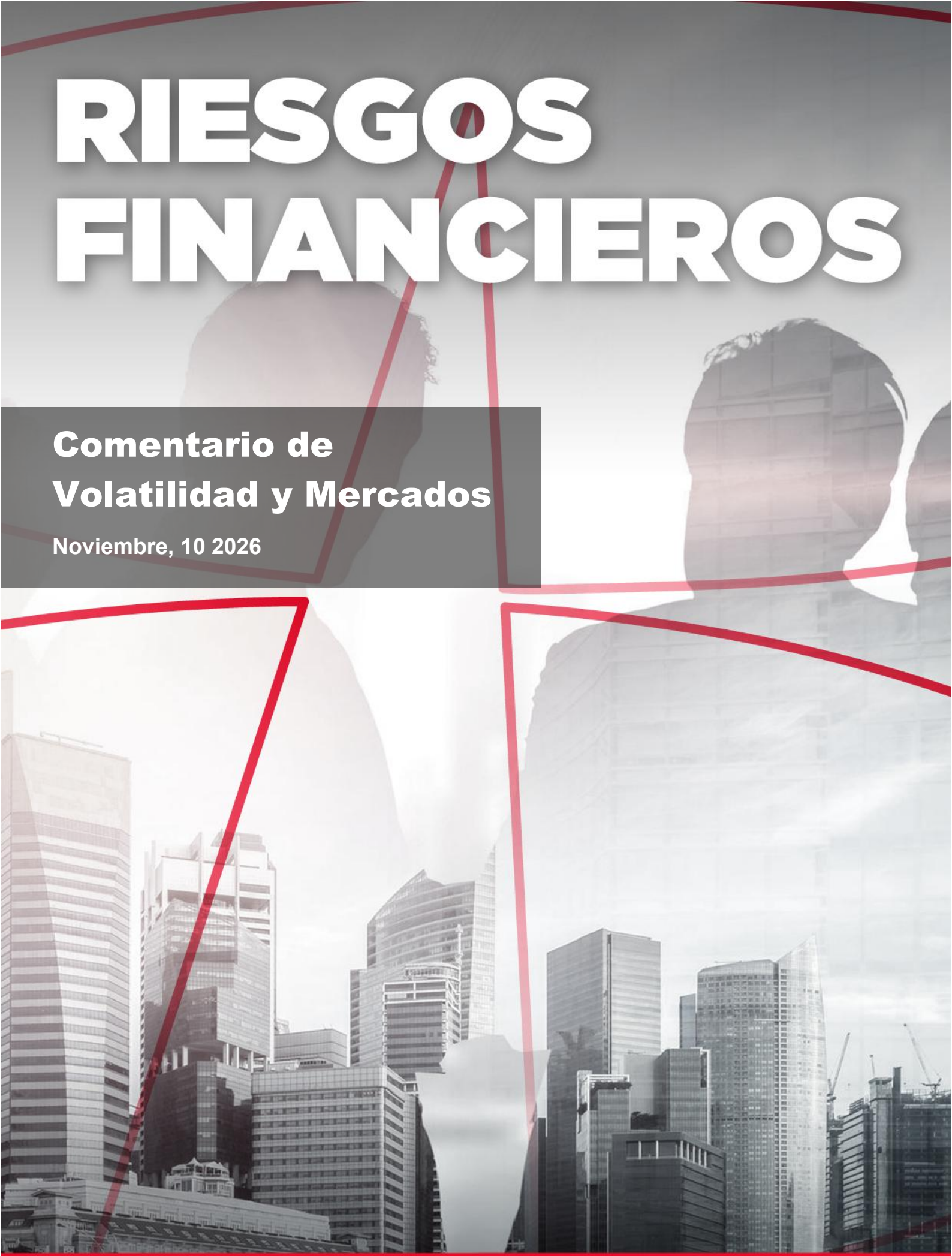
RIESGOS FINANCIEROS

Comentario de Volatilidad y Mercados

Noviembre, 10 2026



BANORTE

RIESGOS FINANCIEROS



Comentario de volatilidad y mercados

"How did you go bankrupt?" Bill asked. "Two ways," Mike said. "Gradually and then suddenly."

— Ernest Hemingway, The Sun Also Rises (1926)

PÁG. 2-4
Política monetaria implícita US / Curva Treasury / Dollar Index Spot (DXY)

PÁG. 5-7
Reacción de mercado elecciones EE. UU. / Curva de futuros del Brent / US HY Corporate Bond / S&P 500 vs spreads de crédito

PÁG. 8-9
Alto rendimiento en dólares / Hyperscalers + NVIDIA, SpaceX

PÁG. 10-12
Hiperescaladores: gasto de capital y márgenes / Nasdaq / S&P 500 / Dow

PÁG.13-14
Tipos de Cambio Emergentes / Política monetaria US vs MEX / Política monetaria implícita México

PÁG.15-16
CDS México-Brasil / CDS México / PI acumulada vs CDX Mex / Bonos M

PÁG.17-18 Conclusión / Apéndice

En la edición anterior señalamos que el mercado operaba en dos mundos: los bonos descontaban un régimen adverso que los activos de riesgo todavía no incorporaban. Durante las últimas semanas esa divergencia no desapareció: se desplazó. El estrés ya alcanzó al crédito, el spread HY en USD tocó su nivel más amplio desde mayo de 2025, y el de los bonos con calificación CCC o inferior llegó a su nivel más alto desde 2020. Por su parte, la tecnología, presenta una caída de casi 6% del Nasdaq desde su máximo del 6 de octubre. La complacencia que había caracterizado al mercado se rompió abruptamente el 5 de noviembre: el Nasdaq Composite cayó 5.5% y el VIX pasó de 16.6 a aproximadamente 28.1 en una sola sesión, cerrando por encima de 20 por primera vez en más de tres meses. Al mismo tiempo, el bono del Tesoro a 10 años retrocedió de 5.36% a alrededor de 4.78%.

El rasgo que define este periodo es la dispersión, no el des-apalancamiento sistémico. El costo de financiamiento más alto está castigando de manera selectiva a quienes dependen de él: los emisores de menor calidad frente a los de mayor calidad, la inteligencia artificial apalancada frente a la que se autofinancia, y los sectores cíclicos frente a la tecnología. En el año, el spread de los bonos BB se amplió apenas 13 pb, el de los B 28 pb y el de los CCC 359 pb. La progresión es la firma de un ciclo de crédito que empieza por los eslabones débiles.

La Reserva Federal mantuvo su tasa en 3.75%–4.00% el 28 de octubre, con dos votos disidentes a favor de subir. En su conferencia, el presidente Warsh reconoció que el endurecimiento previo ya está "entrando por las grietas". Nuestra lectura es que ese reconocimiento, más que una señal de alivio es la descripción exacta del momento: la política monetaria no está rompiendo el sistema, pero sí está encontrando los puntos de fractura.

Quizá la mayor dislocación del momento es que los riesgos siguen siendo heterogéneos, pero dejaron de estar completamente aislados. El crédito continúa diferenciando con fuerza por calidad y estructura de financiamiento, mientras que la sesión del 5 de noviembre mostró que un choque concentrado en IA puede transmitirse rápidamente a la renta variable agregada y a la volatilidad. El mercado descuenta un petróleo más caro sin expectativas de inflación de largo plazo más altas, y spreads más amplios sin la caída accionaria generalizada que acompañó episodios similares. En parte, esto se explica porque los principales riesgos se compensan entre sí: un deterioro de la IA bajaría las tasas y aliviaría la presión fiscal; un menor crecimiento reduciría la demanda de petróleo. Pero esa compensación tiene límites: si el crecimiento se debilita de forma clara, las acciones perderán soporte aun con tasas y petróleo a la baja; si resiste, la presión inflacionaria obligará a los bancos centrales a endurecer.

Las elecciones intermedias del 3 de noviembre añadieron una variable nueva. Los demócratas obtuvieron la mayoría en ambas cámaras del Congreso, y el presidente Trump aceptó el resultado. El mercado lo leyó como una reducción del riesgo de política: el 4 de noviembre el Dow Jones subió 3.0%, su mayor alza en 19 meses, el VIX cayó a 16.6 y el Brent se desplomó cerca de 9%, a US$94.6, ante la expectativa de un fin anticipado del conflicto con Irán. La lectura favorable fue, sin embargo, efímera. Al día siguiente, la preocupación por posibles restricciones estatales al desarrollo de centros de datos invirtió parte del movimiento: el Nasdaq cayó 5.5% y el VIX cerró cerca de 28.1.

Mensajes clave

- **Tasas:** la Fed hizo una pausa, no un giro. El comunicado conservó el sesgo restrictivo y diciembre sigue abierto para otra alza. El respiro en las tasas largas responde más a la búsqueda de refugio que a un cambio en los motores de fondo.
- **Petróleo:** el Brent cerró octubre en la zona de US$114–118, con una prima de alrededor de US$20 por barril sobre lo que justifican los fundamentales; tras las elecciones cayó a cerca de US$95, lo que muestra qué tan rápido puede desaparecer esa prima. La escasez se desplazó de la extracción a la refinación y el transporte.
- **Crédito y renta variable:** el crédito se adelantó y continúa diferenciando por calidad, pero la sesión del 5 de noviembre confirmó que el deterioro comenzó a transmitirse a la renta variable agregada. El epicentro permanece en CCC, neoclouds e infraestructura de IA dependiente de financiamiento.

México: Banxico recortó 25 pb, a 6.25%, y redujo el diferencial frente a la Fed. El peso conserva soporte institucional y fiscal relativo, pero el menor *carry* reduce su capacidad para absorber choques globales.

Tasas de interés y dólar: una pausa que no es un giro

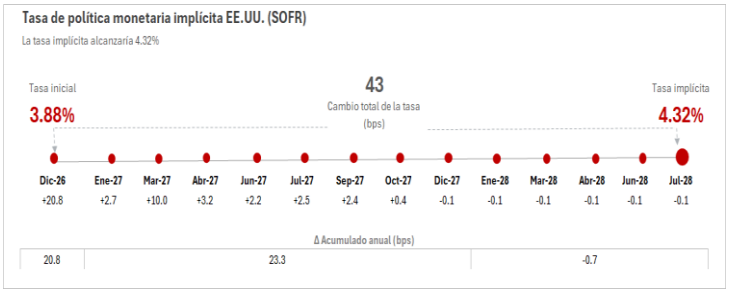
-La Fed se detiene, el mercado mira a diciembre

La decisión del 28 de octubre se tomó por 10 votos contra 2, con dos miembros del comité a favor de un alza inmediata. El comunicado mantuvo el sesgo restrictivo al señalar que contar con más información ayudará a definir la postura necesaria para un retorno oportuno de la inflación a 2%, una formulación que deja diciembre como una reunión viva. La conferencia, en cambio, tuvo un tono moderadamente *dovish*: la falta de una explicación anclada en datos para no subir y la referencia a que el endurecimiento previo ya se está filtrando sugieren una postura de esperar y evaluar.

El rango de escenarios para el mercado es amplio. Antes de la reunión, la curva llegó a descontar alrededor de tres alzas adicionales, para un ciclo total cercano a 100 pb; el escenario base de la mayoría de los analistas es de una sola alza adicional en diciembre, a 4.00%–4.25%, y una pausa prolongada después. La distancia entre ambas lecturas es en sí misma una fuente de volatilidad para la parte corta de la curva.

A lo largo de octubre, el mercado se movió en dirección dovish: la tasa implícita para la reunión de junio de 2027 bajó 30 pb en el mes y el bono a dos años registró su mayor caída mensual en más de un año, aun cuando el petróleo subió y las expectativas de inflación de corto plazo aumentaron. Parte de ese ajuste responde al mayor estrés financiero, pero la experiencia de 2022-23 es clara: con la inflación por encima de la meta, los bancos centrales siguieron subiendo incluso en episodios adversos, como la quiebra de SVB. El riesgo es que el mercado esté subestimando la determinación restrictiva de la Fed, en un entorno en el que las condiciones financieras en agregado siguen lejos de una crisis (Ver cuadro 1).

Cuadro 1: Acciones de política monetaria implícitas en US



Fuente: Banorte con datos de PIP

¿Está la Fed atrasada?

Al contrastar la tasa actual con reglas de política tipo Taylor, la conclusión es clara: **la política monetaria está holgada**. Según el conjunto de reglas utilizado, la tasa de fondos federales se ubica entre 60 y 165 pb por debajo del nivel que sugieren el desempleo y la inflación subyacente, y lo ha estado desde los recortes de finales de 2025. Desde entonces, la tasa de desempleo bajó alrededor de 40 pb y la inflación realizada subió en una magnitud similar. El conflicto con Irán agravó el problema, pero no lo originó.

Lo relevante para la gestión de riesgos es que la **tasa terminal descontada sí luce razonable**: es consistente con una tasa neutral real de entre 1.8% y 2.3%. Es decir, el mercado no está sobre reaccionando; está corrigiendo una postura que estaba demasiado holgada. Una revisión al alza de las expectativas de crecimiento, por ejemplo, por el ciclo de inversión en IA, podría mover esa conclusión de forma súbita.

El respiro de las curvas: más refugio que fundamentales

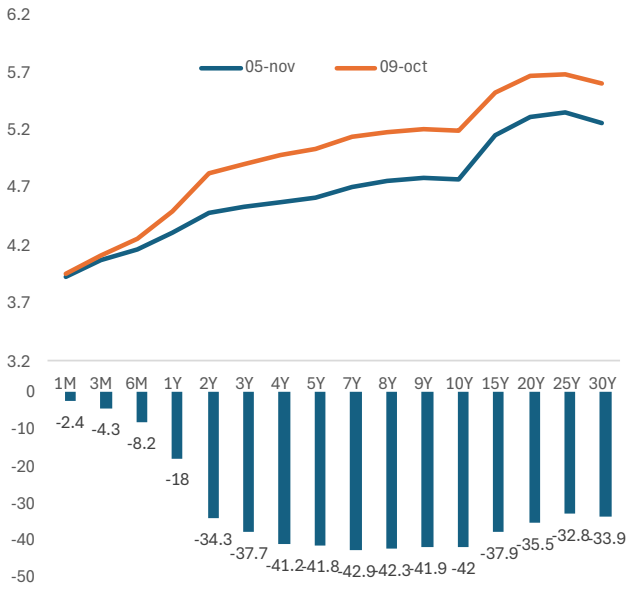
Tras alcanzar 5.36% el 7 de octubre, el rendimiento del Tesoro a 10 años cerró el 5 de noviembre en alrededor de 4.78%. Sin embargo, la parte más larga de la curva no acompañó con la misma fuerza: hacia el mismo día, el bono a 30 años seguía cerca de 5.3%, en la zona de máximos de casi dos décadas. El movimiento fue una combinación de cierre de posiciones cortas extremas y búsqueda de refugio ante la caída de la tecnología, más que una revisión de los motores estructurales: la prima por plazo, la presión fiscal y el petróleo. (Ver tabla 1 y gráfica 1)

Tabla 1: Curva Treasury

Plazo	05-nov	09-oct	Δ PB
1M	3.929	3.954	-2.4
3M	4.073	4.116	-4.3
6M	4.174	4.256	-8.2
1Y	4.317	4.497	-18
2Y	4.49	4.833	-34.3
3Y	4.536	4.914	-37.7
4Y	4.582	4.994	-41.2
5Y	4.621	5.039	-41.8
7Y	4.712	5.142	-42.9
8Y	4.764	5.187	-42.3
9Y	4.796	5.215	-41.9
10Y	4.781	5.2	-42
15Y	5.156	5.535	-37.9
20Y	5.324	5.68	-35.5
25Y	5.361	5.688	-32.8
30Y	5.263	5.603	-33.9

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 1: Curva Treasury



Fuente: Banorte con datos de PIP

Una señal estructural que conviene vigilar es la **competencia por capital**: en los últimos doce meses, los inversionistas extranjeros compraron más deuda corporativa de largo plazo que bonos del Tesoro. La mayor necesidad de inversión en infraestructura energética y en IA sostiene esa competencia y limita el descenso de las tasas largas.

La evidencia empírica reciente respalda este canal. En los días de anuncios relevantes de financiamiento para IA, la **prima por plazo del bono a 10 años subió entre 1.5 y 2.9 pb**, mientras que el efecto sobre los spreads de grado de inversión fue prácticamente nulo. En otras palabras, el costo de la IA no se está reflejando en el crédito corporativo, sino en el precio del dinero de largo plazo para todos los emisores, incluidos los soberanos.

Lecciones de 1997 y 1999

La comparación más útil para el ciclo actual es el de finales de los noventa, cuando la Fed subió tasas en medio de un auge tecnológico. Tras el alza de marzo de 1997, el endurecimiento de las condiciones financieras y un dólar más fuerte terminaron detonando la crisis asiática, lo que limitó la capacidad de la Fed para seguir subiendo. Desde agosto de este año observamos un reprecio con una forma similar: el bono a dos años subió alrededor de 35 pb y el índice dólar se fortaleció.

En 1997, los rendimientos tocaron máximo cerca de la primera alza y después bajaron, en un entorno amigable para los activos de riesgo. En 1999, la Fed subió en medio de un auge de inversión con valuaciones elevadas: los rendimientos siguieron subiendo, el S&P 500 se quedó sin dirección y la burbuja tecnológica terminó por estallar. El presente comparte rasgos con ambos, y la diferencia la marcará la durabilidad de las utilidades ligadas a la IA.

Dólar: soportado por el diferencial, frenado por el ciclo

El dólar se mantiene firme, apoyado en un ciclo de alzas que los mercados desarrollados replican de forma gradual: el ECB, el Banco de Japón y el de Nueva Zelanda también se detuvieron en octubre, y el consenso anticipa nuevas alzas en diciembre. La divisa estadounidense conserva soporte frente al euro (Ver gráfica 2).

Gráfica 2: Dollar Index Spot (DXY)



Fuente: Banorte con datos de PIP

Elecciones intermedias: menos riesgo fiscal, más riesgo regulatorio

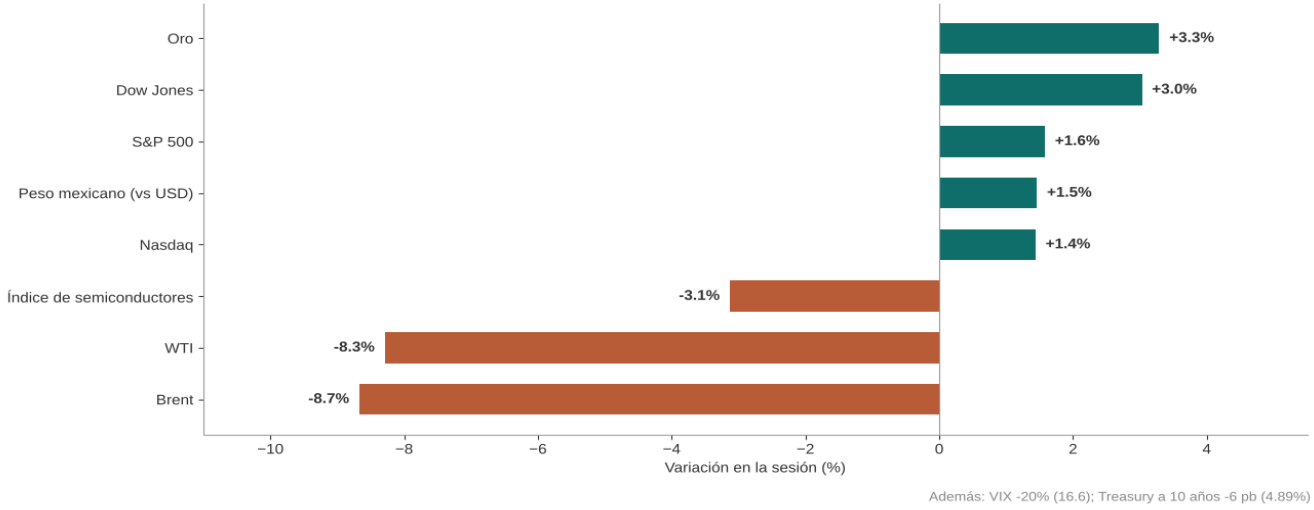
El control demócrata del Congreso configura un gobierno dividido. Con el veto presidencial y las reglas del Senado, la probabilidad de cambios legislativos de gran escala disminuye en ambas direcciones: se reducen tanto las posibilidades de nuevos recortes de impuestos y estímulo fiscal como las de una agenda legislativa amplia de la oposición. Para el mercado de bonos, la lectura inmediata fue favorable: menos estímulo fiscal implica, en principio, menores necesidades de financiamiento. El 4 de noviembre, el bono a 10 años bajó 6 pb, a 4.89%, cerca de su nivel más bajo en más de un año; el de 2 años bajó 3 pb, a 4.58%, y el de 30 años 4 pb, a 5.28%. El dólar se debilitó frente a todas las divisas del G10.

El resultado no cambia el problema de fondo de la Fed. Tras las elecciones, los futuros asignaban una probabilidad cercana a 77% a un alza de 25 pb en la reunión del 8 y 9 de diciembre. La caída del petróleo, si se sostiene, es el único canal por el que el resultado electoral podría aliviar la presión inflacionaria en el corto plazo. Hacia 2027, el foco se desplazará a las negociaciones presupuestarias y del techo de deuda, un riesgo conocido para la parte corta de la curva y para la prima por plazo.

Conviene matizar el optimismo inicial. El gobierno dividido difícilmente cambiará la trayectoria fiscal: los déficits elevados y el endeudamiento público seguirán presionando la competencia por capital, lo que refuerza la tesis de tasas estructuralmente más altas. De hecho, se anticipa que la nueva mayoría revierta los recortes de gasto aprobados el año pasado, lo que elevaría el gasto en alrededor de 0.25% del PIB en 2027. El calendario es apretado: la autorización de gasto vence el 11 de diciembre, lo más probable es una extensión de corto plazo hasta febrero o marzo, la nueva legislatura asume el 3 de enero, y el techo de deuda se volverá restrictivo durante 2027. Se reporta que la mayoría saliente buscará elevarlo antes de entregar el control; si no lo logra, el techo de deuda se convertiría en la principal fuente de incertidumbre fiscal y en un factor de debilidad para el dólar. Históricamente, la parálisis legislativa no ha sido negativa para los activos de riesgo; los episodios de techo de deuda sí han sido fuente de volatilidad.

Se espera también que la nueva mayoría utilice esas fechas límite para negociar concesiones, entre ellas acotar la guerra con Irán y revertir algunos aranceles. Ambos temas son relevantes para México y para el petróleo (Ver gráfica 3).

Gráfica 3: Reacción del mercado el 4 de noviembre, tras las elecciones intermedias en EE.UU. (variación en la sesión, %)



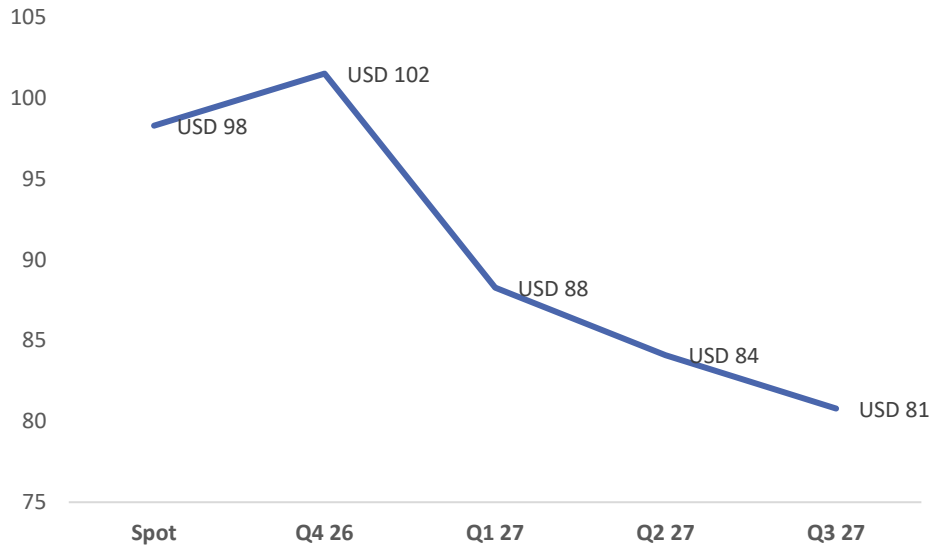
Fuente: Banorte con datos de PIP

Geopolítica y commodities: la escasez se mueve río abajo

A ocho meses del inicio del conflicto con Irán, el Brent regresó a la zona de US$114–118 por barril, su nivel más alto desde abril, tras nuevos ataques contra instalaciones energéticas y rutas marítimas en el Golfo. Los modelos de fundamentales ubican el valor justo cerca de US$94, lo que implica una prima de alrededor de US$20 por barril. Los mayores costos de flete explican parte de la dispersión entre los distintos tipos de crudo físico, pero no la prima de los contratos de referencia, por lo que el riesgo geopolítico sigue siendo la explicación más plausible.

Esa prima demostró ser frágil. El 4 de noviembre, tras las elecciones en Estados Unidos, el Brent cayó 8.7% en una sola sesión, a US$94.6, y el WTI 8.3%, a US$88.1, sus niveles más bajos en dos meses, ante la expectativa de que crezca la presión para poner fin al conflicto. En otras palabras, el precio regresó prácticamente al valor que justifican los fundamentales. Para la gestión de riesgos, el episodio confirma que el petróleo es hoy un activo de volatilidad binaria: la prima geopolítica puede aparecer y desaparecer en días, y la dirección depende de noticias que no se pueden modelar. Con los flujos de petróleo por el Medio Oriente ya sustancialmente recuperados y señales de que no hay un ataque inminente, la prima tiene ahora un decaimiento temporal negativo: cuanto más se pospone una escalada, mayor es la presión a la baja sobre el precio. El sector energético fue el de peor desempeño del S&P 500 en la jornada (-4.7%) (Ver gráfica 4).

Gráfica 4: Curva de futuros del Brent



Fuente: Banorte con datos de PIP

De la extracción a la refinación

El choque cambió de naturaleza. En la fase inicial, la disrupción se concentró en el suministro de crudo, y los envíos redirigidos, los inventarios y las reservas estratégicas absorbieron buena parte del golpe. Esos amortiguadores se están adelgazando, y la escasez se desplazó hacia la refinación y el transporte: el costo de entregar combustible del Medio Oriente a Asia ya supera el doble de su nivel previo al conflicto. El mercado accionario lo refleja con claridad: en el año, las refinadoras suben alrededor de 160% y las navieras de buques tanque 120%, frente a 40% de los grandes productores.

La implicación para la inflación es que el choque empieza a pasar del componente energético al subyacente. Buena parte del efecto inicial ya está en la inflación general, pero el mayor costo de los combustibles comienza a filtrarse en algunos rubros de la inflación subyacente, justo lo que la Fed vigila para decidir en diciembre.

El contrato de Brent a enero de 2027 subió 19% en octubre, hasta US$113, y la curva de futuros sigue descontando una normalización que lleva meses sin llegar. Las expectativas de inflación a un año subieron con fuerza, en la zona euro, 27 pb en el mes, a 3.86%, pero las de cinco años apenas se movieron. En otras palabras, el mercado no está valuando efectos de segundo orden, aun cuando el choque se prolonga más de lo previsto. Históricamente esos efectos tardan varios meses en materializarse, y los choques energéticos son particularmente propensos a ellos porque la energía es un insumo de toda la economía.

Europa, el eslabón más expuesto

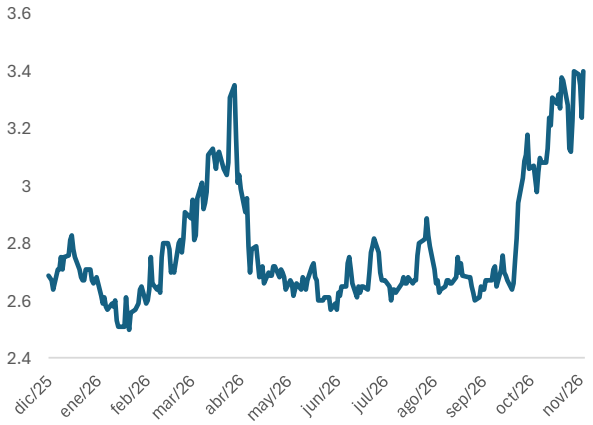
El impacto del choque es desigual. Se estima que ha restado alrededor de 0.5% al PIB de Europa frente a 0.1% en Estados Unidos, que es exportador neto de energía. Europa entra al invierno con el almacenamiento de gas cerca de 75%, el nivel más bajo para la temporada desde que hay registros (2011), y con precios de la energía que suben 170% en el año. Un invierno frío ampliaría esa brecha. A ello se suma el riesgo político: el diferencial entre Italia y Alemania se ubica alrededor de 121 pb, el diferencial entre Francia y Alemania a 10 años está en su nivel más amplio desde la crisis del euro, y el mercado espera que el presupuesto francés se apruebe hacia mediados de diciembre con un déficit de 5% del PIB. Las señales son contradictorias: el STOXX 600 subió 1.9% en octubre, mientras que los spreads HY europeos tuvieron su mayor ampliación mensual desde 2022 (+65 pb) y el euro fue la divisa de peor desempeño del G10 (-1.5% frente al dólar).

Crédito y renta variable: el ajuste llega por la calidad

El crédito se adelanta

Durante octubre, los spreads HY en USD pasaron de sus niveles más estrechos desde la crisis financiera a los más amplios en un año, y al menos tres emisiones fueron retiradas del mercado. El índice HY cerró el mes alrededor de 330–360 pb, dependiendo del índice de referencia, y el de grado de inversión entre 88 y 90 pb: niveles próximos a los que se consideraban un escenario de sobreajuste. La trayectoria reciente del diferencial de alto rendimiento confirma que el deterioro dejó de ser únicamente una señal localizada en los segmentos de menor calidad crediticia y comenzó a reflejarse en el mercado HY agregado (Ver gráfica 5).

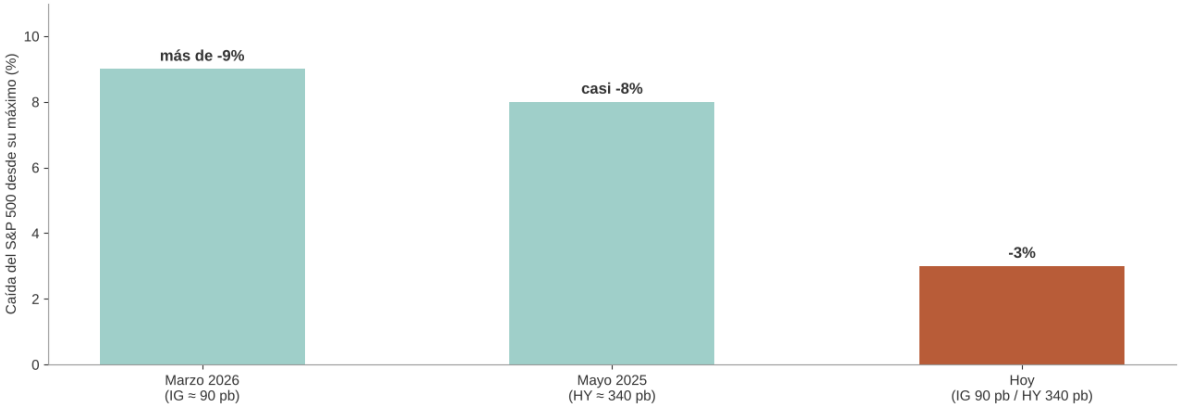
Gráfica 5: US High Yield Corporate Bond Option Adjusted Spread



Fuente: Banorte con datos de PIP

El contraste con la renta variable es notable. El spread de grado de inversión cerró en 90 pb, su nivel más alto desde marzo, y el HY en 340 pb, el más amplio desde mayo de 2025. La última vez que el grado de inversión estuvo en ese nivel, en marzo, el S&P 500 estaba más de 9% abajo de su máximo; cuando el HY tocó ese nivel en mayo de 2025, la caída era de casi 8%. Hasta antes de la sesión del 5 de noviembre, el S&P 500 permanecía apenas 3% por debajo de su máximo, una divergencia notable frente al deterioro observado en crédito. La corrección posterior redujo esa brecha, reforzando la señal que el mercado de crédito venía enviando desde octubre: spreads más amplios encarecen el capital, endurecen las condiciones financieras y eventualmente pueden transmitirse a la valuación de la renta variable.

Gráfica 6: Caída del S&P 500 desde su máximo cuando los spreads de crédito tocaron niveles similares a los actuales

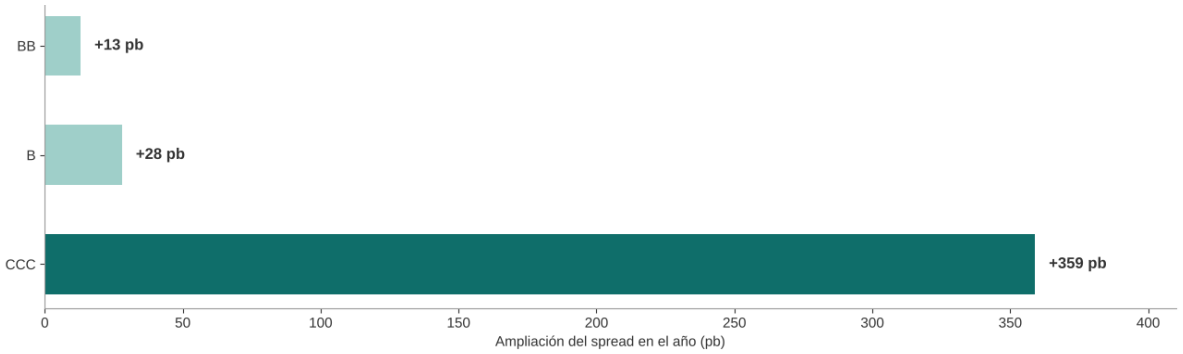


Fuente: Banorte con datos de PIP

CCC: el epicentro

El spread ajustado por opciones de los bonos con calificación CCC o inferior subió a su nivel más alto desde 2020, y la brecha entre CCC y BB alcanza niveles históricos. Las empresas con balances sobre apalancados, más expuestas a tasas altas y con modelos de negocio presionados por la IA y por cambios en el comportamiento del consumidor, están renegociando cada vez más los términos de pago con sus acreedores. Esto eleva el riesgo de que la tasa de recuperación sea menor a la esperada, un riesgo que el spread por sí solo no captura (Ver gráfica 7).

Gráfica 7: Alto rendimiento en dólares: ampliación del spread en el año por calificación (pb)



Fuente: Banorte con datos de PIP

Las reestructuras extrajudiciales de pasivos (*liability management exercises*) ya representan más de la mitad de los incumplimientos en HY, lo que hace que la tasa de incumplimiento reportada subestime el estrés real. La experiencia de los últimos ciclos sugiere que estas operaciones suelen posponer el problema más que resolverlo: de los emisores que pasaron por una, alrededor de un tercio terminó en concurso mercantil y 56% volvió a incumplir o permanece en calificación CCC+ o inferior; solo uno de cada diez pagó en su totalidad o recuperó una calificación de B- o superior.

El estrés es desigual por sector. Los bonos CCC de telecomunicaciones, cable, transporte y medios siguen ampliándose, mientras que los de comercio minorista, servicios públicos, energía y alimentos se comprimieron con fuerza en octubre. En otras palabras, los inversionistas de crédito empiezan a ver lo que los de renta variable todavía no.

Las neoclouds: la válvula del ecosistema de IA

El canal de financiamiento es hoy el motor marginal de la volatilidad en la IA. Las neoclouds, proveedores especializados de infraestructura de cómputo para IA, son una pieza crítica de la cadena de suministro: cubren la capacidad que los hiperescaladores aún no tienen operativa. Sus spreads se ampliaron con rapidez, y tras la caída de sus acciones, su razón de deuda a valor empresa ya es consistente con una calificación B, precisamente el escalón más sensible a la política de la Fed y a las tasas reales. Una caída adicional en su valor accionario podría traducirse en una ampliación no lineal de sus spreads.

Tres factores pesan sobre ellas: el mayor costo de financiamiento para comprar GPUs y arrendar centros de datos, los posibles retrasos en la entrega de esos centros (que restringen el flujo de efectivo de corto plazo) y la competencia de los propios hiperescaladores. Nuestro escenario base es que el riesgo de crédito se contenga, pero un tropiezo en este segmento podría detonar rápidamente un escenario de tasas más bajas y spreads más amplios. Esto importa porque, fuera del ciclo de inversión en IA, la economía estadounidense luce débil: las expectativas de contratación y demanda de las empresas típicas están cerca de sus niveles más bajos en cinco años.

El financiamiento de la IA: más deuda, más circular

La escala del financiamiento explica por qué el mercado de crédito se volvió el termómetro de la IA. Una revisión de 14 transacciones públicas identificó alrededor de US$300 mil millones en capital y US$650 mil millones en deuda, incluidos vehículos fuera de balance, vinculados a compromisos de ingresos futuros por US$1.4 billones. Hacia 2027, el gasto de capital de los cinco

mayores hiperescaladores y de la principal neocloud podría acercarse a US$1 billón, financiado cada vez más con préstamos, bonos, coinversión y vehículos de propósito específico.

Dos rasgos elevan la vulnerabilidad. Primero, el financiamiento circular: las empresas de IA invierten, prestan y compran entre sí, de modo que su deuda podría deteriorarse de forma conjunta en una corrección. Segundo, la calidad de los acreditados en crédito privado: alrededor de 17% de una muestra de 607 empresas ya utiliza estructuras de pago en especie (payment-in-kind), que difieren el pago de intereses y elevan la deuda con el tiempo, y un muro de vencimientos entre 2027 y 2029 pondrá a prueba la capacidad de refinanciamiento a tasas más altas. Las evaluaciones globales de estabilidad financiera más recientes coinciden en que una corrección de los activos ligados a la IA y un choque en los rendimientos soberanos son hoy los dos detonadores más probables de un episodio de estrés.

En grado de inversión, el ajuste ha sido limitado y concentrado. En el mes, los bonos de los hiperescaladores se ampliaron alrededor de 16 pb, mientras que el resto del índice prácticamente no se movió. Esa resistencia del resto del mercado puede convertirse en complacencia si las tasas siguen altas o si el riesgo de las neoclouds se deteriora de nuevo. (Ver tabla 2 y gráfica 8)

Tabla 2: Hyperscalers + NVIDIA, SpaceX

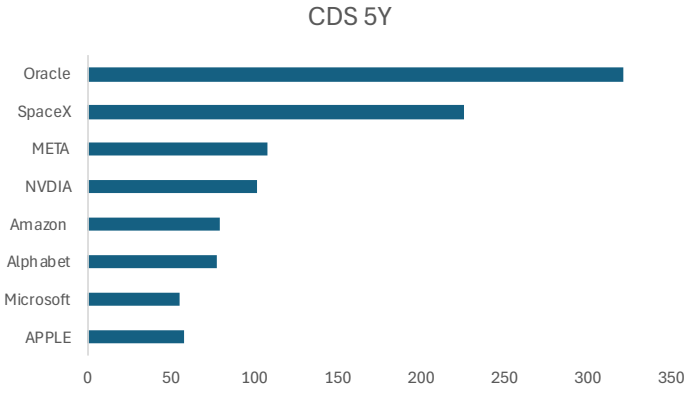
Hyperscalers	05/nov	09/oct	Δ PB
APPLE	46	44	2
Microsoft	53	51	2
Alphabet	91	71	20
Amazon	98	73	25
META	112	99	13
NVDIA	143	86	57
SpaceX	295	199	96
Oracle	304	256	48

CDS 5Y Neoclouds

Hyperscalers	05/nov	09/oct	Δ PB
Corewave	1,289,480	902,985	386,495

Fuente: Elaboración Propia con datos de PIP

Gráfica 8: HYPERSCALERS + NVIDIA, SpaceX



Fuente: Elaboración Propia con datos de PIP

Reportes trimestrales: buenas cifras, poco premio

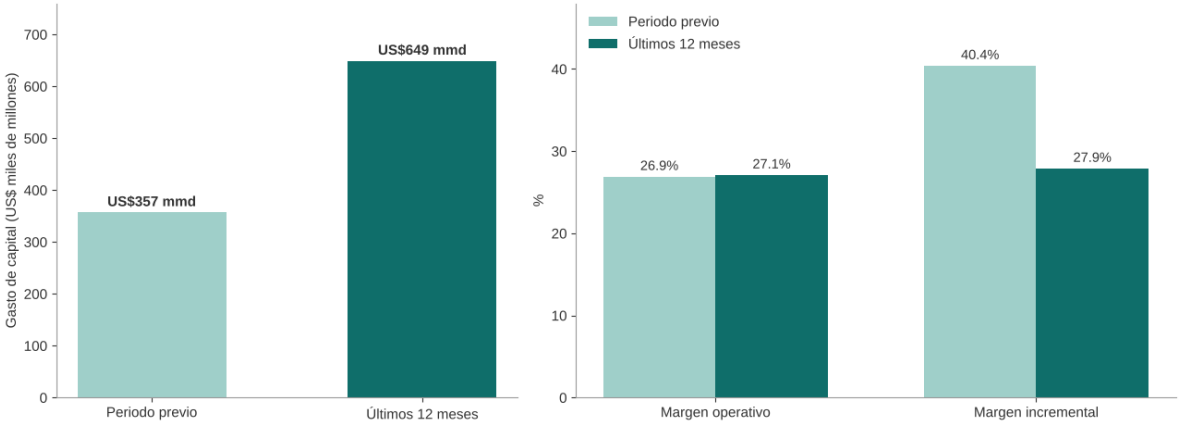
Con dos tercios de las utilidades del S&P 500 reportadas, 75% de las empresas superó las estimaciones de utilidad por acción y 70% las de ventas, por encima de los promedios históricos. El crecimiento de las utilidades del tercer trimestre se ubica alrededor de 28% anual, y las guías han sido más favorables de lo habitual. El matiz está en la composición: las revisiones al alza de las estimaciones para el cuarto trimestre y 2027 provienen exclusivamente de tecnología y energía; sin esos sectores, la estimación del cuarto trimestre se recortó alrededor de 1%. Además, la diferencia entre la reacción del precio a una sorpresa positiva y a una negativa es la más baja desde 2001: el mercado no está premiando los buenos resultados.

Los hiperescaladores no dieron señales de moderar su inversión: los planes de gasto de capital para 2026 se ubican alrededor de US$170 mil millones a US$220 mil millones por empresa entre los más grandes, con aumentos significativos previstos para 2027. Pero todos salvo uno generan flujo libre de efectivo negativo, y el mercado castigó cualquier debilidad: Alphabet cayó más de 12% tras decepcionar en su negocio de búsqueda. En una sola semana, hiperescaladores y semiconductores perdieron más de US$800 mil millones de capitalización, el equivalente a las 67 empresas más pequeñas del índice.

El fondo del problema es de rendimientos decrecientes. El gasto de capital de los hiperescaladores subió a cerca de US$649 mil millones en los últimos doce meses, frente a US$357 mil millones en el periodo previo, y deja poco excedente de efectivo. Su margen operativo apenas se movió (de 26.9% a 27.1%), pero el margen incremental cayó de 40.4% a 27.9%: cada dólar adicional de ingreso genera cada vez menos utilidad adicional. Al mismo tiempo, por primera vez desde 2022, el resto del S&P 500 crece más rápido que las siete grandes tecnológicas (alrededor de 29% frente a 18% anual). El mercado dejó de pagar por la promesa

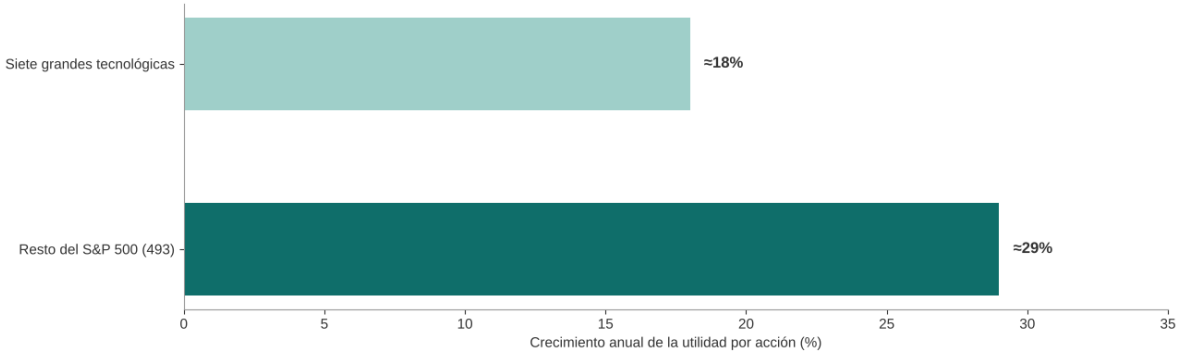
de la IA y empezó a exigir evidencia de retorno; mientras tanto, a medida que la inversión se financia cada vez más con deuda, el crédito se vuelve el termómetro de cuánta inversión adicional puede financiarse y a qué costo (Ver Gráfica 9 y 10).

Gráfica 9: Hiperescaladores: gasto de capital y márgenes, últimos 12 meses vs periodo previo



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 10: Crecimiento anual de la utilidad por acción: siete grandes tecnológicas vs resto del S&P 500



Fuente: Banorte con datos de PIP

Renta variable: la grieta de la IA se convierte en volatilidad agregada

La corrección tecnológica cambió de escala el 5 de noviembre. El Nasdaq Composite cayó 5.5%, su mayor retroceso diario en 19 meses, y entró formalmente en territorio de corrección; el S&P 500 perdió 4.4% y el Dow Jones 3.4%. La magnitud y amplitud del movimiento muestran que el deterioro que durante octubre se había concentrado en crédito, neoclouds y segmentos específicos de la cadena de IA comenzó a transmitirse al mercado accionario agregado. (Ver gráficas 11, 12 y 13)

El epicentro permaneció en la infraestructura de inteligencia artificial. El índice de semiconductores cayó más de 12%, mientras Nvidia perdió 9.3%, AMD 17.3% y Micron 17.5%. IREN y Applied Digital retrocedieron más de 14%, y CoreWeave casi 10%. La presión también alcanzó a proveedores de energía e infraestructura: GE Vernova cayó 7.5% y Constellation Energy 2.5%. Las grandes plataformas mostraron mayor resistencia relativa, aunque Meta cayó 4%, y Amazon y Alphabet 2.2% cada una.

La lectura no es que haya desaparecido la demanda estructural por inteligencia artificial, sino que el mercado elevó la tasa de descuento aplicada a su ejecución. Las posibles restricciones a centros de datos afectan permisos, conexiones eléctricas, disponibilidad de agua y calendario de construcción. Un retraso desplaza los ingresos esperados, pero no necesariamente los

gastos ni el servicio de la deuda. Esa asimetría explica por qué las pérdidas fueron mayores entre semiconductores, productores de memoria, neoclouds y empresas dependientes de la expansión física de la infraestructura.

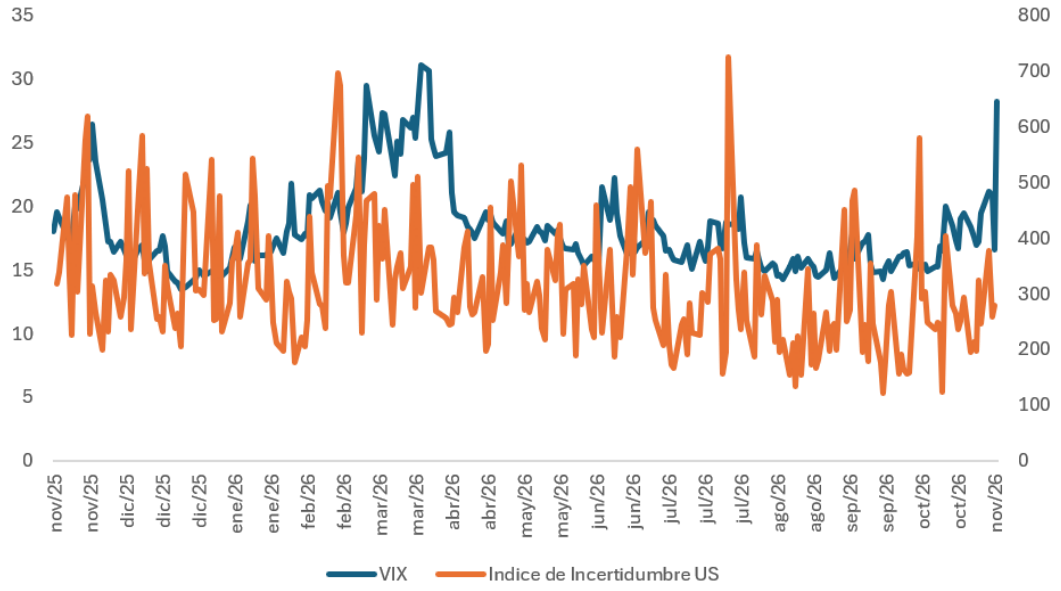
El mercado dejó de diferenciar únicamente entre empresas que se autofinancian y empresas que dependen de deuda; comenzó también a exigir una prima por el riesgo de que la capacidad financiada no pueda entrar en operación en el plazo previsto.

VIX: de la complacencia a la protección

El cambio de régimen se observó con mayor claridad en la volatilidad implícita. El VIX pasó de 16.6 a aproximadamente 28.1 en una sola sesión, un incremento cercano a 70%. El movimiento rompió con más de tres meses de cierres por debajo de 20 y es consistente con una transición desde un entorno dominado por riesgos idiosincráticos hacia una mayor demanda de protección frente a movimientos agregados y correlacionados.

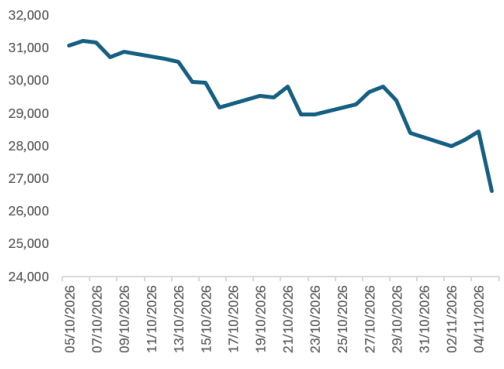
El nivel alcanzado todavía está lejos de los extremos asociados con una dislocación sistémica, pero la velocidad del ajuste es relevante. Para la gestión de riesgos, un salto de esta magnitud encarece las coberturas, eleva los requerimientos de margen y puede amplificar el desapalancamiento de estrategias sensibles a volatilidad, correlación y liquidez. La señal no es que una crisis sea inevitable, sino que el mercado volvió a asignar un precio material a ese escenario. (Ver gráfica 11,12,13,14)

Gráfica 11: Índice VIX e incertidumbre US



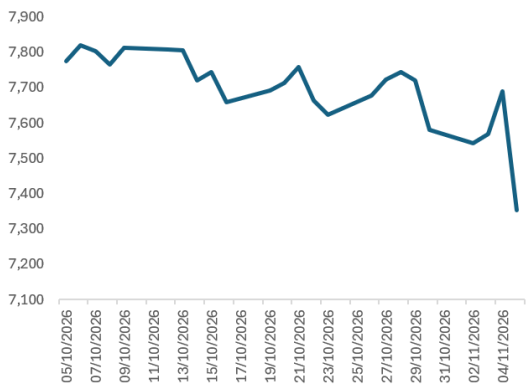
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 12: Nasdaq



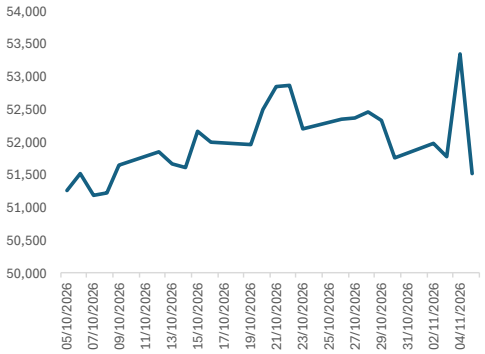
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 13: S&P500



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 14: Dow



Fuente: Banorte con datos de PIP

Las elecciones añadieron un nuevo factor de presión sobre la infraestructura de IA: el riesgo regulatorio. A nivel federal, el resultado difícilmente cambia la regulación de la IA, porque cualquier ley requeriría apoyo bipartidista en el Senado y superar un veto. El riesgo está en los estados: los nuevos gobiernos estatales en Texas, Georgia y Michigan, entre otros, hicieron campaña con una regulación más estricta de los centros de datos, y se anticipan moratorias condicionadas mientras se legisla sobre incentivos fiscales, agua y electricidad. Los estados donde es probable una mayor restricción concentran alrededor de 45% de la capacidad de centros de datos planeada en Estados Unidos; solo Texas representa cerca de 25%. La expectativa es que esas moratorias no sean prolongadas, pero en un ciclo de inversión financiado con deuda, cualquier retraso en la entrega de centros de datos presiona directamente el flujo de efectivo de las neoclouds. El 4 de noviembre, mientras el Dow subía 3%, el índice de semiconductores cayó 3.1%, a su nivel más bajo en seis meses; los productores de memoria perdieron alrededor de 7% y la principal neocloud 10%, con su CDS a 5 años por encima de 1,100 pb. Las grandes plataformas, en cambio, subieron. La dispersión dentro de la IA se profundiza: el mercado separa a quienes construyen la infraestructura, con deuda y exposición regulatoria, de quienes la usan.

La pregunta de fondo es cuánta tasa resiste el mercado accionario. El índice sube alrededor de 12% en el año, aun con una compresión de cerca de 3 veces en su múltiplo, gracias a un crecimiento de utilidades excepcional. Históricamente, la relación entre el rendimiento a 10 años y los múltiplos tiene forma de U invertida: con utilidades creciendo a tasas superiores a 15%, el mercado puede absorber rendimientos de 5.5% a 6.0% antes de que los múltiplos se compriman. Un ciclo corto de alzas de la Fed es manejable; uno de cuatro o cinco alzas no lo sería. El liderazgo sigue estrecho: el consumo discrecional (excluyendo Tesla y Amazon) acumula un rezago de más de 20% frente a tecnología en el año.

México: menor carry y mayor sensibilidad al riesgo regional

Peso: la depreciación se extiende

El peso cerró octubre alrededor de 18.77 por dólar, lo que extiende la racha de depreciación que describimos en la edición anterior. Desde su mínimo de 16.86 del 4 de septiembre, el tipo de cambio acumula un ajuste de cerca de 11%. El tipo de cambio FIX del 28 de octubre, día de la decisión de la Fed, se ubicó en 18.6525. Las preferencias del mercado ya reflejan el cambio: algunos intermediarios relevantes redujeron su recomendación sobre el peso a neutral, aunque mantienen una visión favorable sobre la duración en bonos mexicanos.

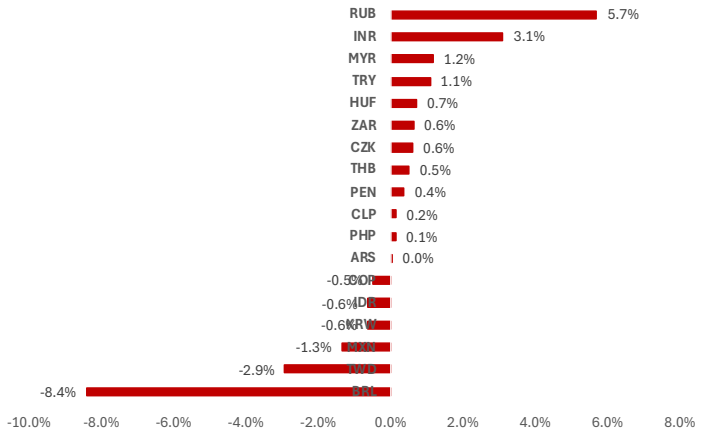
Tras las elecciones en Estados Unidos, el peso tuvo un respiro: el 4 de noviembre se apreció 1.4%, a 18.57 por dólar, en línea con la debilidad generalizada del dólar y la caída del petróleo. El movimiento refuerza la lectura de que, en episodios de volatilidad, el peso opera crecientemente como un activo de riesgo global además de responder a sus fundamentales locales (Ver tabla 3 y gráfica 15).

Tabla 3: Tipos de Cambio Emergentes (Periodo 09-oct-26 | 05 nov-26)

Moneda	Iso	Δ
Real Brazileno	BRL	-8.4%
Dollar Taiwan	TWD	-2.9%
Peso Mexicano	MXN	-1.3%
Won Coreano	KRW	-0.6%
Rupiah Indonesia	IDR	-0.6%
Peso Colombiano	COP	-0.5%
Peso Argentino	ARS	0.0%
Peso Filipino	PHP	0.1%
Peso Chileno	CLP	0.2%
Sol Peruano	PEN	0.4%
Baht Thai	THB	0.5%
Corona Checa	CZK	0.6%
Rand Sur Africano	ZAR	0.6%
Forint Hungaro	HUF	0.7%
Lira Turca	TRY	1.1%
Ringgit Malasian	MYR	1.2%
Rupia India	INR	3.1%
Rublo Ruso	RUB	5.7%

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 15: Tipos de Cambio Emergentes (Periodo 09-oct-26 | 05 nov-26)



Fuente: Banorte con datos de PIP

El motor sigue siendo la compresión del carry. Con la Fed en 3.75%–4.00% y Banxico ahora en 6.25%, el diferencial de tasas de política se redujo a 225–250 pb, uno de sus niveles más bajos desde 2015. Si la Fed sube 25 pb en diciembre y Banxico mantiene la tasa, el diferencial se estrecharía a 200–225 pb. En ese contexto, la volatilidad global pesa más sobre el peso: con un menor colchón de carry, aumenta su sensibilidad a episodios de aversión al riesgo como el observado en la tecnología durante octubre.

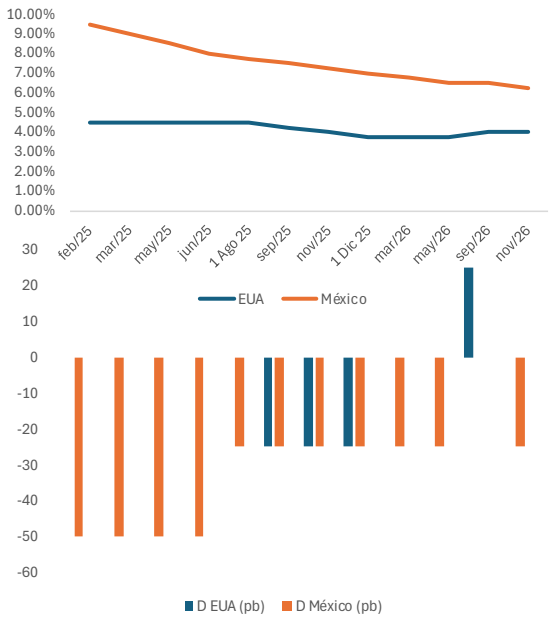
La evidencia histórica refuerza este punto. En los episodios en que las acciones estadounidenses cayeron junto con el dólar, el desempeño de las divisas emergentes fue mixto, pero estuvo explicado casi por completo por la volatilidad de la renta variable de EE.UU. La sesión del 5 de noviembre mostró que la corrección puede dejar de ser ordenada con rapidez. El peso todavía puede beneficiarse de un dólar más débil cuando el ajuste de la IA es gradual, pero su elevada liquidez lo convierte en un instrumento de cobertura cuando aumentan simultáneamente la volatilidad accionaria y la correlación entre activos. Con un menor diferencial de tasas frente a Estados Unidos, el colchón para absorber ese tipo de episodios es ahora más estrecho. En octubre, las bolsas emergentes ya devolvieron cerca de 40% de su ganancia en el año, con 18 de 22 mercados en terreno negativo. (Ver tabla 4 y gráfica 16)

Tabla 4: Cambios Política monetaria US VS MEX

Fecha	EUA	México	Δ EUA (pb)	Δ México (pb)
feb/25	4.50%	9.50%	0	-50
mar/25	4.50%	9.00%	0	-50
may/25	4.50%	8.50%	0	-50
jun/25	4.50%	8.00%	0	-50
ago/25	4.50%	7.75%	0	-25
sep/25	4.25%	7.50%	-25	-25
nov/25	4.00%	7.25%	-25	-25
dic/25	3.75%	7.00%	-25	-25
mar/26	3.75%	6.75%	0	-25
may/26	3.75%	6.50%	0	-25
sep/26	4.00%	6.50%	25	0
nov/26	4.00%	6.25%	0	-25

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 16: Cambios Política monetaria US VS MEX

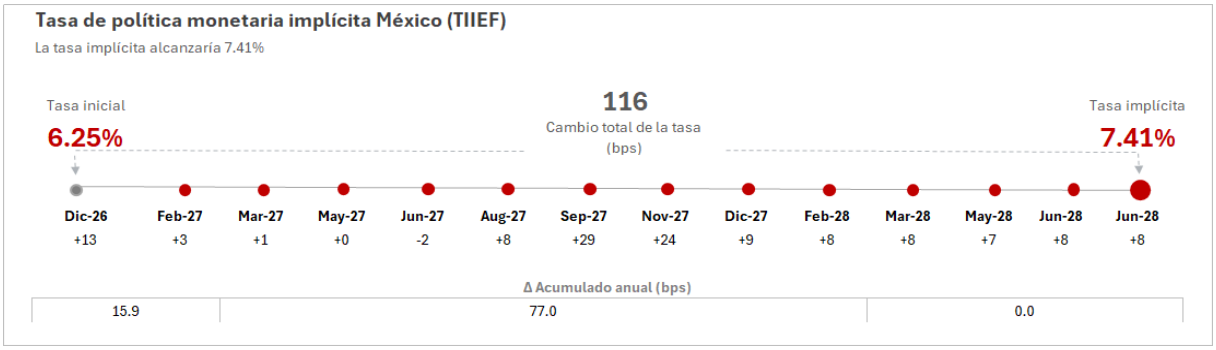


Banxico: el recorte reduce un amortiguador

El 5 de noviembre, Banxico redujo en 25 pb la tasa de referencia, de 6.50% a 6.25%, con efectos a partir del 6 de noviembre. La decisión confirma que la Junta está asignando mayor peso a las condiciones de holgura y a los riesgos a la baja para la actividad, aun cuando la inflación subyacente permanece elevada y el peso se ha depreciado. La inflación general aumentó de 3.42% en la primera quincena de septiembre a 3.62% en la primera de octubre, mientras que la subyacente disminuyó marginalmente de 3.79% a 3.78%. Banxico ajustó al alza sus previsiones de inflación para el cuarto trimestre de 2026, pero mantuvo la convergencia a la meta para el cuarto trimestre de 2027.

Para los mercados, el recorte no debe interpretarse como una desvinculación mecánica de la Fed, sino como una divergencia en las funciones de reacción: Banxico responde a la holgura doméstica, mientras la Fed mantiene un sesgo restrictivo ante una inflación más persistente. Sin embargo, el costo marginal de cada recorte aumenta conforme se comprime el diferencial. Con la tasa en 6.25%, el carry ofrece menos protección frente a la volatilidad global y vuelve más relevante el canal cambiario para las siguientes decisiones. Una depreciación adicional del peso, un repunte de la inflación subyacente o un nuevo choque energético podrían limitar el espacio para continuar relajando; una actividad más débil abriría margen para hacerlo. (Ver cuadro 2)

Cuadro 2: Acciones de política monetaria implícitas México



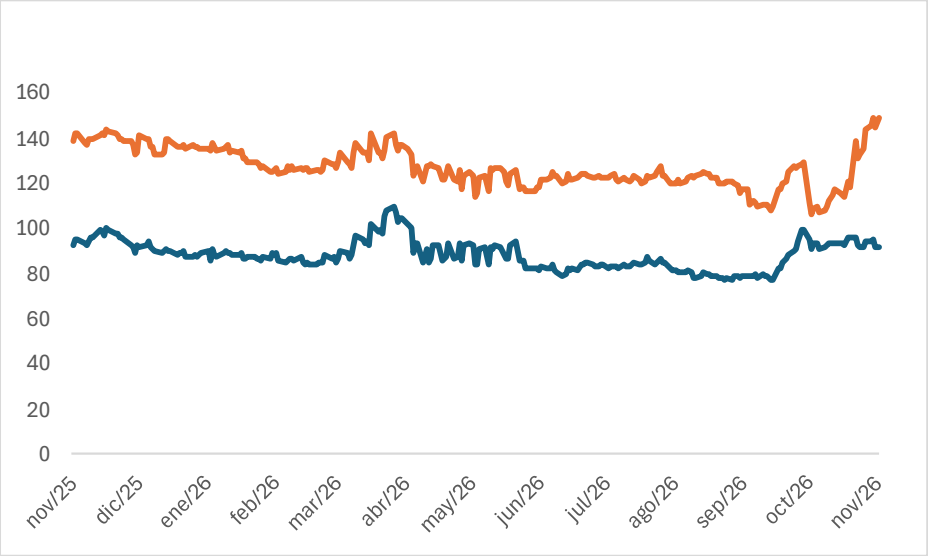
Fuente: Banorte con datos de PIP

Brasil: la sorpresa que invirtió la lectura regional

En octubre señalamos que el mercado valuaba a Brasil con un catalizador positivo —un posible cambio de gobierno con ancla fiscal— mientras México se valuaba con fatiga fiscal, y que el diferencial de CDS entre ambos, en mínimos, era frágil en ambas direcciones. El resultado de la segunda vuelta del 25 de octubre lo confirmó: el presidente Lula remontó una desventaja en la primera vuelta para asegurar un cuarto mandato, en contra de lo que anticipaban encuestas y mercados de predicción.

Como el mercado estaba posicionado para el resultado contrario, el reprecio fue inmediato. El costo de asegurar la deuda soberana brasileña subió alrededor de 26%, con el CDS a 5 años en su nivel más alto desde junio de 2025; el real llegó a 5.60 por dólar antes de estabilizarse en un rango de 5.30–5.45; la curva de bonos locales en reales subió cerca de 250 pb, de 12.85% a alrededor de 15.3%; y el múltiplo del Ibovespa se comprimió de 9.7 a 8.2 veces utilidades. Los focos inmediatos son el reconocimiento del resultado por parte de la oposición, la composición del nuevo gabinete económico y la próxima reunión del banco central brasileño. (Ver gráfica 17)

Gráfica 17: CDS a 5 años de Brasil y México



Fuente: Banorte con datos de PIP

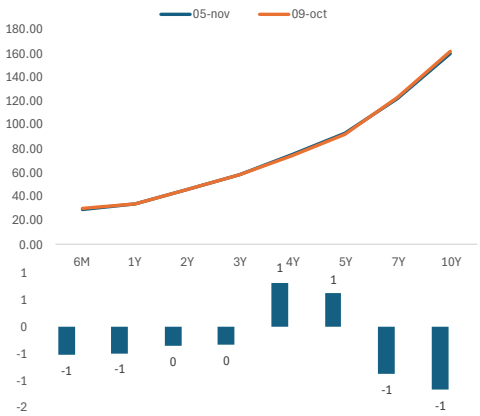
Para México, la lectura tiene dos caras. En el margen, el diferencial de CDS frente a Brasil debería haber recuperado parte de la prima que México había perdido: al corte, el CDS de México se ubicó en 93.19 pb y el de Brasil en 150.9 pb, un diferencial de 57.7 pb. Pero la región en su conjunto se vuelve más volátil, y el peso, como la divisa más líquida de América Latina, tiende a funcionar como cobertura de los riesgos regionales. Un reprecio fiscal en Brasil puede, por tanto, transmitirse al peso aun si los fundamentales mexicanos no cambian. Por ahora el contagio ha sido limitado: los bonos locales brasileños cayeron 14% en dólares tras la elección y cerraron el mes con una pérdida de 7%, pero ningún otro mercado local emergente perdió más de 4%. En un entorno en que el precio del capital se reajusta en los países desarrollados, el mercado premia cada vez más la credibilidad institucional y la calidad de los balances públicos, que es justamente donde México tiene que defender su diferencial. (Ver tabla 5 y gráfica 18)

Tabla 5: CDS México

Plazo	05-nov	09-oct	Δ PB
6M	29.59	30.12	-1
1Y	33.83	34.34	-1
2Y	45.75	46.11	0
3Y	58.16	58.48	0
4Y	75.68	74.85	1
5Y	93.19	92.56	1
7Y	122.52	123.40	-1
10Y	160.53	161.71	-1

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 18: CDS México



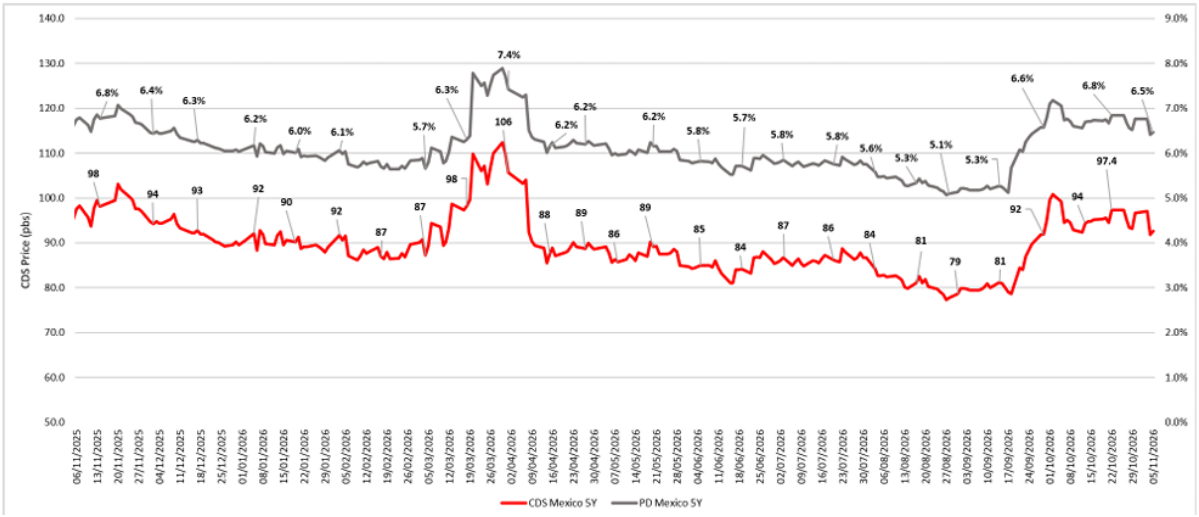
Fuente: Banorte con datos de PIP

CDS de México: beta global con piso local

Mantenemos la lectura de la edición anterior: la mayor parte del movimiento del CDS mexicano responde al ciclo global de tasas y petróleo, mientras que el componente local —la rebaja de HR Ratings a BBB, la calificación de Moody's en el último escalón de grado de inversión y la perspectiva negativa de S&P— funciona como un piso más que como un detonador. La distinción

importa: si domina el factor global, el CDS responderá a la volatilidad del Tesoro y del Brent; si toma el control el factor local, el ajuste sería más persistente y concentrado en la curva local. (Ver gráfica 19)

Gráfica 19: Curva de PI acumulada tenor 5Y (%) vs CDS México 5Y (pb)



Fuente: Banorte con datos de PIP

Curva de Bonos M

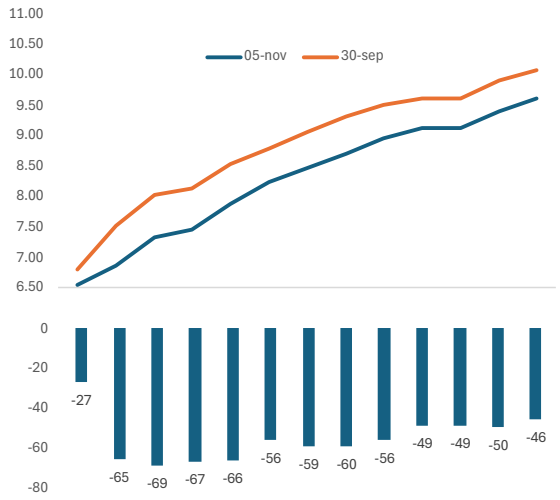
El respiro de las tasas estadounidenses ofreció alivio a la parte larga de la curva local, pero el principal canal de riesgo sigue siendo el contagio desde el Tesoro y, ahora, desde la región. La combinación de menor carry, presión cambiaria y riesgo de calificación sugiere mantener cautela en duración larga, aun cuando el nivel de los rendimientos reales luce atractivo frente a otros emergentes (Ver tabla 6 gráfica 20).

Tabla 6: Curva MBonos

BONO	05-nov	30-sep	Δ PB
M_BONOS_270304	6.53	6.80	-27
M_BONOS_280302	6.86	7.51	-65
M_BONOS_290301	7.33	8.02	-69
M_BONOS_290531	7.45	8.12	-67
M_BONOS_300228	7.87	8.53	-66
M_BONOS_310529	8.23	8.79	-56
M_BONOS_320415	8.47	9.07	-59
M_BONOS_330526	8.71	9.30	-60
M_BONOS_341123	8.94	9.50	-56
M_BONOS_360221	9.12	9.61	-49
M_BONOS_361120	9.12	9.61	-49
M_BONOS_381118	9.41	9.90	-50
M_BONOS_421113	9.62	10.08	-46
M_BONOS_471107	9.71	10.17	-46
M_BONOS_530731	9.71	10.19	-48
M_BONOS_550429	9.74	10.20	-47

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 20: Curva MBonos



Fuente: Banorte con datos de PIP

CONCLUSIÓN:

El escenario central aún no es el de un des-apalancamiento sistémico, pero la sesión del 5 de noviembre mostró que la transmisión del endurecimiento financiero dejó de ser exclusivamente selectiva. El crédito de menor calidad, las estructuras de IA dependientes de deuda y los sectores más sensibles al ciclo continúan siendo los puntos de mayor vulnerabilidad; sin embargo, la caída del Nasdaq, la amplitud de las pérdidas en el S&P 500 y el salto del VIX confirman que esos focos comenzaron a afectar la valuación y la cobertura del mercado agregado.

La secuencia es relevante. El crédito detectó primero el deterioro, las *neoclouds* expusieron el canal de financiamiento y la renta variable terminó incorporando el riesgo de que los proyectos de infraestructura enfrenten retrasos regulatorios, energéticos o de ejecución. La demanda estructural de inteligencia artificial puede mantenerse, pero eso no garantiza que todos los participantes puedan financiar la capacidad necesaria ni obtener los rendimientos esperados dentro del plazo previsto. La principal fuente de volatilidad es ahora la interacción entre riesgos que dejaron de estar completamente aislados. Una estabilización de la IA podría reducir las tasas y limitar el deterioro; una corrección acompañada de estrés crediticio, menor liquidez o un nuevo choque energético produciría pérdidas más correlacionadas. En este entorno, la calidad del balance, el flujo libre, el calendario de vencimientos y la capacidad efectiva de refinanciamiento son señales más informativas que la exposición sectorial por sí sola.

Para México, el recorte de Banxico a 6.25% reduce uno de los amortiguadores que protegieron al peso durante buena parte del ciclo. El diferencial frente a la Fed sigue siendo positivo, pero su capacidad para compensar episodios de aversión al riesgo es menor. A ello se suma la volatilidad regional derivada de Brasil. La estabilidad de los activos mexicanos dependerá cada vez más de la credibilidad fiscal, la inflación subyacente, la trayectoria del tipo de cambio y la calidad institucional, y menos del carry por sí solo.

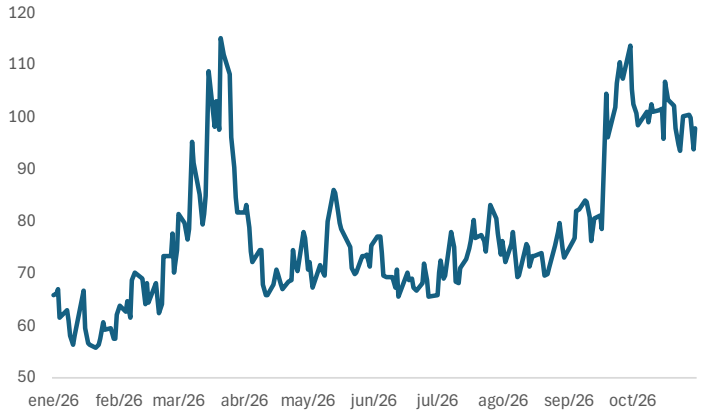
Implicación para la gestión de riesgos: el principal riesgo ya no está en cada shock de manera aislada, sino en su interacción. Una Fed más restrictiva, un nuevo repunte del petróleo o una corrección adicional de la IA son manejables individualmente; su coincidencia con spreads amplios, volatilidad implícita elevada y menor carry en México puede generar movimientos no lineales entre crédito, renta variable, tasas y divisas. En balance, conviene privilegiar liquidez, capacidad de refinanciamiento y coberturas robustas ante cambios de correlación, evitando asumir que la duración compensará automáticamente una caída accionaria o que el peso conservará el mismo amortiguador de ciclos anteriores.

DISCLAIMER

Este documento ha sido preparado por Grupo Financiero Banorte, S.A.B. de C.V. (“Banorte”) para fines meramente informativos, utilizando fuentes públicas y especializadas consideradas confiables; no obstante, Banorte no garantiza la precisión, integridad, ni la vigencia de la información prevista en el mismo. Su contenido no constituye asesoría legal, fiscal, financiera, contable ni una interpretación oficial del marco legal aplicable. En caso de requerirlo, se recomienda consultar con asesores legales, fiscales, financieros, contables o de inversión independientes. La información contenida en este documento está sujeta a modificaciones sin previo aviso. Ni Banorte ni ninguna de las entidades que integran el Grupo serán responsables, en ningún caso, por pérdidas, daños o perjuicios que pudieran derivarse, directa o indirectamente, del uso de este documento o de su contenido. Del mismo modo, Banorte no adquiere compromiso alguno de actualizar la información aquí contenida ni de notificar cambios posteriores. El contenido de este documento podría diferir de la opinión o interpretación de autoridades financieras nacionales o internacionales, y no debe considerarse como un posicionamiento institucional de Banorte.

APÉNDICE: MÉTRICAS TERMÓMETRO DEL MERCADO

Gráfica 21: Índice MOVE



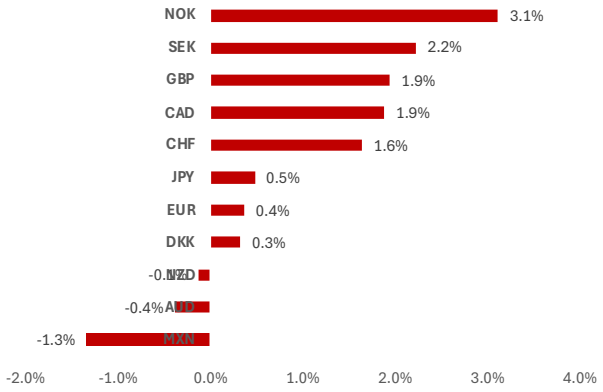
Fuente: Banorte con datos de PIP

Tabla 7: Tipos de Cambio Desarrollados + MXN (Periodo 18-sep-26 | 19-oct-26)

Moneda	Iso	Δ
Peso Mexicano	MXN	-1.3%
Dolar Australiano	AUD	-0.4%
Dolar Nueva Zelanda	NZD	-0.1%
Corona Danesa	DKK	0.3%
Euro	EUR	0.4%
Yen Japones	JPY	0.5%
Franco Suizo	CHF	1.6%
Dolar Canadiense	CAD	1.9%
Libra	GBP	1.9%
Corona Sueca	SEK	2.2%
Corona Noruega	NOK	3.1%

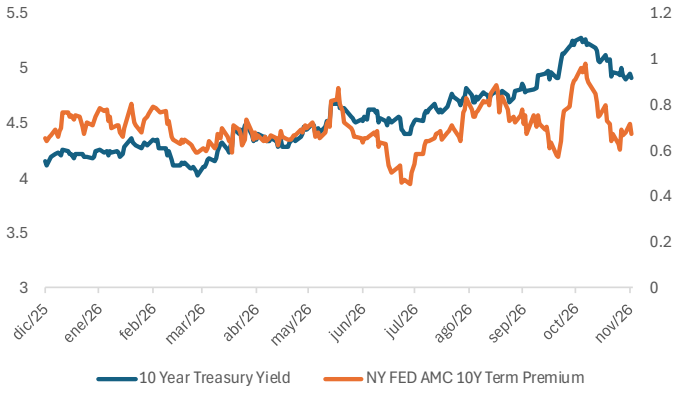
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 22: Tipos de Cambio Desarrollados + MXN (Periodo 18-sep-26 | 19-oct-26)



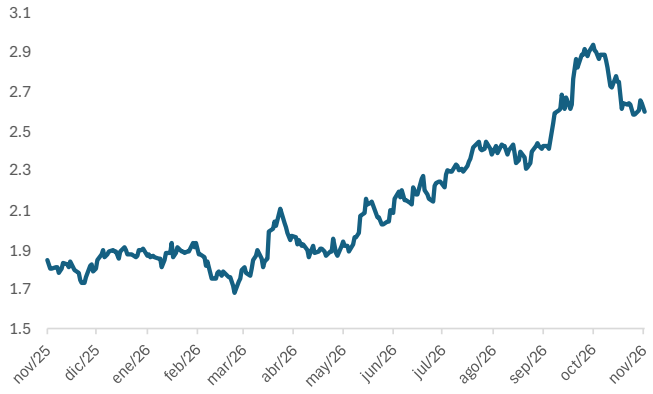
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 23: Term Premium US



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 24: Tasa Real US



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 25: Bloomberg USD Spot Index



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 26: CDX High Yield Spread



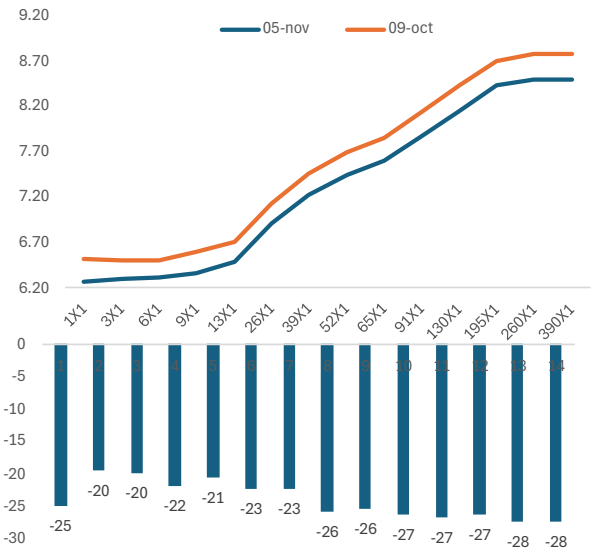
Fuente: Banorte con datos de PIP

Tabla 8: Curva TIIEF 28

Nodo	05-nov	09-oct	Δ PB
1X1	6.28	6.53	-25
3X1	6.31	6.50	-20
6X1	6.31	6.51	-20
9X1	6.37	6.59	-22
13X1	6.49	6.70	-21
26X1	6.91	7.14	-23
39X1	7.23	7.46	-23
52X1	7.44	7.70	-26
65X1	7.60	7.86	-26
91X1	7.87	8.14	-27
130X1	8.16	8.43	-27
195X1	8.43	8.70	-27
260X1	8.50	8.78	-28
390X1	8.50	8.78	-28

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 27: Curva TIIEF 28



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 28: Bloomberg US Financial Condition Index



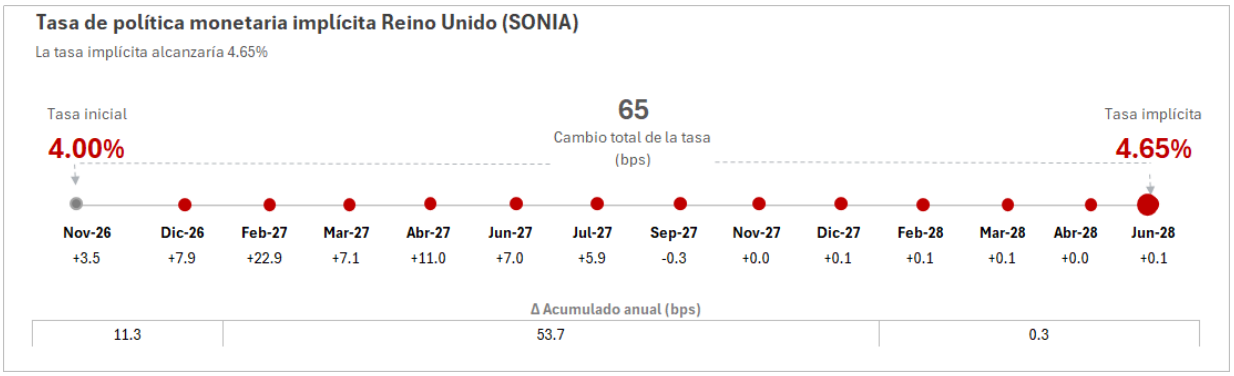
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Gráfica 29: JP Morgan FX Volatility Index



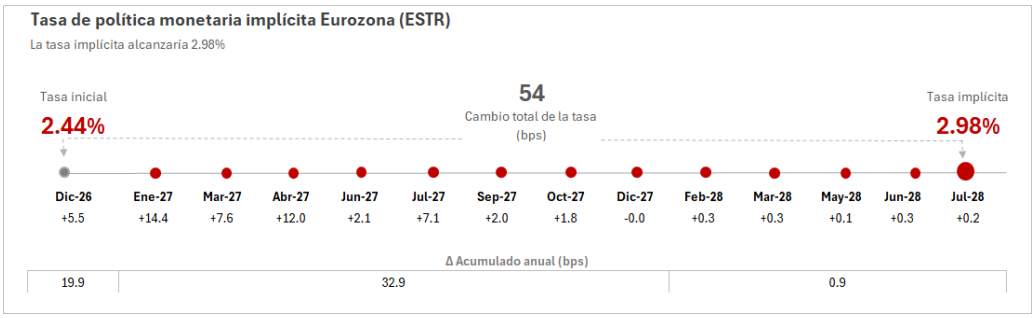
Fuente: Banorte con datos de PIP

Cuadro 3: Acciones de política monetaria implícitas (Reino Unido)



Fuente: Banorte con datos de PIP

Cuadro 4: Acciones de política monetaria implícitas en Eurozona

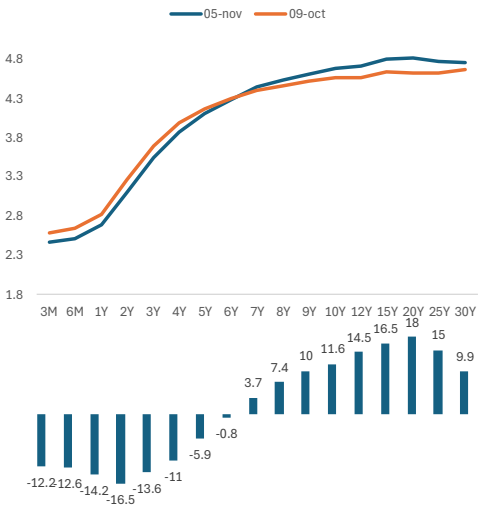


Fuente: Banorte con datos de PIP

Tabla 9: Curva Udibonos

Plazo	05-nov	09-oct	Δ Pb
3M	2.463	2.585	-12.2
6M	2.515	2.641	-12.6
1Y	2.687	2.829	-14.2
2Y	3.106	3.271	-16.5
3Y	3.556	3.692	-13.6
4Y	3.88	3.99	-11
5Y	4.111	4.17	-5.9
6Y	4.294	4.302	-0.8
7Y	4.451	4.414	3.7
8Y	4.547	4.474	7.4
9Y	4.624	4.523	10
10Y	4.687	4.571	11.6
12Y	4.725	4.58	14.5
15Y	4.813	4.648	16.5
20Y	4.818	4.637	18
25Y	4.782	4.632	15
30Y	4.771	4.672	9.9

Gráfica 30: Curva Udibonos



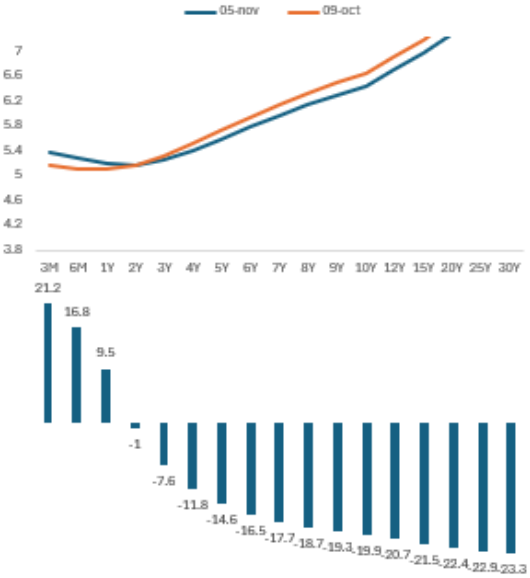
Fuente: Banorte con datos de PIP

Tabla 10: Curva UMS

Plazo	05-nov	09-oct	Δ PB
3M	5.361	5.15	21.2
6M	5.286	5.118	16.8
1Y	5.189	5.094	9.5
2Y	5.151	5.161	-1
3Y	5.242	5.318	-7.6
4Y	5.399	5.517	-11.8
5Y	5.584	5.73	-14.6
6Y	5.777	5.941	-16.5
7Y	5.963	6.141	-17.7
8Y	6.138	6.324	-18.7
9Y	6.297	6.491	-19.3
10Y	6.442	6.64	-19.9
12Y	6.686	6.893	-20.7
15Y	6.962	7.177	-21.5
20Y	7.261	7.485	-22.4
25Y	7.446	7.676	-22.9
30Y	7.571	7.804	-23.3

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 31: Curva UMS



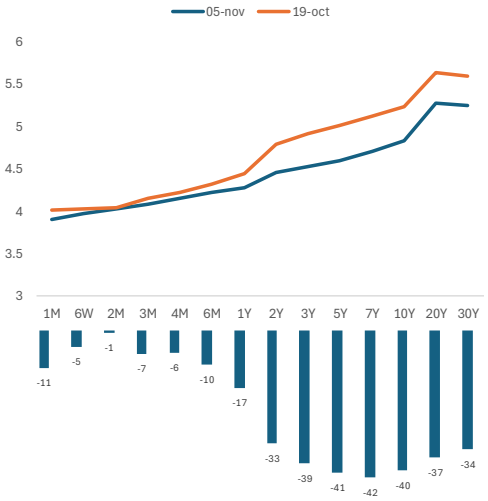
Fuente: Banorte con datos de PIP

Tabla 11: Curva SOFR

Plazo	05-nov	19-oct	Δ Pb
1M	3.906	4.017	-11
6W	3.975	4.024	-4.8
2M	4.031	4.039	-0.7
3M	4.085	4.152	-6.6
4M	4.16	4.224	-6.3
6M	4.218	4.317	-9.9
1Y	4.279	4.446	-16.7
2Y	4.463	4.79	-32.7
3Y	4.534	4.919	-38.5
5Y	4.605	5.017	-41.1
7Y	4.706	5.129	-42.3
10Y	4.837	5.24	-40.3
20Y	5.278	5.645	-36.7
30Y	5.256	5.597	-34.1

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 32: Curva SOFR



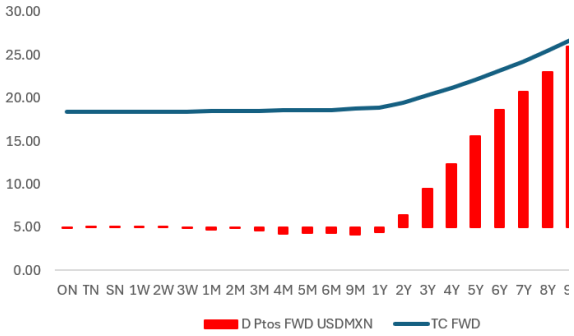
Fuente: Banorte con datos de PIP

Tabla 12: Forward de Tipos de Cambio USDMXN

Plazo	05-nov	09-oct	Δ Ptos FWD US	TC FWD
ON	41	53	-11.2	18.41
TN	14	13	1.0	18.41
SN	19	13	5.6	18.41
1W	108	92	16.3	18.42
2W	189	189	0.5	18.43
3W	283	286	-2.7	18.44
1M	402	464	-61.8	18.45
2M	801	833	-31.5	18.49
3M	1,136	1,215	-78.8	18.52
4M	1,468	1,626	-158.0	18.56
5M	1,832	1,975	-143.5	18.59
6M	2,196	2,334	-138.6	18.63
9M	3,269	3,443	-173.7	18.74
1Y	4,485	4,613	-128.5	18.86
2Y	10,791	10,508	282.7	19.49
3Y	18,776	17,885	891.4	20.29
4Y	27,560	26,087	1,473.2	21.17
5Y	36,848	34,724	2,123.8	22.10
6Y	47,455	44,719	2,735.6	23.16
7Y	58,316	55,168	3,148.4	24.24
8Y	70,923	67,316	3,607.2	25.50
9Y	83,960	79,770	4,189.1	26.81
10Y	97,262	92,666	4,596.3	28.14

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 33: Forward de Tipo de Cambio USDMXN



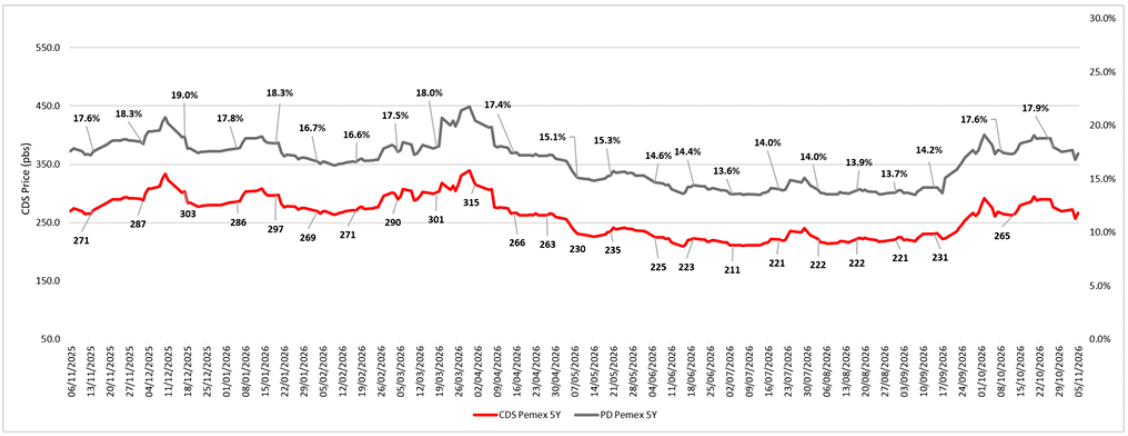
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 34: KRX Regional Bank Index



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 35: Curva de PI acumulada tenor 5Y (%) vs CDS Pemex 5Y (pb)



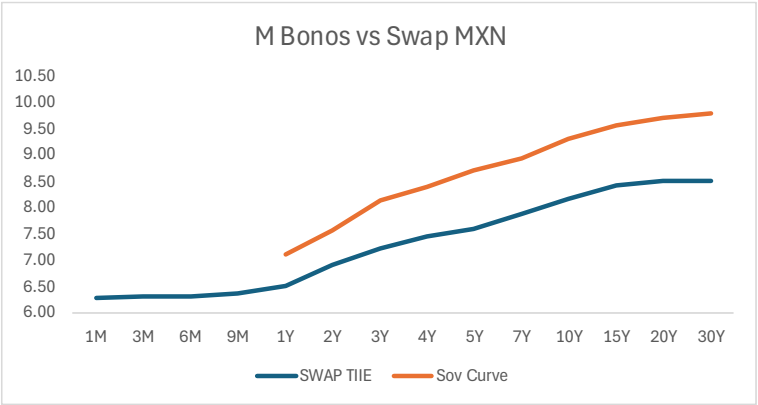
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 36: Pemex vs UMS 5Y



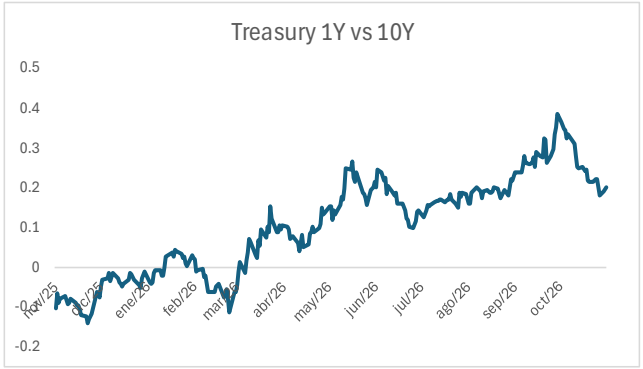
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 37: MBonos vs Swap MXN



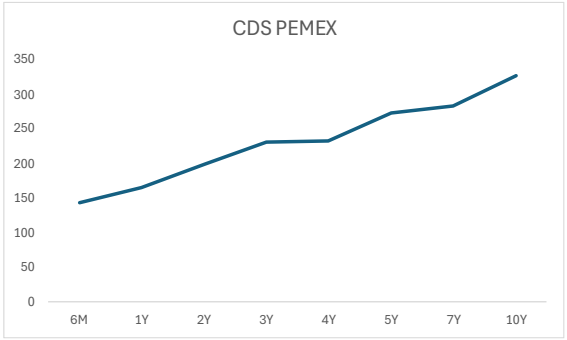
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 38: Treasury 1Y vs 10Y



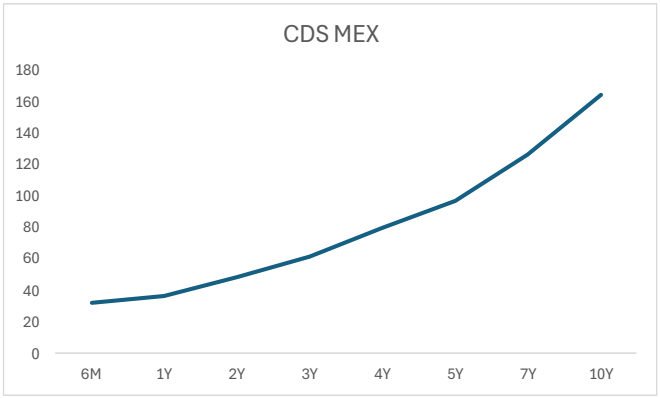
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 39: CDS Pemex



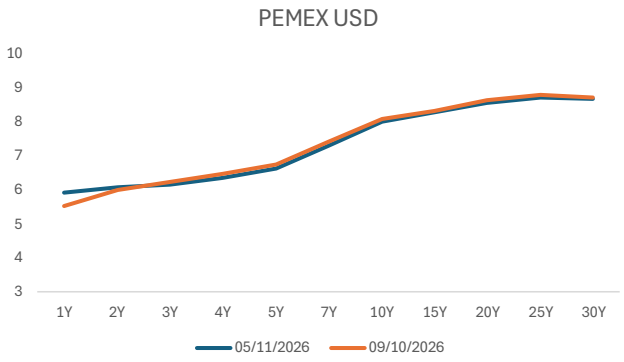
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 40: CDS México



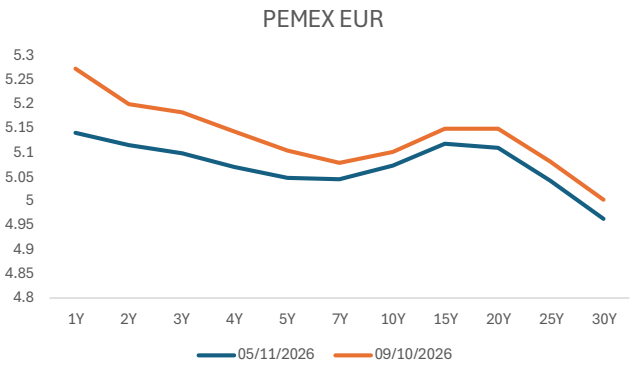
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 41: Pemex USD



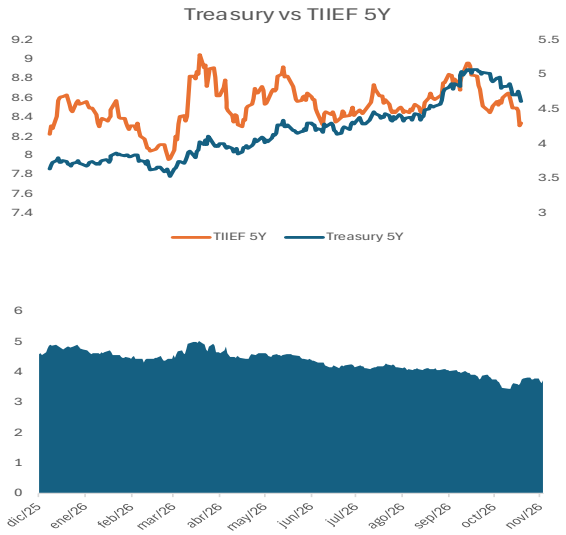
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 42: Pemex EUR



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 43: Treasury vs TIIEF 5Y



Fuente: Banorte con datos de PIP

GLOSARIO DE INDICADORES

Indicador	Descripción
Acciones de Política Monetaria Implícitas US	Trayectoria esperada de la tasa de política monetaria de Estados Unidos obtenida a partir de instrumentos financieros. Permite inferir las expectativas del mercado sobre las futuras decisiones de la Reserva Federal.
Curva Treasury	Curva de rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos utilizada como referencia global de tasas libres de riesgo. Permite evaluar expectativas de crecimiento, inflación y política monetaria.
Dollar Index Spot (DXY)	Índice que mide la evolución del dólar estadounidense frente a una canasta de monedas de referencia. Permite evaluar la fortaleza relativa del dólar.
Reacción del mercado tras las elecciones intermedias en EE. UU.	Comparación del desempeño de distintos activos financieros durante la sesión posterior a las elecciones intermedias de Estados Unidos. Permite observar la reacción relativa entre renta variable, tasas, divisas y materias primas.
Curva de futuros del Brent	Curva que muestra los precios del petróleo Brent para distintos vencimientos de contratos futuros. Permite observar la estructura temporal de precios del mercado petrolero.
US High Yield Corporate Bond Option Adjusted Spread	Diferencial ajustado por opciones entre los bonos corporativos estadounidenses de alto rendimiento y los bonos gubernamentales. Mide la compensación exigida por el mercado ante el riesgo crediticio.
Caída del S&P 500 vs spreads de crédito	Compara la caída del S&P 500 desde máximos en episodios en los que los spreads de crédito alcanzaron niveles similares a los actuales. Permite evaluar divergencias entre la renta variable y el riesgo crediticio.
Alto rendimiento en dólares	Indicador de la ampliación anual de los spreads de crédito de emisores de alto rendimiento denominados en dólares, desagregados por calificación. Permite identificar dónde se concentra el deterioro crediticio.
Hyperscalers + NVIDIA, SpaceX	Comparación de indicadores de riesgo crediticio de empresas vinculadas con el desarrollo y la infraestructura de inteligencia artificial. Permite observar diferencias relativas en la percepción de riesgo crediticio.
Hiperescaladores: gasto de capital y márgenes	Compara el gasto de capital y los márgenes de los principales hiperescaladores entre los últimos doce meses y el periodo previo. Permite evaluar la rentabilidad incremental de la inversión.
Crecimiento anual de la utilidad por acción: siete grandes tecnológicas vs resto del S&P 500	Compara el crecimiento anual de la utilidad por acción de las siete grandes tecnológicas frente al resto del S&P 500. Permite evaluar la concentración del crecimiento de utilidades.
Índice VIX e incertidumbre US	Compara el índice VIX, que mide la volatilidad implícita esperada del S&P 500, con un indicador de incertidumbre en Estados Unidos. Permite evaluar la relación entre la demanda de protección del mercado y los episodios de mayor incertidumbre.

Nasdaq	Índice accionario con elevada exposición al sector tecnológico estadounidense. Permite monitorear el desempeño de empresas de crecimiento y su sensibilidad a tasas, valuaciones y expectativas sobre inteligencia artificial.
S&P 500	Índice representativo de las principales empresas de gran capitalización de Estados Unidos. Se utiliza como referencia general del desempeño del mercado accionario estadounidense.
Dow	Índice accionario compuesto por grandes empresas estadounidenses. Permite contrastar su desempeño con índices de mayor exposición al sector tecnológico.
Tipos de Cambio Emergentes	Evolución de monedas de economías emergentes frente al dólar estadounidense durante el periodo de referencia. Permite comparar su desempeño relativo.
Política monetaria US vs MEX	Comparación de los cambios en las tasas de política monetaria de México y Estados Unidos. Permite evaluar la evolución del diferencial de tasas y sus implicaciones para el *carry*.
Acciones de Política Monetaria Implícitas México	Trayectoria esperada de la tasa objetivo del Banco de México derivada de instrumentos financieros. Refleja las expectativas del mercado sobre futuros movimientos de política monetaria.
CDS a 5 años de Brasil y México	Comparación del CDS soberano a cinco años de Brasil y México. Permite evaluar el precio relativo del riesgo crediticio soberano entre ambos países.
CDS México	Indicador del riesgo crediticio soberano implícito de México derivado del mercado de *Credit Default Swaps*. Mide el costo de asegurar la deuda gubernamental contra incumplimiento.
Curva de PI acumulada tenor 5Y (%) vs CDS México 5Y (pb)	Compara la probabilidad de incumplimiento acumulada implícita del soberano mexicano con el costo observado de su CDS a cinco años.
Curva MBonos	Curva de rendimientos nominales de los bonos emitidos por el Gobierno Federal mexicano. Refleja las condiciones de financiamiento soberano en moneda local.

Índice MOVE	Indicador de volatilidad implícita esperada en el mercado de bonos del Tesoro estadounidense. Es una referencia de volatilidad para el mercado de renta fija.
Tipos de Cambio Desarrollados + MXN	Evolución de monedas de economías desarrolladas y del peso mexicano frente al dólar durante el periodo de referencia. Permite comparar su desempeño relativo.
Term Premium US	Prima adicional asociada con mantener bonos del Tesoro estadounidense de largo plazo en lugar de reinvertir sucesivamente en instrumentos de corto plazo. Refleja, entre otros factores, la incertidumbre sobre inflación, tasas y riesgo de duración.
Tasa Real US	Rendimiento real de los *Treasury Inflation-Protected Securities* (TIPS). Permite evaluar el costo real del capital y las condiciones monetarias subyacentes.
Bloomberg USD Spot Index	Índice que mide la evolución del dólar estadounidense frente a una canasta de monedas globales. Sirve como referencia de la fortaleza relativa del dólar.
CDX High Yield Spread	Indicador del riesgo crediticio del segmento corporativo estadounidense de alto rendimiento basado en el mercado de derivados de crédito. Permite monitorear cambios en la percepción de riesgo.
Curva TIIEF 28	Curva de tasas asociadas con instrumentos ligados a la TIIEF a 28 días. Permite evaluar la estructura temporal de las tasas de interés en pesos mexicanos.

Bloomberg US Financial Conditions Index	Índice que sintetiza las condiciones financieras en Estados Unidos a partir del comportamiento de distintas variables de mercado. Permite evaluar su grado relativo de relajación o restricción.
JP Morgan FX Volatility Index	Índice que mide la volatilidad implícita esperada en los principales mercados cambiarios globales. Es una referencia de la percepción de riesgo en divisas.
Acciones de Política Monetaria Implícitas (Reino Unido)	Expectativas implícitas sobre los movimientos futuros de la tasa de política monetaria del Banco de Inglaterra, obtenidas a partir de instrumentos financieros.
Acciones de Política Monetaria Implícitas en Eurozona	Expectativas implícitas sobre los movimientos futuros de las tasas del Banco Central Europeo obtenidas a partir de instrumentos financieros. Reflejan la trayectoria monetaria descontada por el mercado.
Curva Udibonos	Curva de rendimientos reales de los bonos gubernamentales mexicanos indexados a la inflación. Permite evaluar la estructura temporal de las tasas reales en México.
Curva UMS	Curva de rendimientos de los bonos soberanos mexicanos emitidos en mercados internacionales. Refleja el costo de financiamiento externo de México.
Curva SOFR	Curva de tasas asociada con la *Secured Overnight Financing Rate*, principal referencia de fondeo garantizado a un día en dólares estadounidenses.
Forward de Tipo de Cambio USDMXN	Curva de tipos de cambio *forward* derivada de contratos a plazo. Refleja principalmente el tipo de cambio *spot*, los diferenciales de tasas entre México y Estados Unidos y factores de *basis* y liquidez; no constituye por sí misma una expectativa del tipo de cambio *spot* futuro.
KRX Regional Bank Index	Índice de bancos regionales estadounidenses utilizado como referencia para monitorear el desempeño y posibles episodios de estrés en este segmento del sistema bancario.
Curva de PI acumulada tenor 5Y (%) vs CDS Pemex 5Y (pb)	Compara la probabilidad de incumplimiento acumulada implícita de Pemex con el costo de protección reflejado en su CDS a cinco años.
Pemex vs UMS 5Y	Comparación entre instrumentos de Pemex y bonos soberanos mexicanos a cinco años. Permite evaluar el diferencial de riesgo crediticio de Pemex respecto del soberano.
MBonos vs Swap MXN	Comparación entre los rendimientos de los MBonos y las tasas *swap* en pesos mexicanos. Permite evaluar valuaciones relativas y diferenciales dentro del mercado local.
Treasury 1Y vs 10Y	Comparación entre los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense de corto y largo plazo. Se utiliza para monitorear la pendiente de la curva de rendimientos.
CDS Pemex	Indicador del riesgo crediticio implícito de Petróleos Mexicanos obtenido a partir del mercado de *Credit Default Swaps*.
Pemex USD	Curva de rendimientos de los bonos emitidos por Pemex denominados en dólares estadounidenses. Permite evaluar el costo y la estructura de su financiamiento en dólares.
Pemex EUR	Curva de rendimientos de los bonos emitidos por Pemex denominados en euros. Permite evaluar el costo y la estructura de su financiamiento en euros.
Treasury vs TIIEF 5Y	Comparación entre la tasa estadounidense y la tasa mexicana a cinco años. Permite monitorear el diferencial de tasas y el atractivo relativo entre ambos mercados.