

Panorama de los Fondos de Pensiones a octubre de 2023

- **El rendimiento del sistema se ubica en nuevos mínimos sin precedentes.** El rendimiento ponderado del sistema (últimos 36 meses, excluyendo Adicionales) pasó a 2.79%, hilando siete meses a la baja, desde 7.38% en marzo. El sentimiento de aversión al riesgo prevaleció entre los inversionistas durante octubre tras el inicio de la guerra en Medio Oriente, detonando temores sobre un repunte en la inflación y un deterioro en el crecimiento económico que mantuvieron a los bancos centrales cautelosos. Las minutas de la última decisión del Fed de septiembre mostraron un tono menos *hawkish* del esperado, debido a que ven riesgos para sus metas de inflación y empleo más balanceados. El PIB del 3T23 superó las expectativas en 4.9% t/t anualizado (previo: 2.1%). En otros datos económicos, la inflación anual moderó su ritmo de avance a 3.2% en octubre, desde 3.7%, mientras que el componente subyacente bajó a 4.0% desde 4.1%. En tanto, el reporte laboral mostró la generación de 150K empleos, por debajo de lo esperado (180K) y la tasa de desempleo subió a 3.9% desde 3.8%. En México, las minutas de la decisión de Banxico de septiembre mostraron un tono bastante *hawkish*, inclusive más que el comunicado, reafirmando el tono de cautela sobre cuándo podrían iniciar los recortes de la tasa de interés. El PIB del 2T23 creció 3.3%, ligeramente por arriba de la expectativa del mercado (3.2%), hilando ocho trimestres de avances importantes. En otros datos económicos, la inflación anual se moderó a 4.26% desde 4.45%, mientras que la subyacente también fue más baja, resultando en 5.50% desde 5.76%. En septiembre se perdieron 92.4 mil empleos, hilando dos meses con bajas, mientras que la tasa de desempleo se ubicó en 2.88% desde 2.96%
- **Los recursos administrados (AUM) registraron muy pocos cambios (-0.3% m/m).** Los AUM de las Siefores se ubicaron en \$5,447 mil millones desde \$5,462 mil millones el mes previo. El ajuste mensual fue resultado de pérdidas de \$34,690 millones que eclipsaron por completo las entradas netas de \$15,252 millones
- **En renta fija gubernamental,** las Afores incrementaron su posición marginalmente a 54.7% del total de los AUM desde 54.6% el mes previo. El mayor apetito por Bonos M, Udibonos y Cetes fue prácticamente diluido por una menor exposición a Otra Deuda Gubernamental (clase que incluye reportos)
- **En renta variable,** en un contexto de aversión al riesgo, las Siefores disminuyeron sus posiciones en acciones, principalmente en activos internacionales
- **En deuda corporativa** (ex. bancarios), la participación de las Afores en estos instrumentos se incrementó 13pb, representando 11.8% del total invertido

Rendimiento ponderado del sistema (últimos 36 meses)



21 de noviembre 2023



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



Manuel Jiménez Zaldívar
Director Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com



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



Isaías Rodríguez Sobrino
Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y *Commodities*
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



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

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

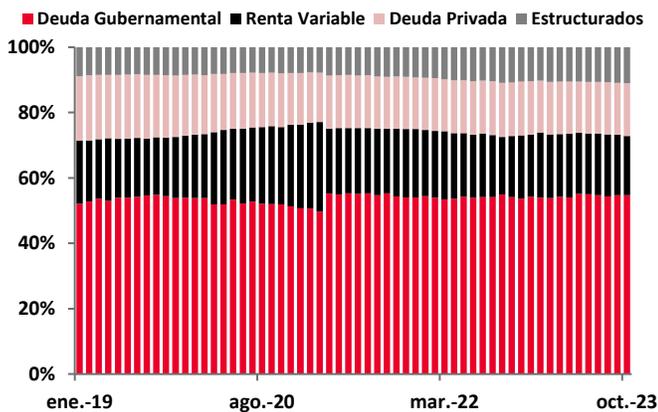
Posición en Renta Fija

Los bonos soberanos cerraron octubre con un balance negativo. Las curvas de rendimientos registraron un *bear steepening* como resultado de un mayor incremento en las tasas de largo plazo vs las de corto plazo. En particular, los *Treasuries* de 10 y 30 años alcanzaron máximos no vistos desde 2007 superando 5.00% tras un ajuste de +38pb. A nivel local, los Bonos M de mayor duración perdieron 23pb al cotizar en máximos no vistos desde la crisis financiera de 2008, con la referencia de 10 años en 10.24%. Los Udibonos perdieron 17pb, en promedio y las tasas reales de los Cetes alcanzaron niveles históricamente altos dada la trayectoria de la inflación. En este contexto, los fondos de pensiones aumentaron su exposición en papel gubernamental a 54.7% del total de los AUM (+7pb), pasando a \$2,976 mil millones. Al interior del portafolio destacó un incremento de 41pb en la tenencia de Bonos M a máximos de 7 años de 16.7%. De igual manera, el apetito por Udibonos y Cetes aumentó, aunque en menor medida, a 28.8% (+13pb) y 2.3% (+5pb), respectivamente. Sin embargo, las inversiones en Otra Deuda colapsaron a mínimos desde finales de 2018 a 6.8% (-51pb), diluyendo casi por completo los movimientos en los otros activos.

Al 31 de octubre, la tenencia de extranjeros en Bonos M se ubicó en \$1,338,841 millones (31.6% del total de la emisión), prácticamente sin cambios respecto al mes previo, manteniendo una caída de 4.2% en lo que va del año. La tenencia en Cetes se ubicó en \$197,177 millones (14.3% del total), equivalente a un incremento de 3.6% en el mes y 40.4% en 2023. En tanto, la posición de Afores en Bonos M se ubicó en \$973,816 millones (23.0% del total de la emisión), ajustando -0.8% m/m y +16.2% en 2023. En cuanto a la posición en Cetes, estas instituciones registraron un incremento de 3.8% m/m a \$155,577 millones (11.3% del total emitido); sin embargo, en lo que va del año marcan una caída de 18.5%.

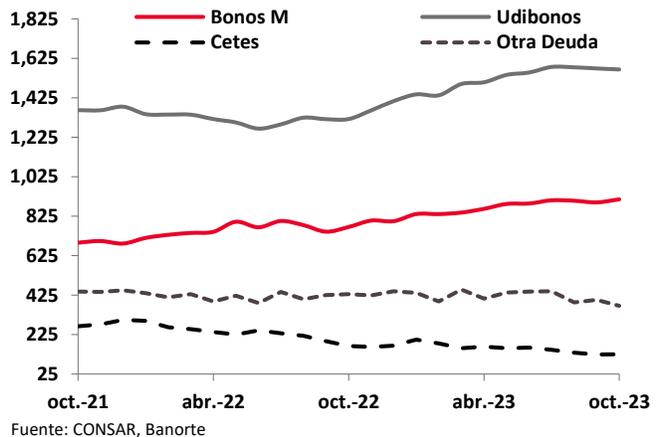
Ponderación de inversiones por clases de activos

% del total de inversión



Activos netos en papel gubernamental

Miles de millones de pesos



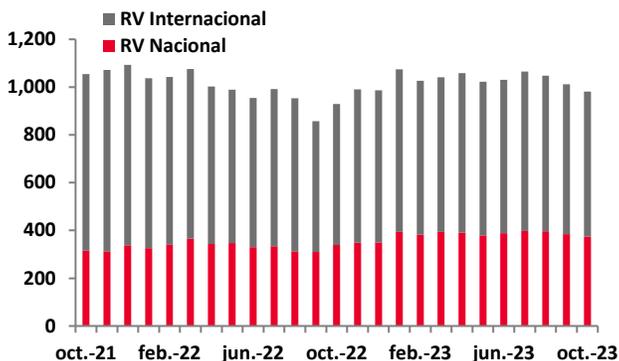
Posición en Renta Variable

Tomas de utilidades prácticamente generalizadas en las bolsas durante octubre ante la incertidumbre generada por el impacto que tendrá el escenario de tasas de interés elevadas por un tiempo prolongado en el crecimiento económico. Se añadieron riesgos geopolíticos, entre ellos el conflicto entre Israel y Hamás. Lo anterior, tuvo mayor peso que la temporada de reportes corporativos en EE. UU. con sesgo positivo. Al concluir el mes, alrededor del 50% de las empresas del S&P500 ya habían dado a conocer sus resultados, con una tasa de sorpresas positivas de ~79%. Mientras tanto, al cierre de esta edición, nos encontramos en la recta final con el 94% de los resultados que acumulan un alza anual en utilidades del 2.6% vs -1.1%e (tasa de sorpresas positivas de 82.1%). En el caso de México, el balance del [3T23](#) fue neutral, alineado a lo esperado, con una reducción en ventas del 0.9% a/a vs -1.5%e, mientras

el EBITDA subió ligeramente 0.3% a/a vs 1.2%e (tras cuatro trimestres de caídas), reafirmando la recuperación en rentabilidad. En un entorno de aversión al riesgo, la muestra de 30 índices que seguimos habitualmente registró una disminución promedio en dólares de 3.3%, ligeramente inferior a la contracción de 4.0% de septiembre. A partir de lo anterior, las mayores caídas se observaron en Chile (-8.3%), Corea (-7.2%) y México (-7.0%). En EE. UU., el Nasdaq cayó 2.8%, el S&P500 lo hizo en 2.2% y el Dow en 1.4%. En contraste, los únicos referentes que avanzaron fueron Rusia (+6.1%), Argentina (+2.9%) y Portugal (+2.7%). Finalmente, el IPC bajó 3.6% en términos nominales al concluir el mes en los 49,062 puntos. En particular, las posiciones de las Siefors en renta variable disminuyeron 3.0% m/m a \$980,983 millones, y con ello, la ponderación de las inversiones en acciones respecto al total de activos se ajustó -42pb m/m a 18.0%. La tenencia de títulos nacionales cayó 2.7% m/m y la de internacionales lo hizo en 3.2% m/m.

Inversión en Renta Variable

Miles de millones de pesos

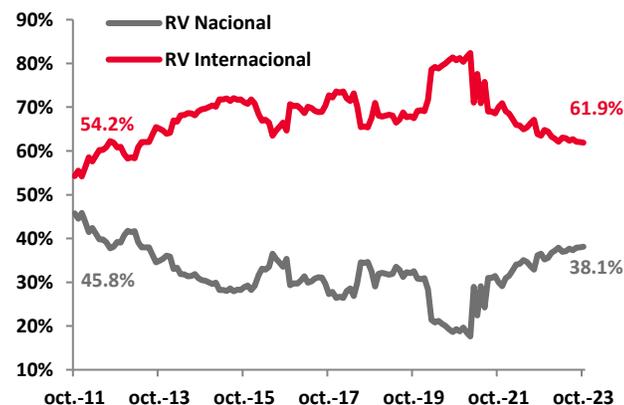


Fuente: CONSAR, Banorte

Asumiendo una estrategia indizada al S&P500 y al S&P BMV IPC, respectivamente, observamos que los manejadores de las afores decidieron subir su ponderación en títulos domésticos en 0.9% para ubicarse en \$373,769 millones. Por otra parte, los gestores decidieron reducir su exposición a acciones internacionales en 4.5% a \$607,214 millones. En octubre, el IPC bajó 3.6% nominal, mientras que el S&P500 en pesos registró un incremento de 1.4%. Así, la ponderación de activos nacionales avanzó 0.1pp a 38.1% y la correspondiente a renta variable internacional disminuyó en la misma medida a 61.9% vs. el total invertido en acciones. En relación con el desglose por posición, los títulos domésticos han crecido los últimos 5 años a razón de una TCAC de 10.6%, que se compara muy favorablemente respecto al desempeño del IPC (+2.2%). En tanto, las acciones internacionales y la posición de renta variable total han aumentado en el mismo periodo a una tasa de 5.2% y 7.1%, respectivamente.

Ponderación de renta variable nacional e internacional

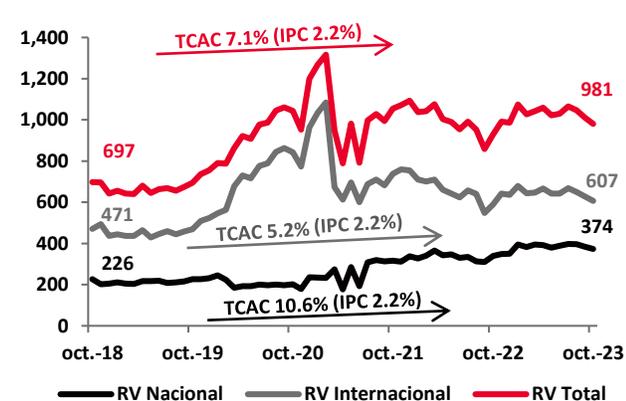
% del total de inversión en renta variable



Fuente: CONSAR, Banorte

Evolución de activos de RV Nacional, Internacional y Total

Miles de millones de pesos



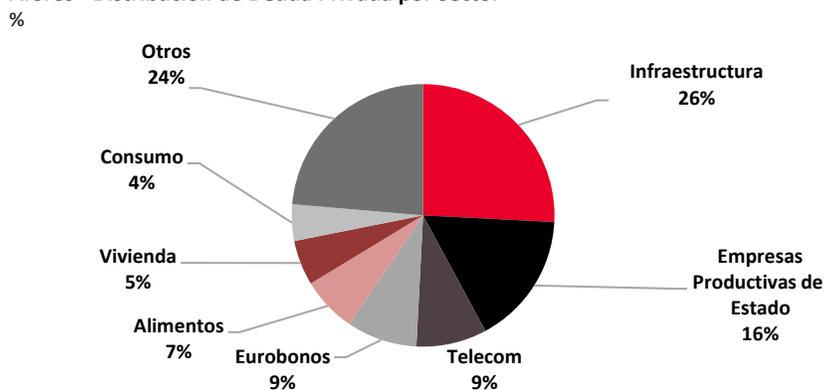
Fuente: CONSAR, Banorte

Posición en Deuda Corporativa

En el mes de octubre de 2023, la participación de las Afores en instrumentos de deuda corporativa se incrementó en 13pb, representando el 11.8% del total invertido. Atribuimos dicho decremento al ligero mayor dinamismo en las colocaciones del mes, donde se emitieron siete bonos de largo plazo por \$15,800 millones (-39.6% a/a).

Hacia delante, en el resto del 4T23, esperamos que se incremente la actividad de subastas, con las compañías interesadas en cubrir con anticipación sus vencimientos y refinanciamientos de cara al próximo año electoral. En consecuencia, podríamos observar ligeros ajustes al alza en la tenencia de bonos corporativos por las Afores, tomando en cuenta que una proporción de los recursos colocados serán destinados para refinanciar deuda existente. Los sectores con mayor participación son Infraestructura (25.8%), Empresas Productivas del Estado (16.3%), Telecom (8.7%), Eurobonos (8.7%) y Alimentos (6.8%).

Afores - Distribución de Deuda Privada por Sector



Fuente: CONSAR, Banorte

En los diez meses transcurridos de 2023, la preferencia en lo colocado en el mercado se mantiene con bonos quirografarios con el 90.0% del monto emitido y, tras poca participación de estos instrumentos en el *pipeline*, anticipamos que esta proporción se mantenga en el resto del año. El menor apetito por riesgo en el mercado de deuda, así como la dificultad de encontrar fuentes de financiamiento por parte de las Instituciones Financieras no Bancarias y la ausencia de colocaciones por parte del Fovissste desde 2021, han obstaculizado el crecimiento de bonos estructurados.

Composición de las Siefores por tipo de instrumento

% (cifras al cierre de octubre 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	Nacional	0.7%	2.5%	4.1%	5.4%	6.6%	7.4%	8.2%	8.8%	9.3%	9.0%	3.2%	6.9%
Variáble	Internacional	1.7%	4.9%	9.1%	10.7%	11.2%	11.8%	11.8%	12.3%	12.6%	13.7%	9.3%	11.2%
Mercancías		0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.8%	0.2%
Deuda Privada	Bancario	1.4%	3.0%	3.2%	3.5%	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	2.7%	2.6%	3.1%
	EPEs	0.3%	2.3%	2.2%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	0.6%	1.9%
	Corporativa	3.1%	10.7%	11.0%	10.1%	10.4%	9.8%	9.8%	10.1%	10.5%	9.8%	5.6%	9.9%
Estructurados		0.0%	1.2%	7.7%	7.6%	9.4%	9.8%	9.7%	8.9%	7.4%	4.4%	0.0%	8.1%
FIBRAS		1.3%	3.3%	3.2%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.1%	2.9%	2.5%	1.5%	2.9%
Deuda Internacional		2.0%	2.4%	1.9%	1.7%	1.5%	1.2%	0.9%	0.7%	0.6%	0.4%	0.3%	1.2%
	Bonos M	19.6%	14.8%	14.4%	13.3%	15.5%	15.9%	17.5%	18.4%	18.3%	16.6%	32.7%	16.7%
	Cetes	2.2%	1.2%	1.0%	3.1%	1.7%	1.5%	1.9%	2.3%	3.1%	6.3%	5.5%	2.3%
Deuda Guber.	Udibono	60.7%	45.5%	36.2%	32.8%	28.6%	27.3%	25.2%	23.4%	23.2%	23.0%	33.4%	28.8%
	UMS	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	0.9%	0.2%	1.0%
	Reporto	2.9%	4.0%	2.7%	3.2%	2.2%	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	6.2%	3.1%	2.7%
	Otros Guber	3.5%	3.9%	2.8%	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%	3.2%	3.2%	2.3%	1.1%	3.1%

Fuente: Consar

Composición de las Siefores por tipo de instrumento

Millones de pesos (cifras al cierre de octubre 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	Nacional	497	3,021	16,440	41,016	60,962	66,814	68,364	55,224	36,604	18,655	6,174	373,769
Variáble	Internacional	1,214	5,983	36,573	81,760	103,937	106,910	97,828	76,931	49,664	28,387	18,026	607,214
Mercancías		9	20	336	1,093	1,515	1,751	1,390	825	305	115	1,468	8,825
Deuda Privada	Bancario	1,038	3,634	12,795	26,834	31,628	29,079	24,643	18,624	11,846	5,529	5,114	170,764
	EPEs	203	2,784	8,742	13,991	18,493	17,961	16,463	12,888	8,235	4,201	1,162	105,125
	Corporativa	2,239	13,176	44,453	77,383	96,080	88,860	81,011	63,117	41,385	20,281	10,876	538,861
Estructurados		-	1,503	31,175	58,300	87,223	88,700	80,626	56,011	29,104	9,162	49	441,854
FIBRAS		929	4,007	13,021	21,856	28,421	27,285	24,737	19,164	11,452	5,183	2,902	158,956
Deuda Internacional		1,473	2,942	7,525	12,744	14,097	10,416	7,198	4,478	2,395	892	656	64,816
	Bonos M	14,066	18,142	58,320	101,371	143,890	144,082	145,431	115,183	72,234	34,327	63,230	910,274
	Cetes	1,607	1,467	4,087	23,783	15,769	13,401	15,515	14,465	12,155	13,034	10,563	125,846
Deuda Guber.	Udibono	43,630	55,839	146,341	250,959	264,645	247,193	209,487	146,470	91,673	47,638	64,700	1,568,576
	UMS	313	555	1,980	4,289	8,799	10,285	10,188	8,201	5,223	1,890	376	52,098
	Reporto	2,105	4,917	10,730	24,277	20,430	22,582	20,450	15,199	9,481	12,867	6,061	149,099
	Otros Guber	2,525	4,741	11,402	24,746	29,806	29,556	27,438	19,751	12,664	4,767	2,175	169,570
TOTAL		71,846	122,732	403,918	764,402	925,697	904,875	830,767	626,531	394,421	206,927	193,533	5,445,648
% Siefore		1.3%	2.3%	7.4%	14.0%	17.0%	16.6%	15.3%	11.5%	7.2%	3.8%	3.6%	

Fuente: Consar

Anexos

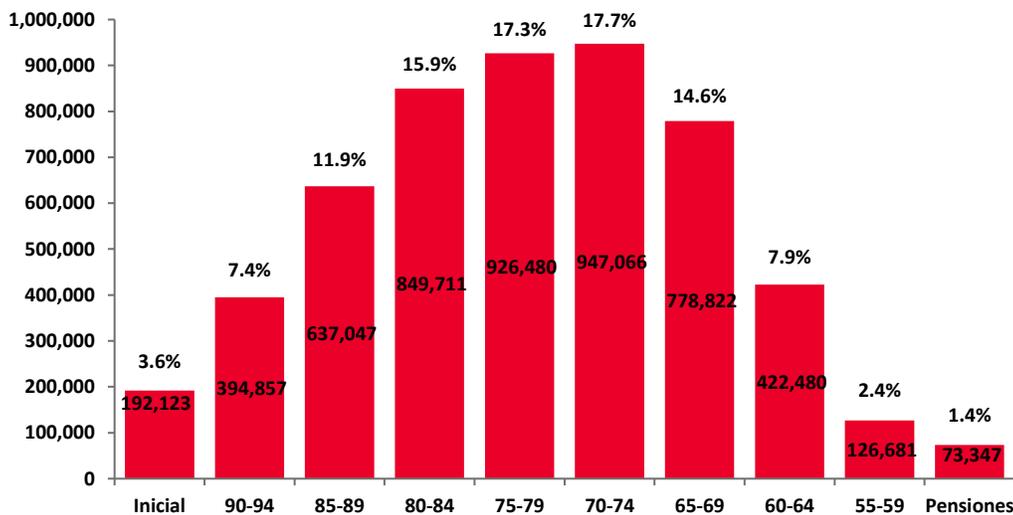
Diciembre 2019. El 13 de diciembre de 2019 concluyó la migración al nuevo régimen de inversión basado en SIEFORES Generacionales. Anunciado el 31 de mayo de 2019, la principal modificación fue la **transición a un esquema de Fondos Generacionales**.

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

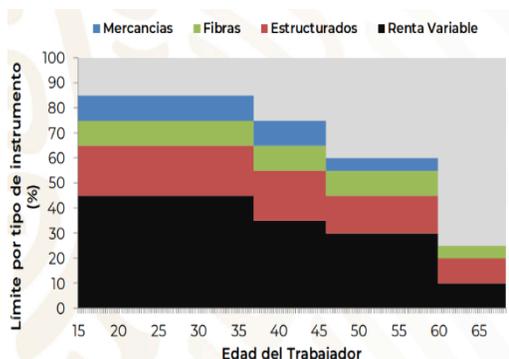
Smillones / %



Fuente: Consar. Datos a agosto de 2023, fecha de la migración a SIEFORES Generacionales

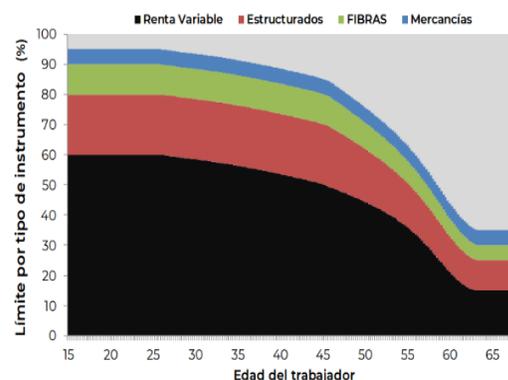
SIEFORE anteriores

(Límites por tipo de instrumento y SIEFORE)



SIEFORE Generacionales

(Límites por tipo de instrumento y SIEFORE)



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
Año de nac	Inicial	90-94	85-89	80-84	75-79	70-74	65-69	60-64	55-59	Pensiones
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. (2019)

Adicionalmente, se crearán nuevas Sociedades de Inversión Básicas de manera quinquenal para las siguientes generaciones de trabajadores y pensionados de acuerdo con el 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

Fuente: Consar. (2019)

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 encontraban 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	15	35	55	75	95	115	135	155	161	
Riesgos de Mercado y Liquidez	Valor en Riesgo ²								1.03%	0.70%	0.70%	
	Diferencial del Valor en Riesgo Condicional ²	1.00%	0.99%	0.97%	0.92%	0.83%	0.67%	0.46%	0.31%	0.25%	0.25%	
	Coeficiente de liquidez ³						80%					
	Error de Seguimiento ⁴						5%					
Riesgo por emisor y/o contraparte ⁵	Deuda emitida o avalada por el Gob Fed						100%					
	Deuda EPE ⁶						10% (mxBBB a mxAAA) (Divisas BB a AAA)					
	Nacional ⁶ 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% (mxBBB a mxBBB+) (Divisas BB a BB+)						-		
	Inter. Instrumentos extranjeros un solo emisor o contraparte ⁷					5% (BBB- a AAA)					5% (BBB+ a AAA)	
	Sobre una misma emisión ⁸					---Máximo (35%, \$500 millones)---						
	FIBRAS ¹³ y vehículos de inversión inmobiliaria Estructurados ¹²						2%					
	Valores Extranjeros ⁵						20%					
	Renta Variable ^{5/10}	60%	59%	57%	54%	51%	45%	38%	23%	15%	15%	
Límites por Clase de Activo ⁹	Instrumentos en Divisas ⁵						30%					
	Instrumentos Bursatilizados ^{5/11}	40%	39%	37%	34%	31%	28%	24%	21%	20%	20%	
	Instrumentos Estructurados ^{5/12}	20%	20%	20%	20%	20%	18%	15%	12%	10%	10%	
	FIBRAS ¹³ y vehículos de inversión inmobiliaria	10%	10%	10%	10%	10%	9%	8%	6%	5%	5%	
	Protección Inflacionaria ¹⁴						-				Mínimo 51%	
	Mercancías ⁵						5%					
	Vehículos y contratos	Mandatos						Sí				
Derivados							Sí					
Conflicto de interés ⁵	Instrumentos de entidades relacionadas entre sí						15%					
	Instrumentos de entidades con nexo patrimonial con la AFORE ¹⁵						5%					

Fuente: Consar a julio de 2023

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.
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. 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, Fondos Mutuos, Vehículos 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. Los límites representan el límite máximo que tomará cada activo durante la trayectoria.
10. Incluye acciones individuales, IPOs, índices accionarios domésticos e internacionales, incluidos en la Relación de Índices, y obligaciones forzosamente convertibles en acciones de emisores nacionales. Las SIEFORE Básica de Pensiones deberá cumplir con lo establecido en las Disposiciones del Régimen de Inversión y en las Disposiciones en materia financiera.
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.
- **Score:** Generación de un valor numérico a través de un modelo estadístico para poder jerarquizar una variable de acuerdo con 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 Thalia Orozco Vélez, Hugo Armando Gómez Solís, Yazmín Selene Pérez Enríquez, 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, Paula Lozoya Valadez, 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	Quando el rendimiento esperado de la acción sea mayor al rendimiento estimado del IPC.
MANTENER	Quando el rendimiento esperado de la acción sea similar al rendimiento estimado del IPC.
VENTA	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. En virtud de lo anterior, el presente documento ha sido preparado estrictamente con fines informativos; no es una recomendación, consejo o sugerencia de inversión en materia de Servicios de Inversión por parte de Grupo Financiero Banorte S.A.B. de C.V.

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.

Directorio

DGA Análisis Económico y Financiero



Raquel Vázquez Godínez
Asistente DGA AEyF
raquel.vazquez@banorte.com
(55) 1670 - 2967



María Fernanda Vargas Santoyo
Analista
maria.vargas.santoyo@banorte.com
(55) 1103 - 4000 x 2586

Análisis Económico



Juan Carlos Alderete Macal, CFA
Director Ejecutivo de Análisis Económico y Estrategia de Mercados
juan.alderete.macal@banorte.com
(55) 1103 - 4046



Yazmín Selene Pérez Enríquez
Subdirector Economía Nacional
yazmin.perez.enriquez@banorte.com
(55) 5268 - 1694

Estrategia de Mercados



Manuel Jiménez Zaldívar
Director Estrategia de Mercados
manuel.jimenez@banorte.com
(55) 5268 - 1671



José Itzamna Espitia Hernández
Subdirector Análisis Bursátil
jose.espitia@banorte.com
(55) 1670 - 2249



Leslie Thalía Orozco Vélez
Subdirector Estrategia de Renta Fija y Tipo de Cambio
leslie.orozco.velez@banorte.com
(55) 5268 - 1698



Juan Carlos Mercado Garduño
Gerente Análisis Bursátil
juan.mercado.garduno@banorte.com
(55) 1103 - 4000 x 1746

Análisis Cuantitativo



Alejandro Cervantes Llamas Director
Ejecutivo de Análisis Cuantitativo
alejandro.cervantes@banorte.com
(55) 1670 - 2972



José De Jesús Ramírez Martínez
Subdirector Análisis Cuantitativo
jose.ramirez.martinez@banorte.com
(55) 1103 - 4000



Andrea Muñoz Sánchez
Analista Análisis Cuantitativo
andrea.muñoz.sanchez@banorte.com
(55) 1103 - 4000



Alejandro Padilla Santana
Director General Adjunto de Análisis Económico y Financiero
alejandro.padilla@banorte.com
(55) 1103 - 4043



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



Francisco José Flores Serrano
Director Economía Nacional
francisco.flores.serrano@banorte.com
(55) 1670 - 2957



Cintia Gisela Nava Roa
Subdirector Economía Nacional
cintia.nava.roa@banorte.com
(55) 1103 - 4000



Katia Celina Goya Ostos
Director Economía Internacional
katia.goya@banorte.com
(55) 1670 - 1821



Luis Leopoldo López Salinas
Gerente Economía Internacional
luis.lopez.salinas@banorte.com
(55) 1103 - 4000 x 2707



Marissa Garza Ostos
Director Análisis Bursátil
marissa.garza@banorte.com
(55) 1670 - 1719



Víctor Hugo Cortes Castro
Subdirector Análisis Técnico
victorh.cortes@banorte.com
(55) 1670 - 1800



Carlos Hernández García
Subdirector Análisis Bursátil
carlos.hernandez.garcia@banorte.com (55) 1670 - 2250



Hugo Armando Gómez Solís
Subdirector Deuda Corporativa
hugo.gomez@banorte.com
(55) 1670 - 2247



Isaías Rodríguez Sobrino
Gerente de Renta Fija, Tipo de Cambio y Commodities
isaias.rodriguez.sobrino@banorte.com
(55) 1670 - 2144



Gerardo Daniel Valle Trujillo
Gerente Deuda Corporativa
gerardo.valle.trujillo@banorte.com
(55) 1670 - 2248



Paula Lozoya Valadez
Analista Análisis Bursátil
paula.lozoya.valadez@banorte.com
(55) 1103 - 4000



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



Daniel Sebastián Sosa Aguilar
Subdirector Análisis Cuantitativo
daniel.sosa@banorte.com
(55) 1103 - 4000 x 2124



Jazmin Daniela Cuautencos Mora
Gerente Análisis Cuantitativo
jazmin.cuautencos.mora@banorte.com
(55) 1103 - 4000