la utilidad neta, que se espera que una compañía produzca en los próximos cuatro trimestres.
- **Golden cross:** En el análisis técnico, la dinámica en la cual el promedio móvil de 50 días del precio de un activo rompe al alza al promedio móvil de 200 días.
- **Hawkish:** El sesgo de un banquero central hacia el apretamiento de la política monetaria, comúnmente expresando una preferencia por aumentar las tasas de interés y/o reducir la liquidez en el sistema financiero.
- **ML:** Acrónimo en inglés de **Machine Learning (Aprendizaje Automático), la subrama dentro del área de la Inteligencia Artificial que tiene el objetivo de construir algoritmos que generen aprendizaje a partir de los datos.**
- **NLP:** Acrónimo en inglés de *Natural Language Processing* (Procesamiento de Lenguaje Natural), la subrama de la ciencia computacional que tiene el objetivo de que las computadoras procesen y “entiendan” el lenguaje humano en texto.
- **Nearshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa hacia países o regiones más cercanas a los centros de consumo final.
- **Nowcasting:** Modelos estadísticos que buscan predecir el estado de la economía ya sea en tiempo real y/o sobre el futuro o pasado muy cercano de un indicador económico determinado.
- **PADD3:** Acrónimo en inglés del *Petroleum Administration for Defense Districts* (PADD), que son agregaciones geográficas en EE.UU. en 5 distritos que permiten el análisis regional de la oferta y movimientos de productos de petróleo en dicho país. El distrito número 3 corresponde al Golfo y abarca los estados de Alabama, Arkansas, Luisiana, Mississippi, Nuevo México y Texas.
- **Proxy:** Variable que aproxima el comportamiento de otra variable o indicador económico.
- **Rally:** En finanzas se refiere al momento en que se observan ganancias en activos.
- **Reshoring:** Proceso de relocalización de la producción de un bien o servicio por parte de una empresa de regreso hacia su país de origen.
- **Spring Break:** Periodo vacacional de primavera para estudiantes –principalmente universitarios– en EE.UU.
- **Swap:** Acuerdo financiero en la cual dos partes se comprometen a intercambiar flujos de efectivo con una frecuencia determinada y fija por un periodo determinado.
- **Treasuries:** Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América.

## Certificación de los Analistas.

Nosotros, Alejandro Padilla Santana, Juan Carlos Alderete Macal, Alejandro Cervantes Llamas, Manuel Jiménez Zaldívar, Marissa Garza Ostos, Katia Celina Goya Ostos, Francisco José Flores Serrano, José Luis García Casales, Víctor Hugo Cortes Castro, José Itzamna Espitia Hernández, Carlos Hernández García, Leslie Thalía Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enriquez, Cintia Gisela Nava Roa, Miguel Alejandro Calvo Domínguez, José De Jesús Ramírez Martínez, Gerardo Daniel Valle Trujillo, Luis Leopoldo López Salinas, Isaías Rodríguez Sobrino, Juan Carlos Mercado Garduño, Paola Soto Leal, Daniel Sebastián Sosa Aguilar y Andrea Muñoz Sánchez certificamos que los puntos de vista que se expresan en este documento son reflejo fiel de nuestra opinión personal sobre la(s) compañía(s) o empresa(s) objeto de este reporte, de sus afiliadas y/o de los valores que ha emitido. Asimismo, declaramos que no hemos recibido, no recibimos, ni recibiremos compensación distinta a la de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. por la prestación de nuestros servicios.

## Declaraciones relevantes.

Conforme a las leyes vigentes y los manuales internos de procedimientos, los Analistas tienen permitido mantener posiciones largas o cortas en acciones o valores emitidos por empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores y que pueden ser el objeto del presente reporte, sin embargo, los Analistas Bursátiles tienen que observar ciertas reglas que regulan su participación en el mercado con el fin de prevenir, entre otras cosas, la utilización de información privada en su beneficio y evitar conflictos de interés. Los Analistas se abstendrán de invertir y de celebrar operaciones con valores o instrumentos derivados directa o a través de interpósita persona, con Valores objeto del Reporte de análisis, desde 30 días naturales anteriores a la fecha de emisión del Reporte de que se trate, y hasta 10 días naturales posteriores a su fecha de distribución.

### Remuneración de los Analistas.

La remuneración de los Analistas se basa en actividades y servicios que van dirigidos a beneficiar a los clientes inversionistas de Casa de Bolsa Banorte y de sus filiales. Dicha remuneración se determina con base en la rentabilidad general de la Casa de Bolsa y del Grupo Financiero y en el desempeño individual de los Analistas. Sin embargo, los inversionistas deberán advertir que los Analistas no reciben pago directo o compensación por transacción específica alguna en banca de inversión o en las demás áreas de negocio. Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

### Actividades de las áreas de negocio durante los últimos doce meses.

**Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.**, a través de sus áreas de negocio, brindan servicios que incluyen, entre otros, los correspondientes a banca de inversión y banca corporativa, a un gran número de empresas en México y en el extranjero. Es posible que hayan prestado, estén prestando o en el futuro brinden algún servicio como los mencionados a las compañías o empresas objeto de este reporte. Casa de Bolsa Banorte o sus filiales reciben una remuneración por parte de dichas corporaciones en contraprestación de los servicios antes mencionados.

En el transcurso de los últimos doce meses, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., no ha obtenido compensaciones por los servicios prestados por parte de la banca de inversión o por alguna de sus otras áreas de negocio de las siguientes empresas o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Actividades de las áreas de negocio durante los próximos tres meses.

Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte o sus filiales esperan recibir o pretenden obtener ingresos por los servicios que presta banca de inversión o de cualquier otra de sus áreas de negocio, por parte de compañías emisoras o sus filiales, alguna de las cuales podría ser objeto de análisis en el presente reporte.

### Tenencia de valores y otras revelaciones.

Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantiene inversiones, al cierre del último trimestre, directa o indirectamente, en valores o instrumentos financieros derivados, cuyo subyacente sean valores, objeto de recomendaciones, que representen el 1% o más de su cartera de inversión de los valores en circulación o el 1% de la emisión o subyacente de los valores emitidos.

Ninguno de los miembros del Consejo, directores generales y directivos del nivel inmediato inferior a éste de Casa de Bolsa Banorte, Grupo Financiero Banorte, finge con algún cargo en las emisoras que pueden ser objeto de análisis en el presente documento.

Los Analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no mantienen inversiones directas o a través de interpósita persona, en los valores o instrumentos derivados objeto del reporte de análisis.

### Guía para las recomendaciones de inversión.

<b>Referencia</b>	
<b>COMPRA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
<b>MANTENER</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
<b>VENTA</b>	Quando el rendimiento esperado de la acción sea menor al rendimiento estimado del IPC.

Aunque este documento ofrece un criterio general de inversión, exhortamos al lector a que busque asesorarse con sus propios Consultores o Asesores Financieros, con el fin de considerar si algún valor de los mencionados en el presente reporte se ajusta a sus metas de inversión, perfil de riesgo y posición financiera.

### Determinación de precios objetivo

Para el cálculo de los precios objetivo estimado para los valores, los analistas utilizan una combinación de metodologías generalmente aceptadas entre los analistas financieros, incluyendo de manera enunciativa, más no limitativa, el análisis de múltiplos, flujos descontados, suma de las partes o cualquier otro método que pudiese ser aplicable en cada caso específico conforme a la regulación vigente. No se puede dar garantía alguna de que se vayan a lograr los precios objetivo calculados para los valores por los analistas de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V., ya que esto depende de una gran cantidad de diversos factores endógenos y exógenos que afectan el desempeño de la empresa emisora, el entorno en el que se desempeña e influyen en las tendencias del mercado de valores en el que cotiza. Es más, el inversionista debe considerar que el precio de los valores o instrumentos puede fluctuar en contra de su interés y ocasionarle la pérdida parcial y hasta total del capital invertido.

**La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos como fidedignas, pero no hacemos declaración alguna respecto de su precisión o integridad. La información, estimaciones y recomendaciones que se incluyen en este documento son vigentes a la fecha de su emisión, pero están sujetas a modificaciones y cambios sin previo aviso; Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no se compromete a comunicar los cambios y tampoco a mantener actualizado el contenido de este documento. Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V. no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida que se derive del uso de este reporte o de su contenido. Este documento no podrá ser fotocopiado, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido total o parcialmente sin previa autorización escrita por parte de, Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.**

**GRUPO FINANCIERO BANORTE S.A.B. de C.V.**

<b>Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero</b>			
Alejandro Padilla Santana	Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero	alejandro.padilla@banorte.com	(55) 1103 - 4043
Raquel Vázquez Godínez	Asistente DGA AEyF	raquel.vazquez@banorte.com	(55) 1670 - 2967
Itzel Martínez Rojas	Gerente	itzel.martinez.rojas@banorte.com	(55) 1670 - 2251
Lourdes Calvo Fernández	Analista (Edición)	lourdes.calvo@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2611
María Fernanda Vargas Santoyo	Analista	maria.vargas.santoyo@banorte.com	(55) 1103 - 4000
<b>Análisis Económico</b>			
Juan Carlos Alderete Macal, CFA	Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia Financiera de Mercados	juan.alderete.macal@banorte.com	(55) 1103 - 4046
Francisco José Flores Serrano	Director Economía Nacional	francisco.flores.serrano@banorte.com	(55) 1670 - 2957
Katia Celina Goya Ostos	Director Economía Internacional	katia.goya@banorte.com	(55) 1670 - 1821
Yazmín Selene Pérez Enríquez	Subdirector Economía Nacional	yazmin.perez.enriquez@banorte.com	(55) 5268 - 1694
Cintia Gisela Nava Roa	Subdirector Economía Nacional	cintia.nava.roa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Luis Leopoldo López Salinas	Gerente Economía Internacional	luis.lopez.salinas@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 2707
<b>Estrategia de Mercados</b>			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
<b>Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio</b>			
Leslie Thalia Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaías Rodríguez Sobrino	Gerente Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144
<b>Análisis Bursátil</b>			
Marissa Garza Ostos	Director Análisis Bursátil	marissa.garza@banorte.com	(55) 1670 - 1719
José Itzamna Espitia Hernández	Subdirector Análisis Bursátil	jose.espitia@banorte.com	(55) 1670 - 2249
Carlos Hernández García	Subdirector Análisis Bursátil	carlos.hernandez.garcia@banorte.com	(55) 1670 - 2250
Víctor Hugo Cortes Castro	Subdirector Análisis Técnico	victorh.cortes@banorte.com	(55) 1670 - 1800
Juan Carlos Mercado Garduño	Gerente Análisis Bursátil	juan.mercado.garduno@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746
Paola Soto Leal	Gerente Análisis Bursátil	paola.soto.leal@banorte.com	(55) 1103 - 4000 x 1746
<b>Análisis Deuda Corporativa</b>			
Hugo Armando Gómez Solís	Subdirector Deuda Corporativa	hugo.gomez@banorte.com	(55) 1670 - 2247
Gerardo Daniel Valle Trujillo	Gerente Deuda Corporativa	gerardo.valle.trujillo@banorte.com	(55) 1670 - 2248
<b>Análisis Cuantitativo</b>			
Alejandro Cervantes Llamas	Director Ejecutivo de Análisis Cuantitativo	alejandro.cervantes@banorte.com	(55) 1670 - 2972
José Luis García Casales	Director Análisis Cuantitativo	jose.garcia.casales@banorte.com	(55) 8510 - 4608
Miguel Alejandro Calvo Domínguez	Subdirector Análisis Cuantitativo	miguel.calvo@banorte.com	(55) 1670 - 2220
José De Jesús Ramírez Martínez	Subdirector Análisis Cuantitativo	jose.ramirez.martinez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Daniel Sebastián Sosa Aguilar	Subdirector Análisis Cuantitativo	daniel.sosa@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Andrea Muñoz Sánchez	Analista Análisis Cuantitativo	andrea.munoz.sanchez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
<b>Banca Mayorista</b>			
Armando Rodal Espinosa	Director General Banca Mayorista	armando.rodal@banorte.com	(55) 1670 - 1889
Alejandro Aguilar Ceballos	Director General Adjunto de Administración de Activos	alejandro.aguilar.cebillos@banorte.com	(55) 5004 - 1282
Alejandro Eric Faesi Puente	Director General Adjunto de Mercados y Ventas Institucionales	alejandro.faesi@banorte.com	(55) 5268 - 1640
Alejandro Frigolet Vázquez Vela	Director General Adjunto Sólida	alejandro.frigolet.vazquezvela@banorte.com	(55) 5268 - 1656
Arturo Monroy Ballesteros	Director General Adjunto Banca Inversión	arturo.monroy.ballesteros@banorte.com	(55) 5004 - 5140
Carlos Alberto Arciniega Navarro	Director General Adjunto Tesorería	carlos.arciniega@banorte.com	(81) 1103 - 4091
Gerardo Zamora Nanez	Director General Adjunto Banca Transaccional y Arrendadora y Factor	gerardo.zamora@banorte.com	(81) 8173 - 9127
Jorge de la Vega Grajales	Director General Adjunto Gobierno Federal	jorge.delavega@banorte.com	(55) 5004 - 5121
Luis Pietrini Sheridan	Director General Adjunto Banca Patrimonial y Privada	luis.pietrini@banorte.com	(55) 5249 - 6423
Lizza Velarde Torres	Director Ejecutivo Gestión Banca Mayorista	lizza.velarde@banorte.com	(55) 4433 - 4676
Osvaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	osvaldo.brondo@banorte.com	(55) 5004 - 1423
Raúl Alejandro Arauzo Romero	Director General Adjunto Banca Transaccional	alejandro.arauzo@banorte.com	(55) 5261 - 4910
René Gerardo Pimentel Ibarrola	Director General Adjunto Banca Corporativa e Instituciones Financieras	pimentelr@banorte.com	(55) 5004 - 1051
Ricardo Velázquez Rodríguez	Director General Adjunto Banca Internacional	rvelazquez@banorte.com	(55) 5004 - 5279
Victor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.roldan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899