

Panorama de los Fondos de Pensiones a julio de 2023

17 de agosto 2023

[@analisis_fundam](http://www.banorte.com/analisiseconomico)

- El rendimiento del sistema cayó a mínimos de nueve meses.** El rendimiento ponderado del sistema (últimos 36 meses, excluyendo Adicionales) disminuyó a 4.57% desde 4.75% el mes previo. Julio cerró con mayor optimismo tras la publicación de cifras económicas que fortalecieron la visión de un ‘aterrizaje suave’ de la economía en EE. UU. mientras que los bancos centrales de países desarrollados continuaron el ciclo alcista. En este sentido, el Fed elevó su tasa de referencia 25pb a un rango de 5.25%-5.50% en una decisión unánime, mostrando un tono *hawkish* y dejando la puerta abierta a un nuevo incremento, aunque con cierta ambigüedad sobre las próximas acciones. El FMI publicó su documento *Perspectivas de la Economía Mundial*, donde revisó ligeramente al alza el estimado de crecimiento global para 2023 a 3.0% (previo 2.8%), dejando sin cambio el de 2024 en 3.0%. En EE. UU., el PIB del 2T23 mostró una expansión de 2.4% t/t, por arriba del consenso. La inflación anual de julio subió a 3.2% desde 3.0%, mientras que el componente subyacente se moderó ligeramente a 4.7% desde 4.8%. En tanto, el reporte laboral mostró la creación de 187K empleos, por debajo de lo esperado y la tasa de desempleo bajó a 3.5% desde 3.6%. En México, Banxico publicó las minutas de su decisión de junio, en la cual dejaron la tasa de referencia sin cambios, con un tono más *hawkish* relativo al comunicado. En datos económicos, el PIB preliminar del 2T23 mostró un crecimiento de 3.7% a/a, por encima de lo esperado (3.3% a/a); la inflación anual de julio bajó a 4.79% desde 5.06% y la subyacente cayó a 6.64% desde 6.89%. En junio se crearon 419.1K empleos, con la tasa de desempleo disminuyendo a 2.65% desde 2.93%. En otras noticias, Fitch Ratings bajó la calificación de Pemex a ‘B+’ desde ‘BB-’, colocándola en Observación Negativa, mientras que Moody’s la afirmó en ‘B1’ pero cambió la perspectiva a Negativa desde Estable
- Los recursos administrados (AUM) alcanzaron nuevos máximos históricos, incrementando 8.1% en lo que va del año.** Los AUM de las Siefors se ubicaron en \$5,655 mil millones desde \$5,568 mil millones el mes previo (+9.4% a/a). Este movimiento fue resultado de ganancias de \$43,059 millones y entradas netas de \$43,432 millones. Este incremento en los recursos administrados fue ligeramente mayor comparado con el mes previo de \$80,962 millones como producto de ganancias de \$86,106 millones y salidas netas de \$5,143 millones
- En renta fija gubernamental,** las Afores redujeron su posición a 54.6% del total de los AUM desde 54.9% el mes previo, ante una reducción en las tenencias de Cetes y Otra Deuda Gubernamental (clase que incluye reportos)
- En renta variable,** predominó el apetito por activos de riesgo, reflejando un avance casi generalizado de los índices de referencia. Destacó que las Siefors aumentaron sus posiciones principalmente en acciones internacionales
- En deuda corporativa** (ex. bancarios), la participación de las Afores en estos instrumentos se redujo 19pb, representando 11.5% del total invertido

Alejandro Padilla Santana

Director General Adjunto de
Análisis Económico y Financiero
alejandra.padilla@banorte.com

Manuel Jiménez Zaldívar

Director Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com

Leslie Thalía Orozco Vélez

Subdirector 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
marissa.garza@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.

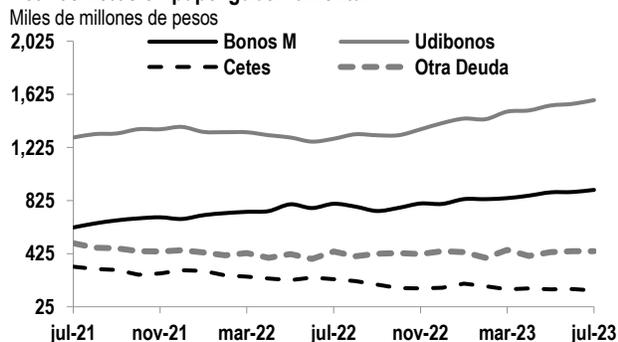
Análisis por tipo de Activo

Posición en Renta Fija

Durante julio predominó el optimismo en los mercados financieros a medida que disminuyeron los temores sobre una recesión global. Incluso la Reserva Federal abandonó la posibilidad de una recesión y los inversionistas redujeron sus apuestas por más alzas en las tasas de interés, favoreciendo el escenario de que ya se alcanzó la tasa terminal en 5.25%-5.50%. En este contexto, la curva de Bonos M registró modestas ganancias en el extremo corto y pérdidas de hasta 22pb en la parte media. Por el contrario, los Udibonos de menor plazo promediaron pérdidas de 15pb, mientras que los de mayor duración cerraron con muy pocos cambios. En tanto, la dinámica de los Cetes fue mixta con movimientos marginales. En este contexto, los fondos de pensiones moderaron marginalmente su exposición en papel gubernamental a 54.6% del total de los AUM (-31pb), pasando a \$3,078 mil millones. Las inversiones en Bonos M y Udibonos se mantuvieron prácticamente sin cambios en 16.0% (+2pb) y 28.0% (+4pb), respectivamente. En tanto, las tenencias de Cetes y Otra Deuda disminuyeron a 2.6% (-24pb) y 7.9% (-12pb) en el mismo orden.

Al 31 de julio, la tenencia de extranjeros en Bonos M se ubicó en \$1,377,108 millones (33.1% del total de la emisión), subiendo 0.5% respecto al mes previo y cayendo 1.5% en lo que va del año. La tenencia en Cetes se ubicó en \$168,129 millones (13.0% del total), disminuyendo 7.4% en julio, pero manteniendo un avance de 19.7% en 2023. En tanto, la posición de Afores en Bonos M se ubicó en \$952,079 millones (22.9% del total de la emisión), ajustando -0.2% m/m. En cuanto a la posición en Cetes, estas instituciones registraron \$170,305 millones (13.2% del total emitido), cayendo 9.6% m/m.

Activos netos en papel gubernamental

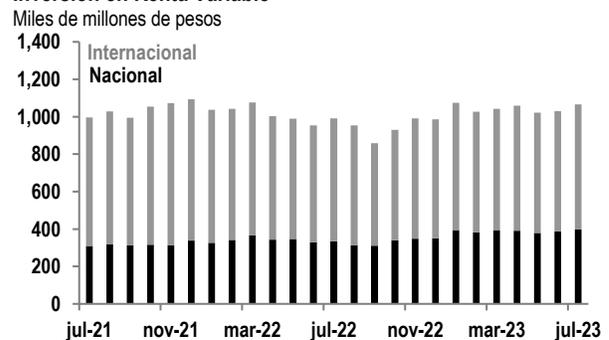


Posición en Renta Variable

El apetito por activos de riesgo continuo en julio, impulsando a las bolsas. A partir de lo anterior, en la muestra de 30 índices que seguimos habitualmente se registró un incremento promedio en dólares del 4.0% (vs +5.7% en junio). La confianza de los inversionistas estuvo alentada principalmente por la expectativa de un fin cercano del ciclo restrictivo de algunos bancos centrales en países desarrollados, tras las alzas en tasas de interés llevadas a cabo en el mes, mientras que en algunos emergentes comenzó la relajación monetaria. Además, datos económicos sólidos, incluso mejores a lo esperado, apuntalaron la perspectiva de un 'aterrizaje suave' de la economía y disminuyeron los riesgos de recesión. En esta ocasión, los mayores avances se observaron en las bolsas de Colombia (+11.4%), Rusia (+6.9%), Hong Kong (+6.7%), Corea (+6.0%) e Italia (+5.9%). Por su parte, el Nasdaq (+4.0%) se ubicó en máximos no vistos desde abril de 2022, mientras el Dow Jones (+3.3%) y el S&P500 (+3.1%) ascendieron a niveles no observados desde febrero y marzo de 2022, respectivamente. En México, la fortaleza del peso siguió siendo un factor relevante en el rendimiento en dólares del IPC (+4.8%), en tanto el desempeño en términos nominales fue de +2.4%. Por el contrario, agosto inició con un sentimiento de aversión al riesgo y una mayor volatilidad tras el ajuste a la baja en la calificación crediticia de EE. UU. por parte de Fitch así como un balance mixto en reportes corporativos ante perspectivas divergentes de empresas.

En particular, las posiciones de las Siefors en renta variable crecieron 3.4% m/m a \$1,065,191 millones, y así, la ponderación de las inversiones en acciones respecto al total de activos subió 31pb m/m a 18.9%. La tenencia de títulos nacionales avanzó 2.5% m/m y la de internacionales lo hizo en 3.9% m/m.

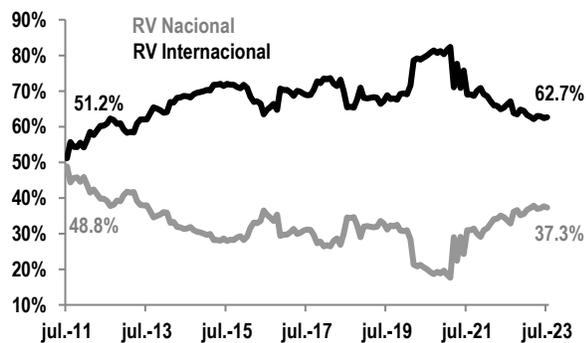
Inversión en Renta Variable



Asumiendo una estrategia indizada al S&P500 y al S&P BMV IPC, respectivamente, observamos que los manejadores de las afores decidieron mantener su ponderación en títulos domésticos para ubicarse en \$397,509 millones. Por otra parte, los gestores decidieron incrementar su exposición a acciones internacionales en 3.1% a \$667,682 millones. En julio el IPC creció 2.4% nominal, mientras que el S&P500 en pesos registró un aumento de 0.8%. Con ello, la ponderación de activos nacionales disminuyó 0.3pp a 37.3% y la correspondiente a renta variable internacional avanzó en la misma medida a 62.7% vs. el total invertido en acciones.

Ponderación de renta variable nacional e internacional

% del total de inversión en renta variable

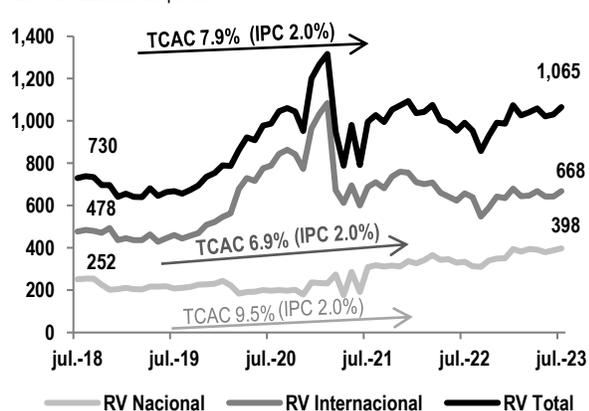


Fuente: CONSAR, Banorte

En relación con el desglose por posición, los títulos domésticos han crecido los últimos 5 años a razón de una TCAC de 9.5%, que se compara muy favorablemente respecto al desempeño del IPC (+2.0%). En tanto, las acciones internacionales y la posición de renta variable total han aumentado en el mismo periodo a una tasa de 6.9% y 7.9%, respectivamente.

Evolución de activos de RV Nacional, Internacional y Total

Miles de millones de pesos



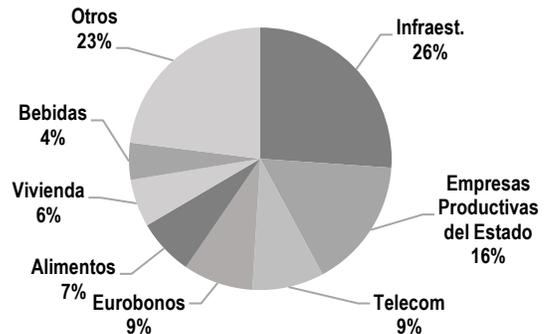
Fuente: CONSAR, Banorte

Posición en Deuda Corporativa

En julio de 2023, la participación de las Afores en instrumentos de deuda corporativa se redujo en 19pb, representando el 11.5% del total invertido. El decremento en participación y en el monto invertido contrasta con un mes que observó dinamismo en colocaciones. Por lo que podríamos explicarlo por un bajo apetito de las Afores a los instrumentos con marginalmente mayor riesgo (menor a 'AAA') y una menor exposición a CFE, quien fue el mayor emisor del mes. Hacia delante, esperamos que se mantenga 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 (26.1%), Empresas Productivas del Estado (16.1%), Eurobonos (8.6%), Telecom (8.8%) y Alimentos (7.0%).

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 julio de 2023.

En los siete meses transcurridos de 2023, la preferencia en lo colocado en el mercado se mantiene con bonos quirografarios con el 88.5% del monto emitido, aunque vimos una mayor participación de estructurados en julio, con 41.9% del monto del mes. En los siguientes meses, anticipamos que se mantenga esta preferencia ya que al momento no encontramos emisiones estructuras programadas en el pipeline.

Composición de las Siefores por tipo de instrumento

% (cifras al cierre de julio 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%	4.3%	5.6%	6.7%	7.5%	8.4%	9.0%	9.6%	9.6%	3.3%	7.0%
	Internacional	1.8%	5.1%	9.6%	11.5%	12.0%	12.5%	12.6%	13.1%	13.4%	13.9%	9.8%	11.8%
Mercancías		0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	1.0%	0.2%
Deuda Privada	Bancario	1.5%	2.9%	3.1%	3.4%	3.3%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%	2.7%	2.6%	3.0%
	Paraestatal	0.3%	2.2%	2.1%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.2%	0.6%	1.9%
	Corporativa	3.1%	10.7%	10.6%	9.9%	10.1%	9.6%	9.5%	9.8%	10.3%	10.2%	5.7%	9.7%
Estructurados		0.0%	1.2%	7.3%	7.1%	9.0%	9.3%	9.1%	8.4%	7.0%	4.4%	0.0%	7.7%
FIBRAS		1.3%	3.2%	3.1%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%	3.0%	2.7%	1.4%	2.9%
Deuda Internacional		1.7%	2.1%	1.7%	1.5%	1.4%	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.3%	1.2%
Deuda Gubernamental	Bonos M	18.6%	14.9%	14.6%	13.3%	15.0%	15.4%	16.9%	17.7%	17.5%	16.0%	26.0%	16.0%
	Cetes	2.6%	1.7%	1.2%	3.7%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	2.6%	3.8%	7.5%	2.6%
	Udibono	60.5%	44.6%	36.0%	31.7%	27.8%	26.1%	24.2%	22.3%	22.1%	22.3%	35.9%	28.0%
	UMS	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.0%	0.2%	1.0%
	Reporto	4.0%	3.9%	2.7%	3.4%	3.0%	3.2%	3.5%	3.9%	4.2%	7.6%	4.2%	3.6%
	Otros Guber	3.6%	4.4%	3.0%	3.4%	3.3%	3.5%	3.5%	3.3%	3.3%	2.6%	1.3%	3.3%

Fuente: CONSAR, Banorte

Composición de las Siefores por tipo de instrumento

Millones de pesos (cifras al cierre de julio 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	535	3,304	18,696	44,057	64,725	70,974	72,738	58,734	38,599	18,687	6,462	397,509
	Internacional	1,314	6,651	41,930	90,699	115,689	118,007	108,726	84,988	53,772	26,892	19,015	667,682
Mercancías		17	52	643	1,774	2,424	2,797	1,956	1,103	388	117	2,011	13,282
Deuda Privada	Bancario	1,110	3,778	13,584	26,707	31,386	28,993	24,732	18,692	11,504	5,278	5,085	170,849
	Paraestatal	205	2,846	9,197	13,701	18,113	17,724	16,357	12,944	8,207	4,187	1,167	104,647
	Corporativa	2,274	13,904	46,341	78,679	97,589	90,305	82,230	63,746	41,289	19,774	11,048	547,178
Estructurados		-	1,560	31,617	56,143	86,477	87,376	79,075	54,396	27,961	8,584	50	433,238
FIBRAS		954	4,093	13,407	22,716	29,680	28,577	25,936	20,083	12,010	5,288	2,748	165,492
Deuda Internacional		1,229	2,759	7,283	12,171	13,600	10,628	7,717	5,090	3,009	1,435	637	65,556
Deuda Gubernamental	Bonos M	13,836	19,297	63,737	104,981	145,046	145,780	146,048	114,984	70,104	31,069	50,507	905,388
	Cetes	1,923	2,270	5,396	29,375	21,251	21,879	18,803	14,394	10,347	7,437	14,564	147,640
	Udibono	45,001	57,937	156,745	250,386	267,779	246,591	209,910	145,002	88,807	43,294	69,776	1,581,229
	UMS	390	614	2,510	5,210	9,852	11,268	11,181	8,705	5,412	2,002	397	57,540
	Reporto	2,957	5,068	11,880	27,282	28,996	30,115	30,346	25,002	16,776	14,685	8,162	201,269
	Otros Guber	2,657	5,750	13,037	26,951	31,368	32,870	30,301	21,213	13,434	5,053	2,500	185,135
TOTAL		74,400	129,883	436,003	790,830	963,974	943,883	866,056	649,074	401,618	193,781	194,130	5,643,634
% Siefore		1.32%	2.30%	7.73%	14.01%	17.08%	16.72%	15.35%	11.50%	7.12%	3.43%	3.44%	

Fuente: CONSAR, Banorte

Anexos

Diciembre 2019

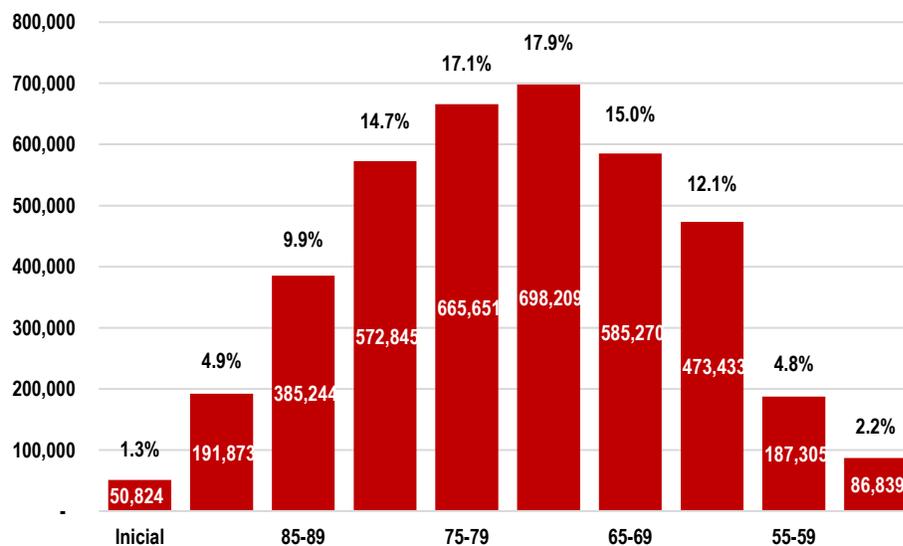
El 13 de diciembre de 2019 concluyó la migración al nuevo régimen de inversión basado en SIEFORES Generacionales. Anunciado el 31 de mayo de 2019, la principal modificación fue la **transición a un esquema de Fondos Generacionales**.

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.

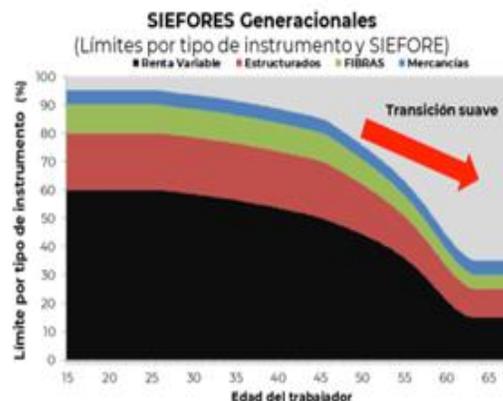
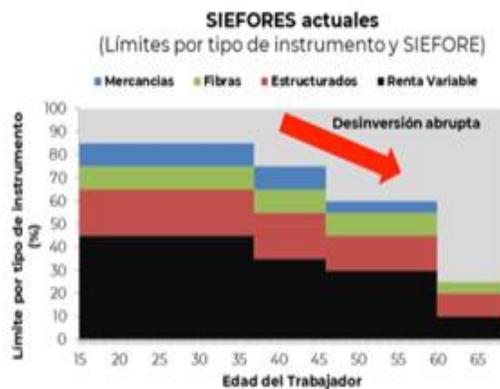
El nuevo esquema de SIEFORES Generacionales fue diseñado específicamente para producir resultados en términos del ingreso en la etapa del retiro. Con este nuevo esquema, el trabajador ya no cambiará de SIEFORE conforme avance al siguiente grupo de edad, lo que permitirá aprovechar mejor los beneficios 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 ¹²									0.89%	0.70%
	Diferencial del Valor en Riesgo Condicional ¹²	1.00%	1.00%	0.98%	0.96%	0.90%	0.79%	0.60%	0.40%	0.29%	0.25%
	Coefficiente de liquidez ³						80%				
	Error de Seguimiento ⁴						5%				
Riesgo por emisor y/o contraparte ⁵	Deuda emitida o avalada por el Gobierno Federal						100%				
	Nac. ¹⁶ Deuda EPE ⁶				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 ⁷				5% (BBB- a AAA)						
Sobre una misma emisión ⁸					Máximo {35%, \$500 millones}						
FIBRAS ¹³ y vehículos de inversión inmobiliaria							2%				
Estructurados ¹²							3%				
Límites por Clase de Activo	Valores Extranjeros ⁵						20%				
	Renta Variable ^{5/10}	50%	50%	50%	50%	40%	35%	30%	30%	10%	0%
	Instrumentos en Divisas ⁵						30%				
	Instrumentos Bursatilizados ^{5/11}	40%	40%	38%	36%	33%	30%	27%	23%	21%	20%
	Instrumentos Estructurados ^{5/12}	20%	20%	20%	20%	20%	20%	17%	14%	11%	10%
	FIBRAS ¹³ y vehículos de inversión inmobiliaria	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	7%	6%	5%
	Protección Inflacionaria ¹⁴							-			
Vehículos y contratos	Mercancías ⁵						5%				
	Mandatos						Si				
Conflicto de interés ⁵	Derivados						Si				
	Instrumentos de entidades relacionadas entre sí						15%				
	Instrumentos de entidades con nexo patrimonial con la AFORE ¹⁵						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. Calculado 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 nexos 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.
- **Score:** Generación de un valor numérico a través de un modelo estadístico para poder jerarquizar una variable de acuerdo a la estimación de la ponderación de las variables explicativas.
- **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, Yazmin 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, Daniel Sebastián Sosa Aguilar, Jazmin Daniela Cuautencos Mora 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, funge 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.

	Referencia
COMPRA	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Cuando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	Cuando 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.

Dirección General Adjunta de Análisis Económico y Financiero			
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
Análisis Económico			
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
Estrategia de Mercados			
Manuel Jiménez Zaldívar	Director Estrategia de Mercados	manuel.jimenez@banorte.com	(55) 5268 - 1671
Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio			
Leslie Thálfia Orozco Vélez	Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio	leslie.orozco.velez@banorte.com	(55) 5268 - 1698
Isaias Rodríguez Sobrino	Gerente Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities	isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com	(55) 1670 - 2144
Análisis Bursátil			
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
Análisis Deuda Corporativa			
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
Análisis Cuantitativo			
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
Jazmin Daniela Cuautencos Mora	Gerente Análisis Cuantitativo	jazmin.cuautencos.mora@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Andrea Muñoz Sánchez	Analista Análisis Cuantitativo	andrea.munoz.sanchez@banorte.com	(55) 1103 - 4000
Banca Mayorista			
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
Oswaldo Brondo Menchaca	Director General Adjunto Bancas Especializadas	oswaldo.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
Víctor Antonio Roldan Ferrer	Director General Adjunto Banca Empresarial	victor.rolan.ferrer@banorte.com	(55) 1670 - 1899