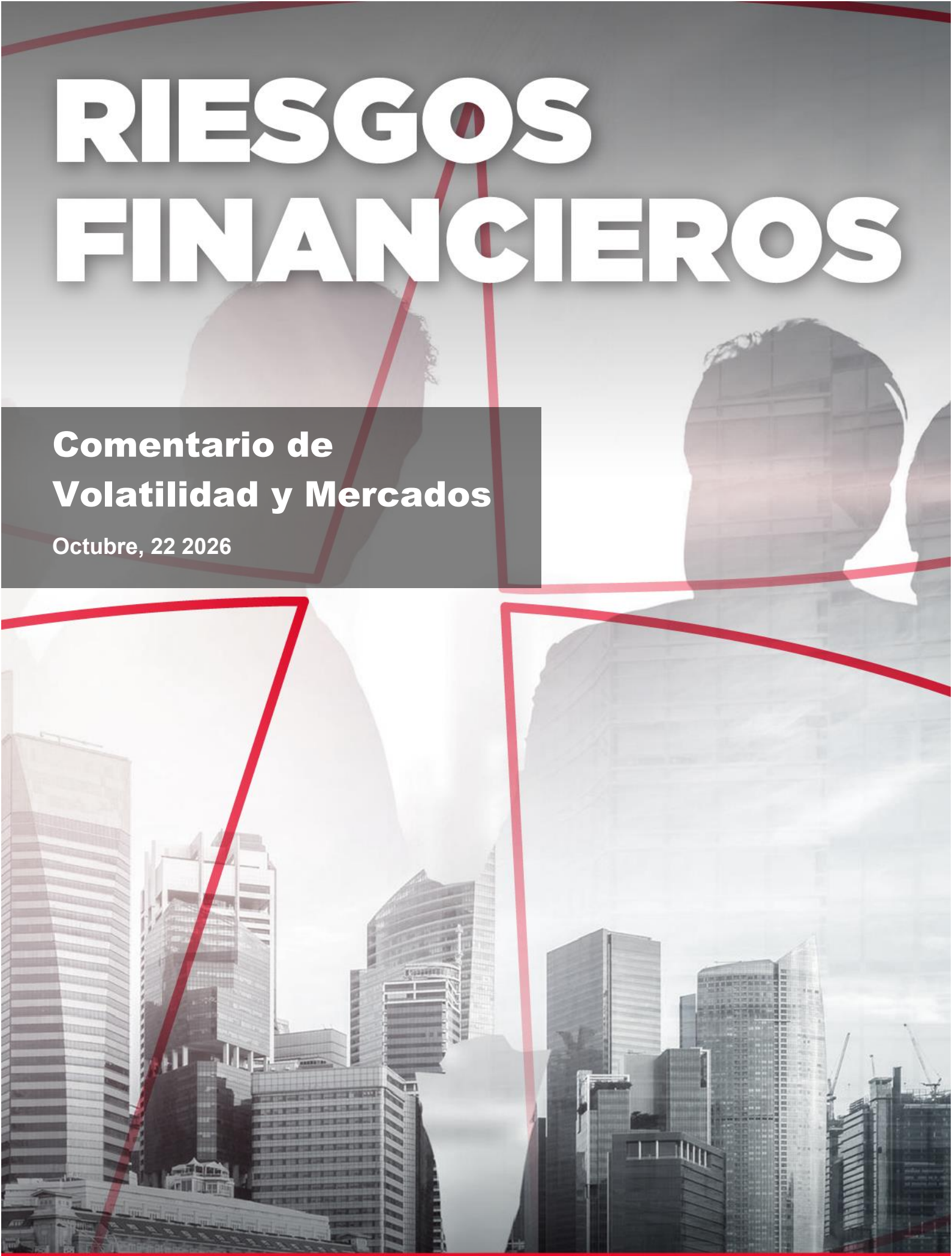
RIESGOS FINANCIEROS

Comentario de Volatilidad y Mercados

Octubre, 22 2026



BANORTE

RIESGOS FINANCIEROS



Comentario de volatilidad y mercados

“Beneath resilient financial markets, risks remain elevated and vulnerabilities persist.”

— International Monetary Fund, 2026

PÁG. 2-3
Tasa hipotecaria US /Curva Treasury / Acciones de política monetaria implícitas en US

PÁG. 4-5
Tipo de Cambio Desarrollados / Dollar Index Spot (DXY) / Curva de futuros del Brent/ Acciones de política monetaria implícitas en Eurozona

PÁG. 6-7
Índice MOVE/ CDX High Yield Spread/ Alto rendimiento en dólares/Hyperscalers + NVIDIA, SpaceX

PÁG. 8-9
Rendimiento del Tesoro a 10 años / Tipo de Cambio Emergentes/ Política monetaria US VS MEX/ Treasury vs MBonos 5Y/ Treasury vs MBonos 10Y

PÁG.10-12
CDS México/ PI acumulada/ CDS a 5 años de Brasil y México/ MBonos

PÁG.13-15 Conclusión / Apéndice

El rasgo que define el inicio de octubre es la divergencia. El mercado de bonos ya viene descontando, a pesar de un respiro en las últimas dos semanas, un régimen adverso: el bono del Tesoro a 10 años llegó a 5.36% el 7 de octubre, su nivel más alto desde 2002, los diferenciales soberanos europeos se ampliaron a niveles máximos y el Brent se mantiene por encima de US$100. Sin embargo, la renta variable global sigue cerca de máximos, la volatilidad implícita medida a través del VIX, se encuentra contenida y los spreads de crédito corporativo aún en niveles mínimos. En tal contexto, los bonos están implicando síntomas de un nuevo régimen sin que los activos de riesgo hayan incorporado sus consecuencias lógicas: menor crecimiento y mayor riesgo de incumplimiento.

La transmisión a la economía real ya es visible: la tasa hipotecaria en EE.UU. llegó a 7.4%, su nivel más alto desde 2023, y el rendimiento del Tesoro explica más de 70% de esa tasa.

Conviene matizar sobre el alivio observado recientemente: en la segunda y tercera semanas de octubre las curvas corrigieron parte del alza, encabezadas por la parte larga. Nuestra lectura es que se trata de un respiro técnico y de búsqueda de refugio, no de un cambio de régimen. Los motores estructurales, prima por plazo, petróleo y presión fiscal, siguen presentes.

La divergencia se refleja también en el ámbito local, ya que mientras la Reserva Federal subió su tasa, Banxico mantiene 6.50% y abre la puerta a recortes.

Por su parte y según encuestas de la industria, los administradores de fondos se mantienen OW en renta variable; y dentro de la renta variable, el liderazgo de la inteligencia artificial convive con 48% de las emisoras del S&P 500 en terreno bajista.

Mensajes clave

Tasas: desde mediados de septiembre, el alza de las tasas largas se explicó casi por completo por la prima por plazo. La corrección de octubre fue de posicionamiento y refugio, no de fundamentales: es una pausa, no un giro.

Petróleo: la curva de futuros sigue descontando una normalización que no ha llegado en más de seis meses; el mercado solo valúa el efecto inflacionario de primer orden.

Crédito: el amortiguador que ofrecían los spreads ante alzas de tasas se ha venido debilitando; tasas y spreads comienzan a correlacionarse y un foco de riesgo importante está en el financiamiento de la IA.

México: El peso acumula seis semanas de depreciación, su peor racha desde 2019, en un entorno de menor diferencial frente a EU.UU, mayor volatilidad y menor atractivo del *carry*, al que se suman riesgos fiscales y la incertidumbre asociada al T-MEC. Mientras el real se aprecia por las elecciones, el diferencial de CDS entre Brasil y México está en mínimos, lo cual representa otro catalizador de presión para el peso.

Tasas de interés y dólar: la prima por plazo toma el control

De recortes a alzas

En lo que va del año, el mercado de bonos en terreno negativo ha sido en buena medida una historia de reprecio de bancos centrales. Las tasas forward 1y1y de las principales economías desarrolladas subieron en promedio 126 pb, mientras el rendimiento a 10 años avanzó alrededor de 100 pb. En Estados Unidos, el mercado pasó de descontar casi tres recortes a cuatro alzas desde el inicio del conflicto con Irán, y la Fed concretó en septiembre su primera alza en tres años, a un rango de 3.75%–4.00%.

Las expectativas de corto plazo han sido volátiles. Un reporte de empleo débil en septiembre (+29 mil plazas, desempleo de 4.18%) y, después, una inflación subyacente firme, llevaron la probabilidad de un alza en la reunión del 27–28 de octubre de niveles cercanos a 50% a alrededor de 15%–20%, por los más recientes comentarios de algunos miembros de la junta de la Reserva Federal.

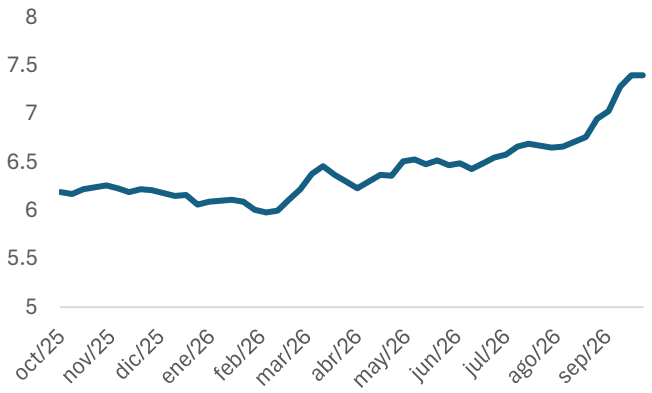
El cambio de fase desde septiembre

Desde las reuniones de bancos centrales de mediados de septiembre, el movimiento de los rendimientos a 10 y 30 años se explica casi en su totalidad por un aumento de la prima por plazo. Este cambio de naturaleza importa: un alza impulsada por la prima por plazo es más difícil de revertir con mensajes de posibles acciones de política monetaria y pone el foco en el anuncio de refinanciamiento del Tesoro de noviembre.

Desde 2021, la prima por plazo ha subido entre 150 y 200 pb en el G4. Cerca de la mitad del aumento explicado responde a la oferta de bonos (déficits elevados y balances de bancos centrales más pequeños); la incertidumbre macro y la inflación explican casi todo lo demás. El ciclo de inversión en IA añade un riesgo al alza por la mayor necesidad de financiamiento.

La transmisión a la economía real ya es visible: la tasa hipotecaria en EE.UU. llegó a 7.4%, su nivel más alto desde 2023, y el rendimiento del Tesoro explica más de 70% de esa tasa. (Ver gráfica1)

Gráfica 1: Tasa hipotecaria US



Fuente: Banorte con datos de PIP

Octubre: un respiro en las curvas, ¿pausa o giro?

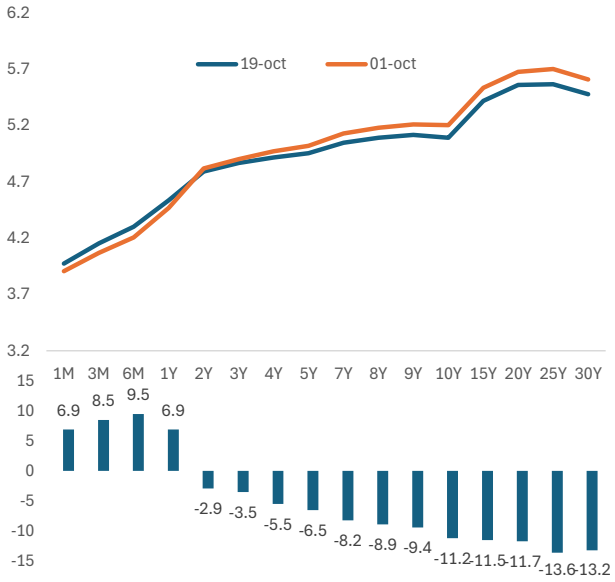
Tras alcanzar 5.36%, el rendimiento del Tesoro a 10 años corrigió a 5.093% al 19 de octubre, lo que revierte parcialmente el alza de la prima por plazo acumulada desde mediados de septiembre. (Ver tabla 1, gráfica 2)

Tabla 1: Curva Treasury

Plazo	19-oct	01-oct	Δ PB
1M	3.976	3.908	6.9
3M	4.155	4.07	8.5
6M	4.303	4.208	9.5
1Y	4.538	4.47	6.9
2Y	4.792	4.821	-2.9
3Y	4.868	4.902	-3.5
4Y	4.917	4.972	-5.5
5Y	4.956	5.021	-6.5
7Y	5.049	5.131	-8.2
8Y	5.092	5.181	-8.9
9Y	5.117	5.21	-9.4
10Y	5.093	5.205	-11.2
15Y	5.42	5.535	-11.5
20Y	5.561	5.678	-11.7
25Y	5.567	5.703	-13.6
30Y	5.479	5.611	-13.2

Fuente: Banorte con datos de PIP

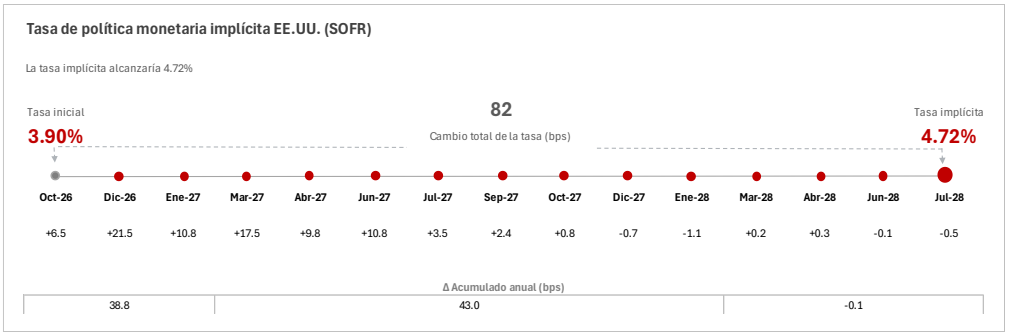
Gráfica 2: Curva Treasury



Fuente: Banorte con datos de PIP

Leemos esta corrección como un respiro y no como un cambio de tendencia, por tres razones. Primero, fue en buena medida técnica: los fondos globales habían acumulado posiciones cortas extremas en futuros del Tesoro y las cerraron. Segundo, respondió a un episodio de aversión al riesgo: la caída de 5.5% del Nasdaq 100 por dudas sobre el financiamiento de la IA devolvió al Tesoro parte de su papel de refugio. Tercero, los motores de fondo no han cambiado: el Brent sigue arriba de US$100, la inflación subyacente sorprendió al alza en septiembre y la Fed mantiene un sesgo restrictivo, **con un ajuste acumulado implícito de 82 pb en la trayectoria de tasas** (Ver cuadro 1).

Cuadro 1: Acciones de política monetaria implícitas en US



Fuente: Banorte con datos de PIP

La implicación es asimétrica. La corrección confirma que los rendimientos estaban por encima de su valuación justa y que el posicionamiento ya no favorece nuevas ventas, lo que limita el riesgo de un desplazamiento desordenado en el corto plazo. Pero mientras la prima por plazo esté sostenida por oferta, incertidumbre e inflación, el piso de las tasas largas es alto: retrocesos hacia niveles mayores al 5.0% son plausibles, un regreso a los niveles de inicio de año no lo es sin una caída clara del petróleo o un deterioro mayor del empleo.

Dólar resiliente, sin ciclo alcista sostenido

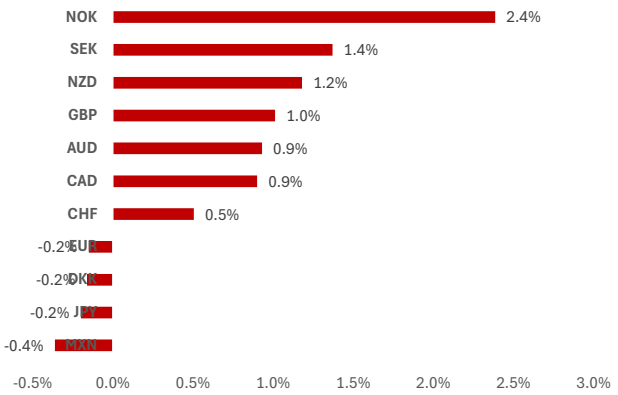
El dólar acumula una ganancia cercana a 6% frente a monedas desarrolladas en el año y ha recuperado la mayor parte de la caída posterior a los anuncios arancelarios de abril, siguiendo de cerca el diferencial de tasas a dos años. Sin embargo, cotiza por encima de lo que sugieren sus fundamentales. Si el mercado modera las alzas descontadas, los diferenciales podrían estrecharse y pesar sobre la divisa. El déficit fiscal de EE.UU. (US$1.9 billones) y una deuda cercana a 101% del PIB no son hoy el motor del dólar, pero son un riesgo latente. (Ver tabla 2, gráfica 3,4)

Tabla 2: Tipos de Cambio Desarrollados + MXN (Periodo 1-oct-26 | 19-oct-26)

Moneda	Iso	Δ
Peso Mexicano	MXN	-0.4%
Yen Japones	JPY	-0.2%
Corona Danesa	DKK	-0.2%
Euro	EUR	-0.2%
Franco Suizo	CHF	0.5%
Dolar Canadiense	CAD	0.9%
Dolar Australiano	AUD	0.9%
Libra	GBP	1.0%
Dolar Nueva Zelanda	NZD	1.2%
Corona Sueca	SEK	1.4%
Corona Noruega	NOK	2.4%

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 3: Tipos de Cambio Desarrollados + MXN (Periodo 1-oct-26 | 19-oct-26)



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 4: Dollar Index Spot (DXY)

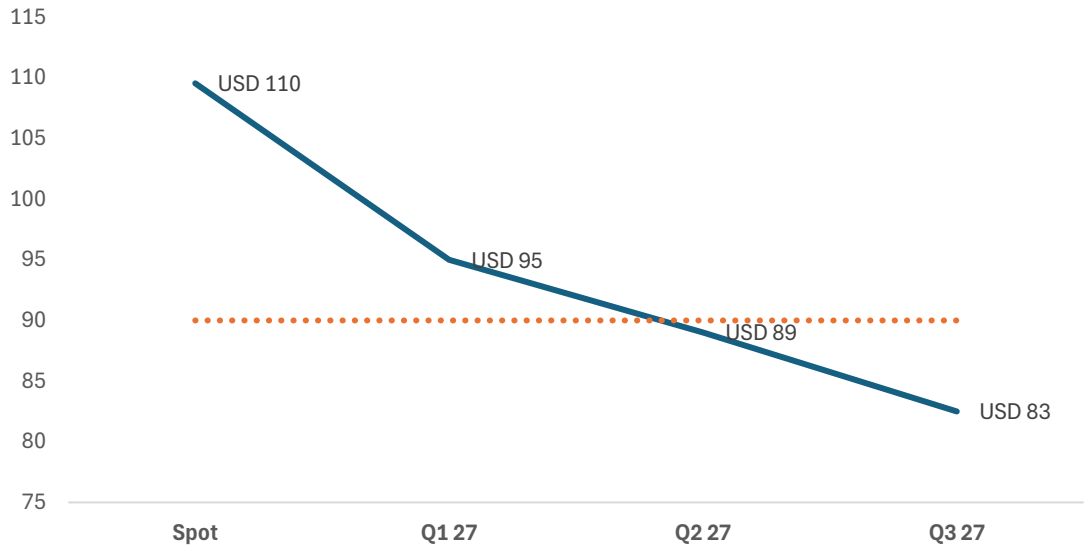


Fuente: Banorte con datos de PIP

Geopolítica y commodities: el mercado sigue esperando un acuerdo

Con el Estrecho de Ormuz aún restringido después de más de seis meses, el Brent se ha mantenido alrededor e incluso por encima de US$100 por barril. Los flujos físicos de exportación en la región se han recuperado a cerca de 90% de los niveles previos al conflicto, no obstante, lo relevante para la gestión de riesgos es la forma de la curva. Desde el inicio del conflicto, los futuros han descontado una normalización de precios que no ha llegado: a principios de octubre, el contrato próximo cotizaba en US$102, el de seis meses en US$90 y el de doce meses en US$83. El mercado está valuando el efecto inflacionario de primer orden, pero no los efectos de segunda ronda que surgen cuando un choque deja de ser transitorio. (Ver gráfica 5)

Gráfica 5: Curva de futuros del Brent: el mercado sigue descontando normalización

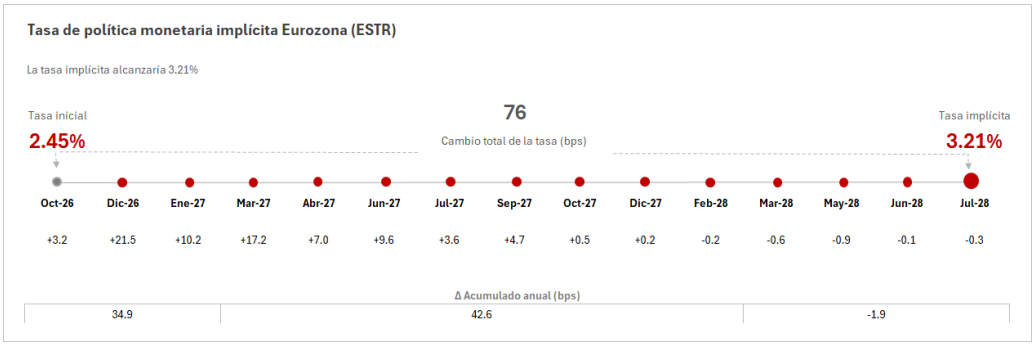


Fuente: Banorte con datos de PIP

Contagio soberano en Europa

La semana previa a octubre mostró señales claras de contagio: el diferencial a 10 años entre Francia y Alemania se amplió 32 pb en una semana, el mayor movimiento desde la reunificación alemana, y el de Italia 23 pb. En episodios comparables (2011-12, 2020 y 2022), este tipo de escenario adverso vino acompañado de correcciones fuertes en activos de riesgo. Esta vez, el STOXX 600 se mantuvo a 4% de su máximo y el crédito asociado con el grado de inversión europeo apenas subió a 101 pb. El escenario adverso soberano endureció las condiciones financieras de la zona euro, lo que **reduce la urgencia de que el Banco Central Europeo continúe con las alzas de tasas implícitas en la trayectoria, que acumulan 76 pb.** (Ver cuadro 2)

Cuadro 2: Acciones de política monetaria implícitas en Eurozona



Fuente: Banorte con datos de PIP

El principal escenario positivo para el cuarto trimestre sería una caída del petróleo por debajo de US$80, que aliviaría al consumidor y a las expectativas de inflación. El riesgo opuesto es que la persistencia del choque empiece a contaminar las expectativas de inflación de mediano plazo, como ocurrió en 2022-23, cuando cada episodio adverso generó un reprecio *dovish* que después se revirtió.

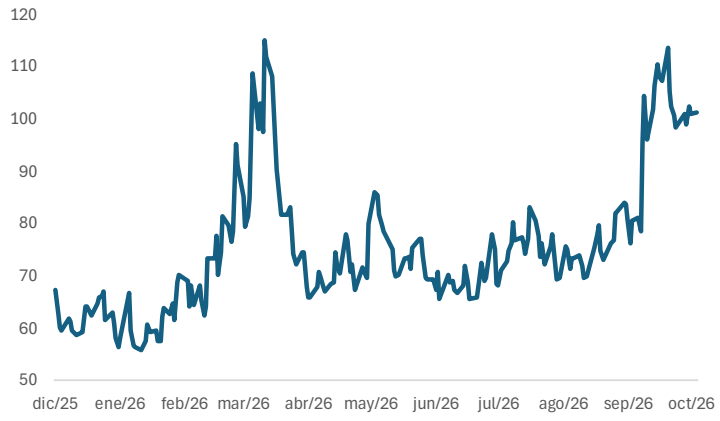
Crédito y renta variable: resiliencia agregada, fragilidad por debajo

El colchón de los spreads se debilitó

Históricamente, cuando las tasas gubernamentales suben por mejores expectativas de crecimiento, la compresión de spreads compensa parte del efecto de duración. Desde julio, ese patrón se rompió: en dólares y en euros, los spreads de crédito y los rendimientos soberanos han subido juntos, con correlaciones positivas que no se veían desde 2024. Esto genera un doble viento en contra.

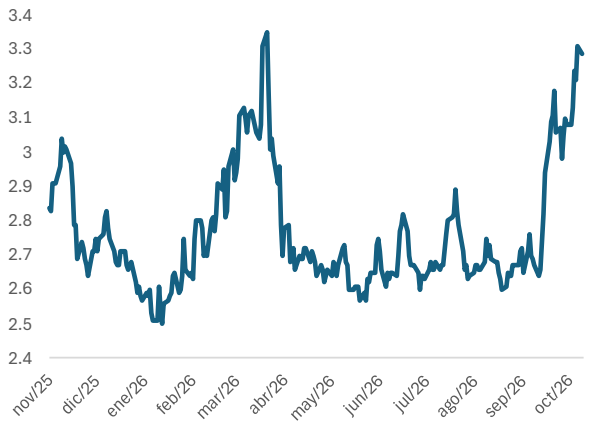
La vulnerabilidad es mayor en grado de inversión. En el mercado en dólares, el spread representa hoy menos de 15% del rendimiento total, frente a 45% en promedio entre 2019 y 2021. La demanda ha estado sostenida por rendimientos totales altos, un soporte técnico que pierde fuerza cuando el alza de la tasa libre de riesgo viene con spreads más amplios y mayor volatilidad de tasas. (Ver grafica 6 y 7)

Gráfica 6: Índice MOVE



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 7: US High Yield Corporate Bond Option Adjusted Spread



Fuente: Banorte con datos de PIP

El costo de capital de la inteligencia artificial

Las tasas más altas trasladaron el debate al financiamiento del gasto de capital en IA. En alto rendimiento en dólares, los spreads de emisores ligados a IA se ampliaron 25 pb entre el 13 y el 14 de octubre, hasta un máximo de 360 pb, mientras los no ligados a IA apenas se movieron 2 pb. La emisión de *project finance* en grado de inversión y alto rendimiento (HY) supera los US$106 mil millones en el año, casi el triple de 2025, y los bonos de centros de datos cayeron de precios superiores a 101 en junio a cerca de 95. A nivel índice los spreads siguen soportados, pero la dispersión es elevada: el riesgo no desapareció, se desplazó hacia emisores y estructuras específicas. (Ver tabla 3 gráfica 8,9)

Gráfica 8: HY en USD: ampliación de spreads del 13 al 14 de octubre



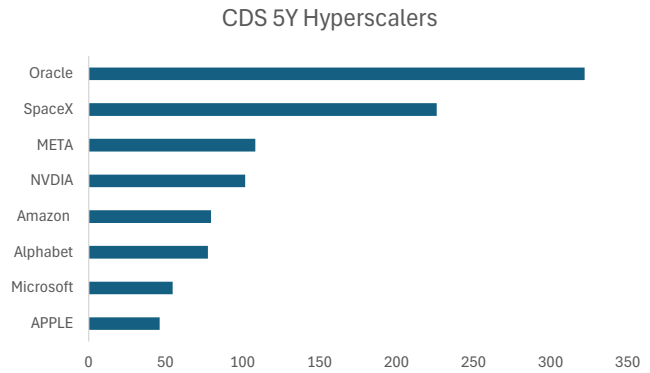
Fuente: Banorte con datos de PIP

Tabla 3: Hyperscalers + NVIDIA, SpaceX

Hyperscalers	19-oct	1-oct	Δ PB
APPLE	46	44	2
Microsoft	55	52	3
Alphabet	77	72	6
Amazon	79	71	8
NVIDIA	102	86	16
META	108	101	7
SpaceX	226	185	41
Oracle	322	249	73

Fuente: Elaboración Propia con datos de PIP

Gráfica 9: HYPERSCALERS + NVIDIA, SpaceX



Fuente: Elaboración Propia con datos de PIP

Renta variable: liderazgo estrecho

La resiliencia de los índices accionarios oculta una polarización marcada. El sector de consumo discrecional del S&P 500 (excluyendo Tesla y Amazon) cae alrededor de 9% en el año, frente a un alza cercana a 21% en tecnología, y 48% de las emisoras del índice ya están en terreno bajista. La tecnología funciona como refugio en un entorno de tasas altas por más tiempo; el riesgo es que dudas sobre la monetización de la IA coincidan con un deterioro del empleo.

Según encuestas del sector, los inversionistas institucionales mantienen efectivo en apenas 3.9% y señalan como mayores riesgos de cola un alza desordenada de tasas (31%) y una burbuja de IA (23%). Como posible origen de un evento de crédito, ubican el gasto de capital de los hiperescaladores (39%) y la deuda gubernamental (28%). El dato más relevante para la asignación de activos es el umbral de rotación: 37% cambiaría de acciones a bonos con un rendimiento a 10 años de 6.0%, y 19% considera que ya está en ese nivel.

México: el peso perdiendo atractivo de prima y Brasil la gana

Debilidad del peso: el carry pierde capacidad de absorción

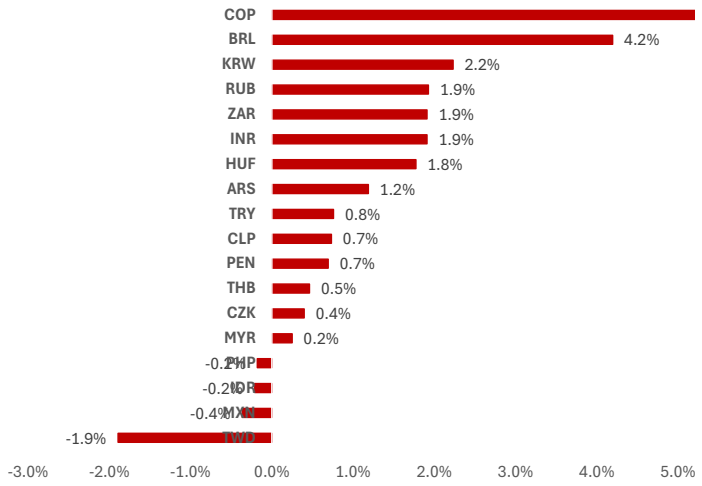
El peso acumula seis semanas consecutivas de depreciación, su peor racha desde 2019. Desde su mínimo de 16.86 pesos por dólar del 4 de septiembre, el tipo de cambio subió cerca de 9.5% hasta 18.50 al cierre del 16 de octubre, con un máximo intradía de 18.60, el nivel más débil desde noviembre de 2025. (Ver tabla 4, gráfica 10)

Tabla 4: Tipos de Cambio Emergentes (Periodo 1-oct-26 | 19-oct-26)

Moneda	Iso	Δ
Dollar Taiwan	TWD	-1.9%
Peso Mexicano	MXN	-0.4%
Rupiah Indonesia	IDR	-0.2%
Peso Filipino	PHP	-0.2%
Ringgit Malasian	MYR	0.2%
Corona Checa	CZK	0.4%
Baht Thai	THB	0.5%
Sol Peruano	PEN	0.7%
Peso Chileno	CLP	0.7%
Lira Turca	TRY	0.8%
Peso Argentino	ARS	1.2%
Forint Hungaro	HUF	1.8%
Rupia India	INR	1.9%
Rand Sur Africano	ZAR	1.9%
Rublo Ruso	RUB	1.9%
Won Coreano	KRW	2.2%
Real Brazileno	BRL	4.2%
Peso Colombiano	COP	5.5%

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 10: Tipos de Cambio Emergentes (Periodo 1-oct-26 | 19-oct-26)



Fuente: Banorte con datos de PIP

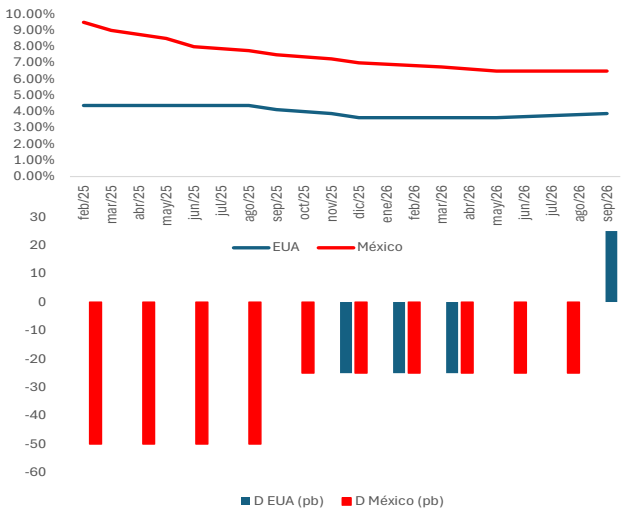
Un motor principal es la compresión del *carry*. Con Banxico en **6.50%** y la Fed en **3.75%–4.00%**, el diferencial de tasas de política es de alrededor de **250 pb**. **La tabla muestra un ajuste acumulado de -350 pb en México frente a -75 pb en EE. UU., incluyendo un alza de 25 pb de la Fed en septiembre de 2026.** El mercado ya lo está anticipando: las posiciones netas largas en pesos en el mercado de futuros de Chicago cayeron cerca de 80% en una sola semana a principios de octubre. Banxico mantiene que su política no tiene que responder de manera mecánica a la Fed, pero esa desvinculación tiene un costo cambiario, y el traspaso del ajuste del tipo de cambio podría sumar alrededor de 0.5 pp a la inflación en los próximos doce meses. (Ver tabla 5 gráfica 11-13)

Tabla 5: Cambios Política monetaria US VS MEX

Fecha	EUA	México	Δ EUA (pb)	Δ México (pb)
feb/25	4.38%	9.50%	0	-50
mar/25	4.38%	9.00%	0	-50
may/25	4.38%	8.50%	0	-50
jun/25	4.38%	8.00%	0	-50
ago/25	4.38%	7.75%	0	-25
sep/25	4.13%	7.50%	-25	-25
nov/25	3.88%	7.25%	-25	-25
dic/25	3.63%	7.00%	-25	-25
mar/26	3.63%	6.75%	0	-25
may/26	3.63%	6.50%	0	-25
sep/26	3.88%	6.50%	25	0

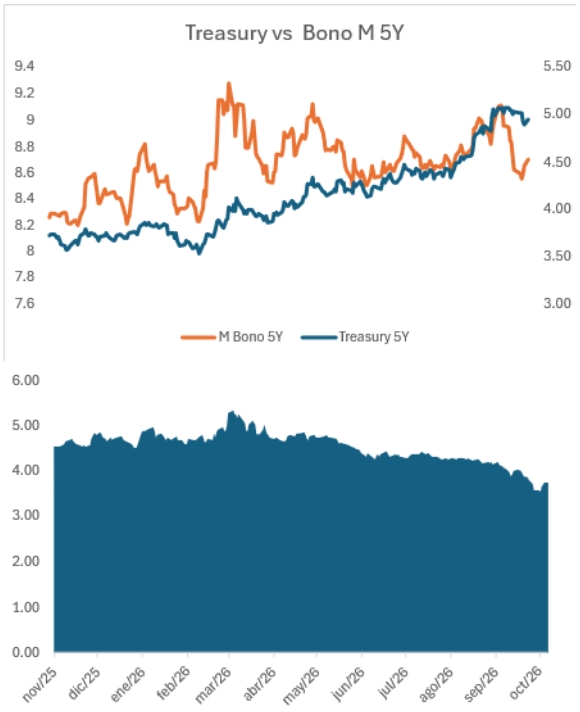
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 11: Cambios Política monetaria US VS MEX



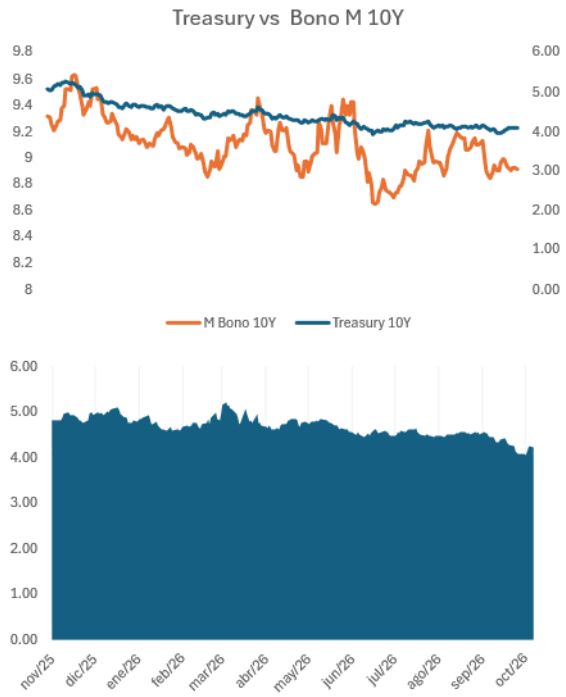
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 12: Treasury vs MBonos 5Y



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 13: Treasury 10Y vs MBonos 10Y



Fuente: Banorte con datos de PIP

Más aún, es de relevancia notar que hay un deterioro relevante en el carry ajustado por volatilidad. El repunte reciente de la volatilidad del peso ha reducido la compensación efectiva por mantener posiciones largas en MXN frente a otras monedas emergentes. Si Banxico retomara los recortes mientras se materializa la trayectoria actualmente descontada para la Fed, esta métrica podría deteriorarse adicionalmente, reduciendo uno de los principales amortiguadores que sostuvo al peso en episodios anteriores de aversión al riesgo.

Gráfica 14: Volatilidad Implícita ATM FWD USDMXN-3M



Fuente: Banorte con datos de PIP

También parece estar cambiando la naturaleza de los determinantes del peso. Durante buena parte del año, el MXN mantuvo una elevada sensibilidad a la renta variable estadounidense; desde septiembre esa relación se ha debilitado. De persistir la divergencia entre Banxico y la Fed, el diferencial de tasas y la volatilidad podrían ganar peso frente al desempeño de las acciones estadounidenses como principales catalizadores del tipo de cambio.

Al mismo tiempo, la percepción del mercado sobre la función de reacción de Banxico parece haberse modificado. La experiencia reciente sugiere una mayor disposición a permitir que el tipo de cambio absorba parte del ajuste mientras no se observe un deterioro relevante del traspaso a inflación, las expectativas o el funcionamiento ordenado del mercado. Esto aumenta la asimetría del riesgo cambiario: una depreciación gradual no necesariamente induciría una respuesta monetaria inmediata.

Esta mayor tolerancia también es consistente con un perfil externo menos vulnerable que en episodios históricos de endurecimiento preventivo, reduciendo el riesgo de que una depreciación ordenada se transforme inmediatamente en un problema de estabilidad financiera.

Descomposición del CDS: factor global contra factor local

El CDS soberano de México a 5 años pasó de 79 pb el 18 de septiembre a casi 100 pb el 5 de octubre, y regresó a alrededor de 92 pb hacia el 9 de octubre. La trayectoria sigue de cerca al ciclo global: el alza coincide con la fase más intensa de la venta de bonos, el contagio soberano en Europa y el máximo del Tesoro, y el retroceso con la relajación de las tasas globales. Nuestra lectura es que la mayor parte del movimiento reciente es beta global, no un reprecio del crédito mexicano.

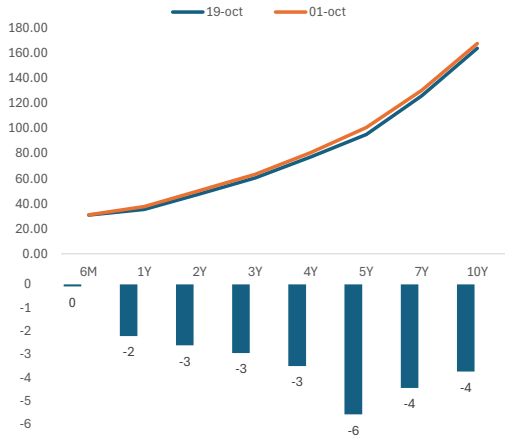
El componente idiosincrático existe, pero ha actuado como un piso más que como un detonador: la rebaja de HR Ratings de BBB+ a BBB el 15 de octubre, una calificación de Moody's en el último escalón de grado de inversión y la perspectiva negativa de S&P mantienen al CDS por encima de los niveles de mediados de septiembre. Para la gestión de riesgos, la distinción importa: si el factor global domina, el CDS mexicano responderá a la volatilidad del Tesoro y del petróleo; si el factor local toma el control, por ejemplo, con una acción de calificación de Moody's o S&P, el ajuste sería persistente y concentrado en la curva local. (Ver tabla 6, gráfica 15)

Tabla 6: CDS México

Plazo	19-oct	01-oct	Δ PB
6M	31.01	31.10	0
1Y	35.49	37.71	-2
2Y	47.88	50.50	-3
3Y	60.62	63.57	-3
4Y	77.40	80.90	-3
5Y	95.25	100.82	-6
7Y	126.17	130.61	-4
10Y	164.22	167.95	-4

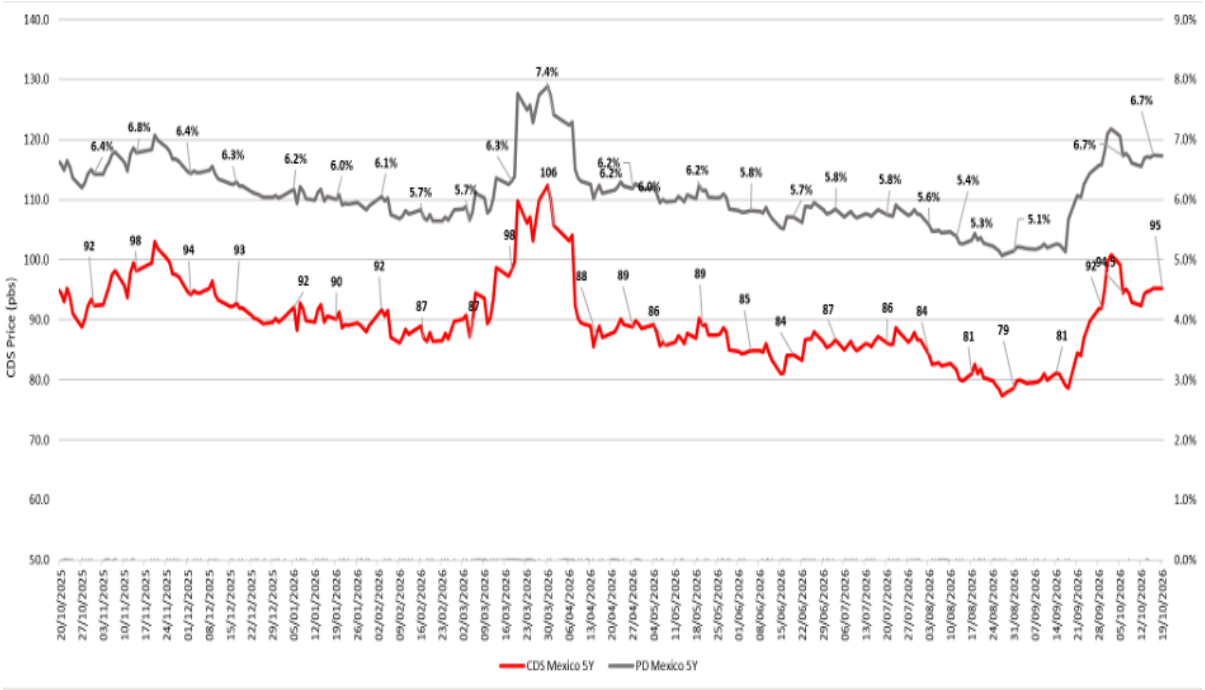
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 15: CDS México



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 16: Curva de PI acumulada tenor 5y (%) vs CDS México 5Y (bps)

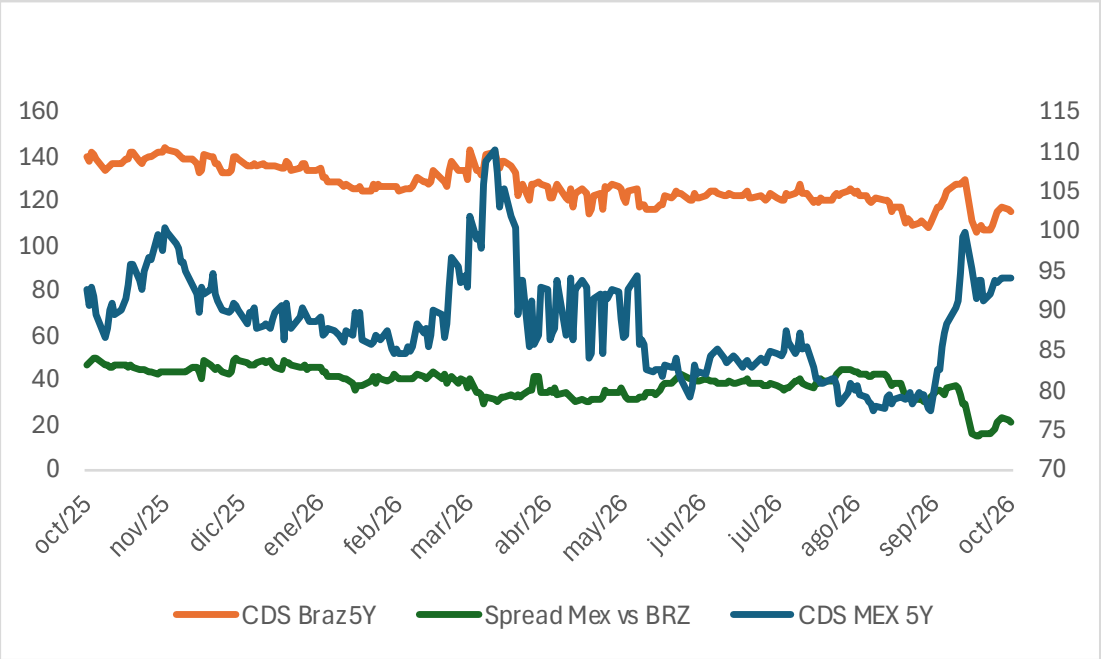


Fuente: Banorte con datos de PIP

México frente a Brasil: el diferencial en mínimos

La primera vuelta de la elección presidencial en Brasil, el 4 de octubre, cambió el precio relativo del riesgo en la región. El resultado, que eleva la probabilidad de un cambio de gobierno en enero de 2027, detonó una apreciación cercana a 5% del real en una sola sesión y una compresión del CDS de Brasil. Con el CDS mexicano relativamente estable, el diferencial entre ambos países se comprimió de 34 pb a niveles de 14–18 pb, en mínimos. (Ver gráfica 17)

Gráfica 17: CDS a 5 años de Brasil y México



Fuente: Banorte con datos de PIP

La lectura es incómoda para México: el mercado ya no asigna una prima clara al perfil mexicano frente a un país con calificación por debajo del grado de inversión y una tasa Selic de 14%. Brasil se valúa con un catalizador positivo, una posible ancla fiscal tras la segunda vuelta del 25 de octubre, mientras México se valúa con fatiga fiscal, menor *carry* y la incertidumbre del T-MEC. Este diferencial es frágil en ambas direcciones: un resultado distinto al esperado en Brasil lo ampliaría rápidamente, pero un deterioro adicional en la calificación mexicana podría llevarlo a territorio negativo.

Curva de Bonos M

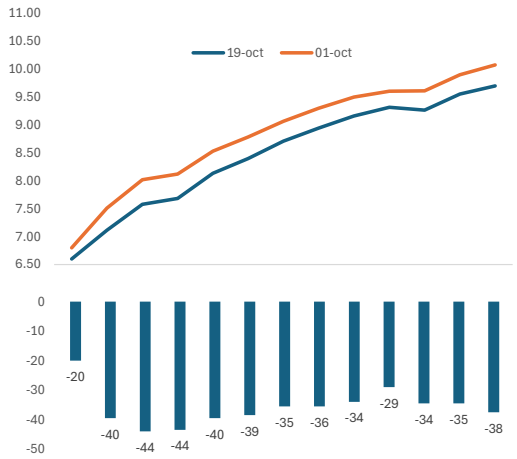
El principal canal de riesgo para la curva local sigue siendo el contagio desde el Tesoro: con el rendimiento a 10 años de EE.UU. por encima de 5%, la parte larga de la curva mexicana es vulnerable a un nuevo episodio de reprecio global, independientemente de la postura de Banxico. El respiro de octubre en las tasas estadounidenses ofrece alivio, pero la combinación de menor carry, presión cambiaria y riesgo de calificación sugiere cautela en la parte larga de la curva. (Ver tabla 7 gráfica 18)

Tabla 7: Curva MBonos

BONO	19-oct	01-oct	Δ PB
M_BONOS_270304	6.60	6.80	-20
M_BONOS_280302	7.12	7.51	-40
M_BONOS_290301	7.58	8.02	-44
M_BONOS_290531	7.69	8.12	-44
M_BONOS_300228	8.14	8.53	-40
M_BONOS_310529	8.40	8.79	-39
M_BONOS_320415	8.71	9.07	-35
M_BONOS_330526	8.95	9.30	-36
M_BONOS_341123	9.16	9.50	-34
M_BONOS_360221	9.32	9.61	-29
M_BONOS_361120	9.27	9.61	-34
M_BONOS_381118	9.56	9.90	-35
M_BONOS_421113	9.70	10.08	-38
M_BONOS_471107	9.79	10.17	-38
M_BONOS_530731	9.81	10.19	-39
M_BONOS_550429	9.81	10.20	-39

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 18: Curva MBonos



Fuente: Banorte con datos de PIP

T-MEC: incertidumbre en revisión anual

Tras la negativa de Estados Unidos a extender el T-MEC por 16 años en la revisión conjunta de julio, el tratado sigue vigente, pero entró en un esquema de revisiones anuales. El 2 de octubre, la oficina comercial estadounidense abrió una consulta pública para la revisión de 2027, con comentarios hasta el 12 de enero. El efecto más claro es la incertidumbre: posponer decisiones de inversión y contratación vinculadas al *nearshoring*, en un momento en que el crecimiento esperado para 2027 se ubica entre 1.5% y 2.5%.

Implicaciones para la gestión del riesgo financiero en el balance bancario

- Riesgo de tasa en la parte larga: mantener una duración prudente y favorecer coberturas frente a nuevos episodios de *steepening*. Aunque la reciente corrección de las tasas largas ofrece cierto alivio, los factores estructurales que han elevado la prima por plazo siguen presentes, por lo que el movimiento no debe interpretarse necesariamente como un cambio de régimen.
- Margen financiero: la divergencia entre los ciclos monetarios de México y EE. UU. puede seguir modificando la estructura relativa de costo de fondeo y rendimientos de activos. La gestión de balance debe considerar no sólo el nivel esperado de las tasas, sino también el riesgo de trayectorias monetarias más divergentes entre ambas economías.
- Riesgo cambiario: la reducción del *carry* ajustado por volatilidad y una mayor divergencia de política monetaria entre México y EE. UU. aumentan la sensibilidad del peso a cambios en las expectativas de tasas. Una depreciación ordenada podría no provocar una respuesta inmediata de Banxico, por lo que conviene incorporar escenarios de mayor persistencia del choque cambiario y de su eventual traspaso a inflación.
- Crédito: mantener cautela ante la posibilidad de que tasas largas persistentemente elevadas y una mayor volatilidad terminen trasladándose a costes de refinanciación y calidad crediticia, particularmente en emisores más sensibles al coste de financiación.
- Soberano: preservar una vigilancia estrecha sobre la interacción entre tasas, percepción fiscal y prima de riesgo. En México, un deterioro simultáneo del entorno fiscal y de la percepción de riesgo soberano podría amplificar los movimientos del peso y de la curva local, reforzando la conveniencia de analizar estos factores de forma conjunta y no como riesgos independientes.

Conclusión: el descenso reciente de la volatilidad y de algunas tasas largas supone un respiro, pero todavía no una normalización estructural. La combinación de primas por plazo elevadas, divergencia monetaria, menor atractivo relativo del *carry* y focos de riesgo fiscal mantiene abierto el potencial de nuevos episodios de volatilidad. Para la gestión de balance, el mensaje sigue siendo de prudencia: evitar interpretar la reciente estabilización como señal suficiente para relajar coberturas o asumir mayor duración y mantener escenarios que contemplen choques conjuntos de tasas, tipo de cambio, crédito y riesgo soberano.

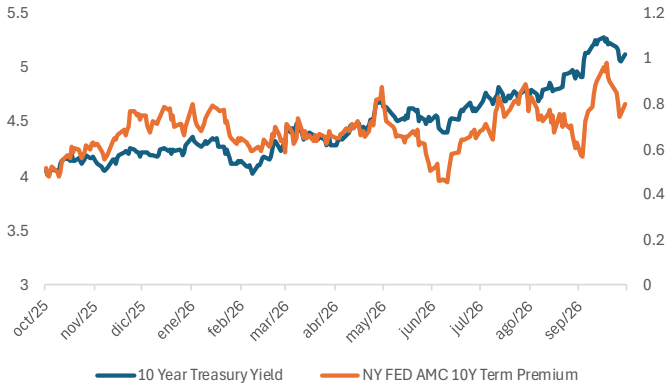
DISCLAIMER

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.

Este material no podrá ser citado, reproducido, distribuido, divulgado ni utilizado, total o parcialmente, sin la autorización previa y por escrito de Banorte.

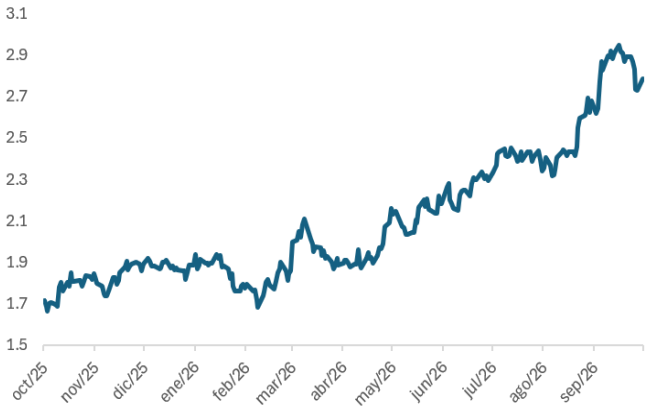
APÉNDICE: MÉTRICAS TERMÓMETRO DEL MERCADO

Gráfica 19: Term Premium US



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 20: Tasa Real US



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 21: Bloomberg USD Spot Index



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Gráfica 22: CDX High Yield Spread



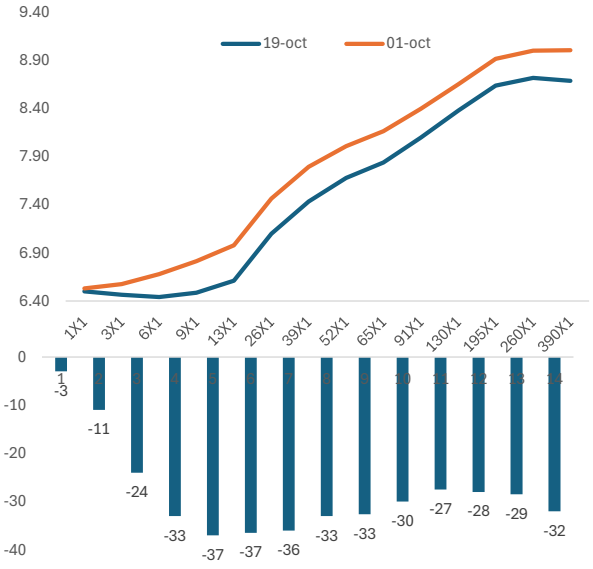
Fuente: Banorte con datos de PIP

Tabla 8: Curva TIIEF 28

Nodo	19-oct	01-oct	Δ PB
1X1	6.50	6.53	-3
3X1	6.47	6.58	-11
6X1	6.44	6.68	-24
9X1	6.49	6.82	-33
13X1	6.61	6.98	-37
26X1	7.10	7.47	-37
39X1	7.44	7.80	-36
52X1	7.68	8.01	-33
65X1	7.84	8.17	-33
91X1	8.10	8.40	-30
130X1	8.38	8.66	-27
195X1	8.64	8.92	-28
260X1	8.72	9.01	-29
390X1	8.69	9.01	-32

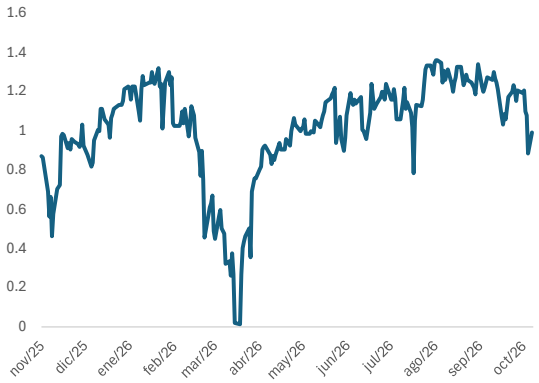
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 23: Curva TIIEF 28



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 24: Bloomberg US Financial Condition Index



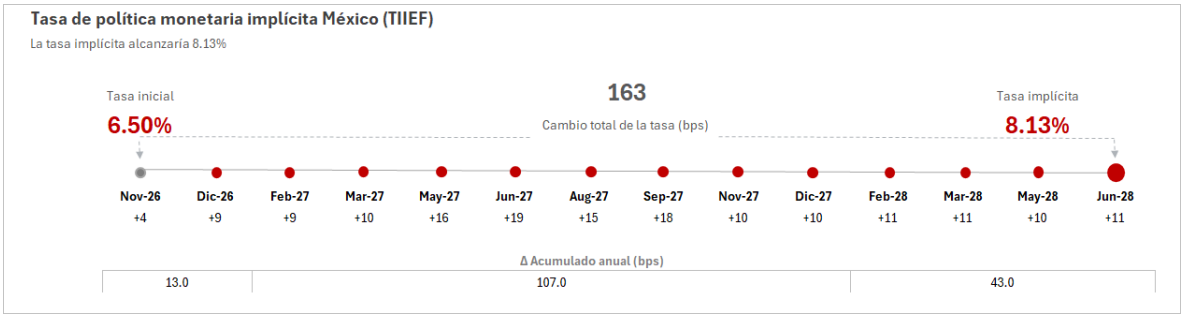
Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Gráfica 25: JP Morgan FX Volatility Index



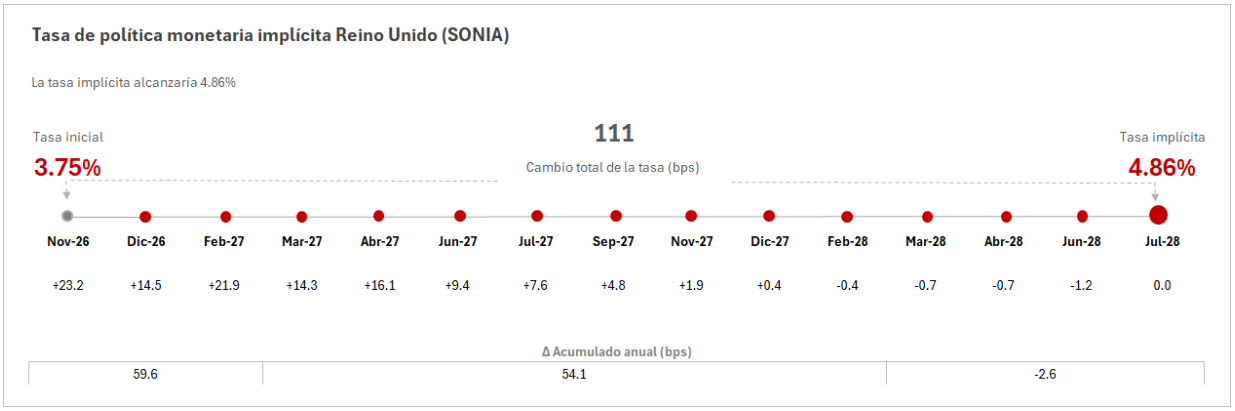
Fuente: Banorte con datos de PIP

Cuadro 3: Acciones de política monetaria implícitas México



Fuente: Banorte con datos de PIP

Cuadro 4: Acciones de política monetaria implícitas (Reino Unido)



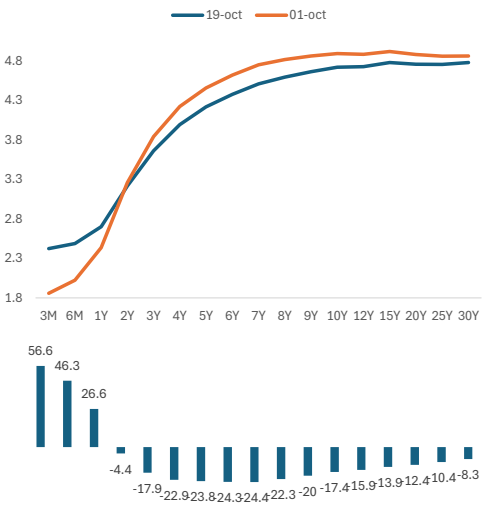
Fuente: Banorte con datos de PIP

Tabla 9: Curva Udibonos

Plazo	19-oct	01-oct	Δ Pb
3M	2.423	1.857	56.6
6M	2.487	2.023	46.3
1Y	2.702	2.436	26.6
2Y	3.218	3.262	-4.4
3Y	3.665	3.844	-17.9
4Y	3.997	4.226	-22.9
5Y	4.223	4.461	-23.8
6Y	4.381	4.624	-24.3
7Y	4.513	4.756	-24.4
8Y	4.6	4.823	-22.3
9Y	4.668	4.868	-20
10Y	4.724	4.898	-17.4
12Y	4.731	4.889	-15.9
15Y	4.785	4.924	-13.9
20Y	4.763	4.887	-12.4
25Y	4.761	4.865	-10.4
30Y	4.784	4.867	-8.3

Fuente: Banorte con datos de PiP

Gráfica 26: Curva Udibonos



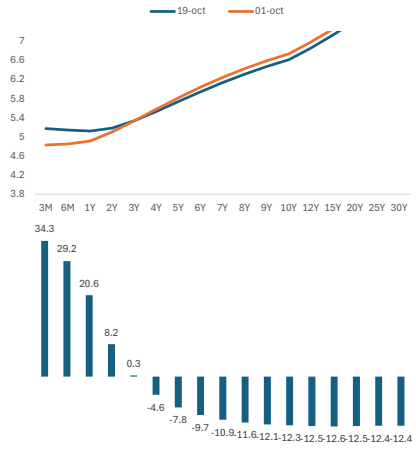
Fuente: Banorte con datos de PiP

Tabla 10: Curva UMS

Plazo	19-oct	01-oct	Δ PB
3M	5.174	4.831	34.3
6M	5.143	4.851	29.2
1Y	5.12	4.914	20.6
2Y	5.184	5.103	8.2
3Y	5.337	5.334	0.3
4Y	5.53	5.577	-4.6
5Y	5.737	5.814	-7.8
6Y	5.94	6.037	-9.7
7Y	6.133	6.242	-10.9
8Y	6.309	6.426	-11.6
9Y	6.47	6.59	-12.1
10Y	6.613	6.736	-12.3
12Y	6.855	6.98	-12.5
15Y	7.127	7.253	-12.6
20Y	7.421	7.546	-12.5
25Y	7.603	7.728	-12.4
30Y	7.726	7.849	-12.4

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 27: Curva UMS



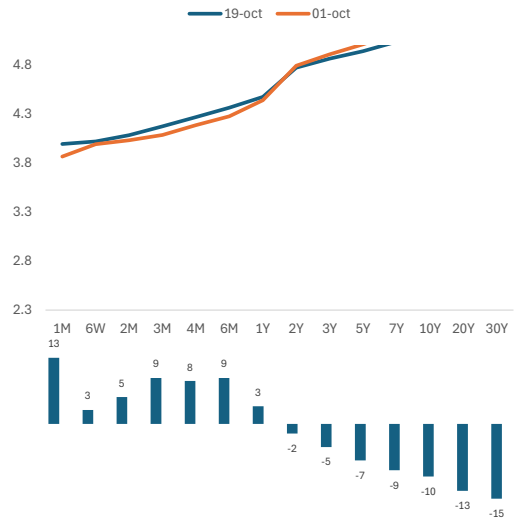
Fuente: Banorte con datos de PIP

Tabla 11: Curva SOFR

Plazo	19-oct	01-oct	Δ Pb
1M	3.994	3.866	12.8
6W	4.02	3.993	2.7
2M	4.084	4.033	5.2
3M	4.175	4.087	8.9
4M	4.269	4.186	8.3
6M	4.365	4.276	8.9
1Y	4.476	4.442	3.4
2Y	4.774	4.793	-1.9
3Y	4.865	4.91	-4.5
5Y	4.941	5.012	-7.1
7Y	5.038	5.128	-9
10Y	5.141	5.243	-10.2
20Y	5.521	5.651	-13
30Y	5.469	5.614	-14.5

Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 28: Curva SOFR



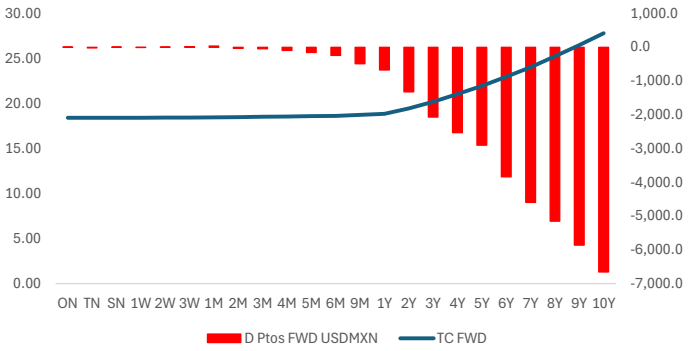
Fuente: Banorte con datos de PIP

Tabla 12: Forward de Tipos de Cambio USDMXN

Plazo	19-oct	01-oct	Δ Ptos FWD US	TC FWD
ON	14	9	4.9	18.41
TN	14	34	-19.5	18.41
SN	14	13	1.2	18.41
1W	99	106	-7.0	18.42
2W	194	188	6.1	18.43
3W	305	286	19.1	18.44
1M	457	423	34.5	18.46
2M	831	863	-31.5	18.49
3M	1,195	1,238	-43.2	18.53
4M	1,570	1,665	-94.9	18.57
5M	1,895	2,051	-155.7	18.60
6M	2,242	2,480	-238.4	18.63
9M	3,290	3,779	-489.0	18.74
1Y	4,438	5,114	-675.5	18.85
2Y	10,531	11,851	-1,320.5	19.46
3Y	17,900	19,965	-2,065.0	20.20
4Y	26,400	28,930	-2,530.0	21.05
5Y	35,512	38,411	-2,898.5	21.96
6Y	45,578	49,416	-3,838.2	22.97
7Y	56,177	60,774	-4,597.2	24.03
8Y	68,392	73,545	-5,152.7	25.25
9Y	80,914	86,773	-5,858.5	26.50
10Y	93,890	100,549	-6,659.0	27.80

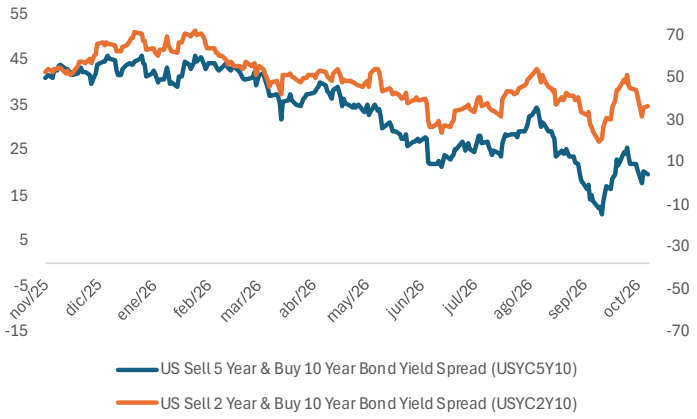
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 29: Forward de Tipo de Cambio USDMXN



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 30: Spread Bonos US 2Y vs 10Y y 5Y vs 10Y



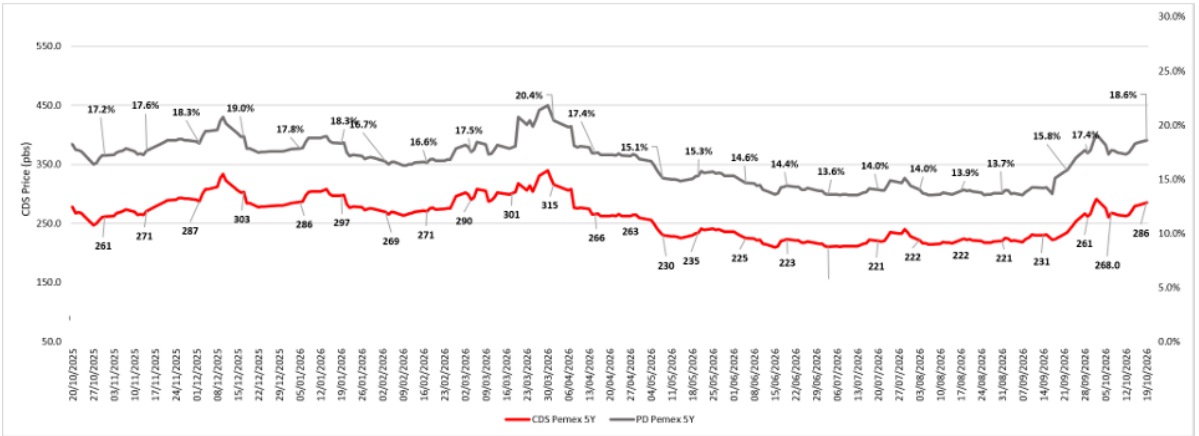
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 31: KRX Regional Bank Index



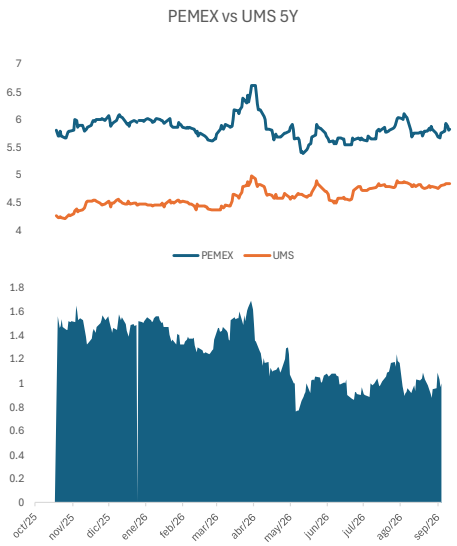
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 32: Curva de PI acumulada tenor 5y (%) vs CDS Pemex 5Y (bps)



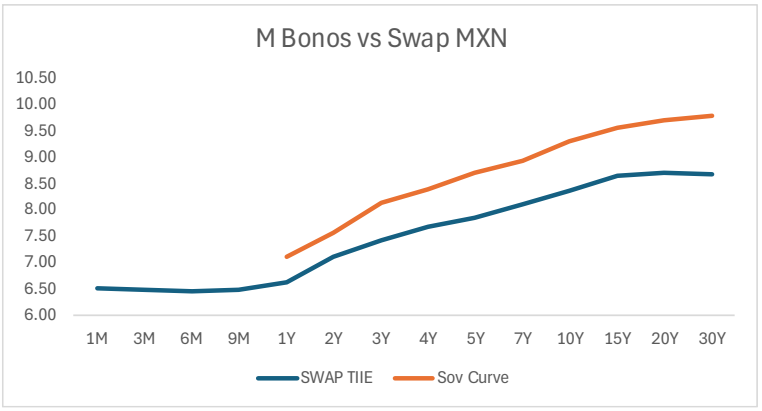
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 33: Pemex vs UMS 5Y



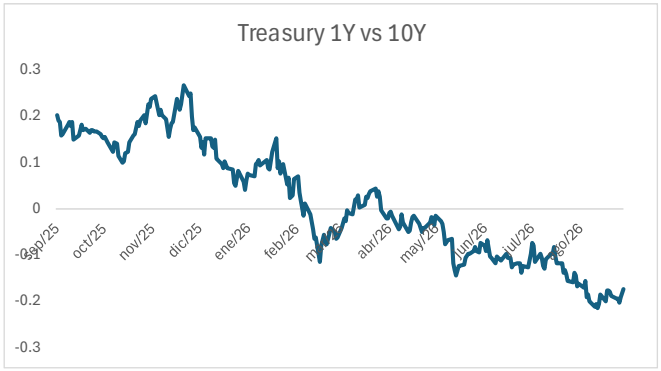
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 34: MBonos vs Swap MXN



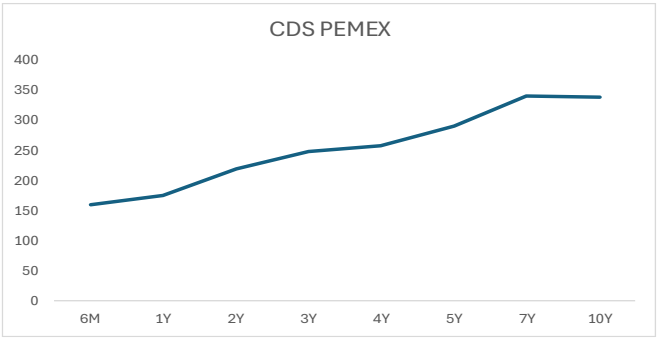
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 35: Treasury 1Y vs 10Y



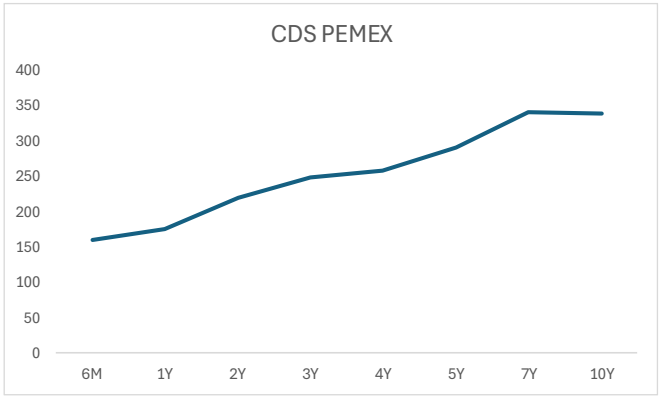
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 36: CDS Pemex



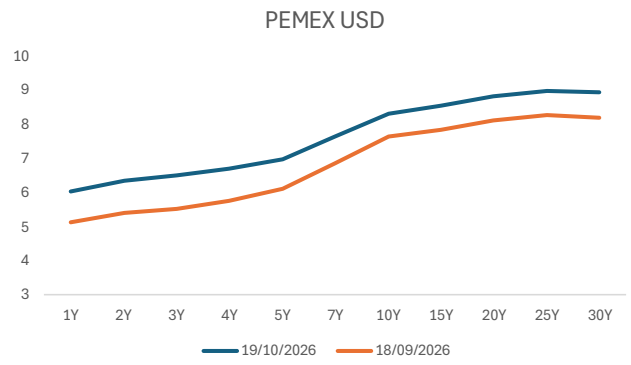
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 37: CDS PEMEX



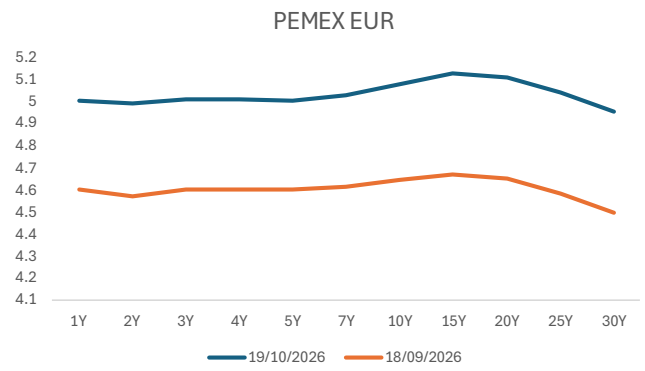
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 38: Pemex USD



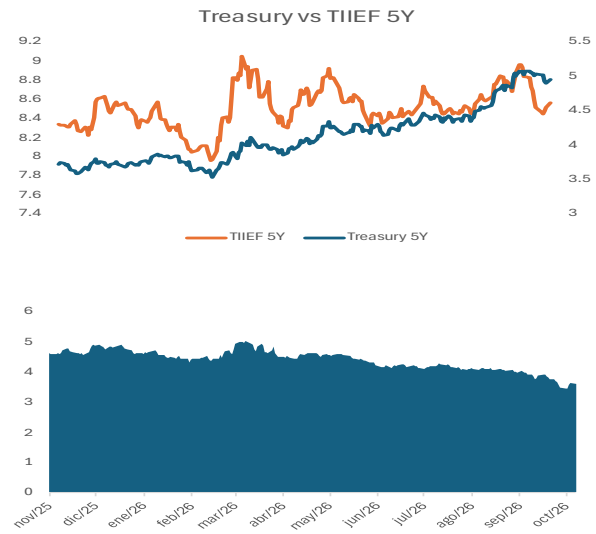
Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 39: Pemex EUR



Fuente: Banorte con datos de PIP

Gráfica 40: Treasury vs TIIEF 5Y



Fuente: Banorte con datos de PIP

GLOSARIO DE INDICADORES

Indicador	Descripción
Tasa hipotecaria US	Tasa promedio de los créditos hipotecarios en Estados Unidos. Refleja el costo de financiamiento para la adquisición de vivienda y su sensibilidad a las tasas de interés de largo plazo.
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.
Acciones de Política Monetaria Implícitas US	Trayectoria esperada de la tasa de política monetaria de Estados Unidos obtenida a partir de derivados financieros. Permite inferir las expectativas del mercado sobre la política monetaria de la Reserva Federal.
Tipo de Cambio Desarrollados	Evolución de monedas de economías desarrolladas frente al dólar estadounidense durante el periodo de referencia, utilizada para comparar su desempeño relativo.
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.
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.
Acciones de Política Monetaria Implícitas (Eurozona)	Expectativas implícitas sobre los movimientos futuros de tasas del Banco Central Europeo obtenidas a partir de instrumentos derivados. Reflejan la trayectoria monetaria descontada por el mercado.
Índice MOVE	Indicador de volatilidad implícita esperada en el mercado de bonos del Tesoro estadounidense. Es considerado el equivalente del VIX para renta fija.
CDX High Yield Spread	Índice que refleja la percepción de riesgo crediticio de emisores corporativos de alto rendimiento en Estados Unidos.
Alto rendimiento en dólares	Indicador de los diferenciales de crédito de emisores de alto rendimiento denominados en dólares. Permite evaluar cambios en la prima exigida por riesgo crediticio.
Hyperscalers + NVIDIA, SpaceX	Comparación de indicadores de riesgo de crédito de emisores tecnológicos y empresas vinculadas al desarrollo e infraestructura de inteligencia artificial. Permite observar diferencias relativas en la percepción de riesgo.
Rendimiento del Tesoro a 10 años que detonaría una rotación de acciones a bonos	Distribución de los niveles de rendimiento del Treasury a 10 años que, de acuerdo con la encuesta presentada, podrían inducir una rotación de asignación desde acciones hacia bonos.
Tipo de Cambio Emergentes	Evolución de monedas de economías emergentes frente al dólar estadounidense durante el periodo de referencia, utilizada para 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 entre ambos países y sus implicaciones para el *carry*.
Treasury vs MBonos 5Y	Comparación entre los rendimientos de Treasury y MBonos a cinco años. Refleja la prima exigida para invertir en deuda mexicana respecto a la estadounidense.
Treasury vs MBonos 10Y	Comparación entre los rendimientos soberanos de México y Estados Unidos a diez años. Permite evaluar diferenciales de tasas de largo plazo.

Indicador	Descripción
CDS México	Indicador de riesgo crediticio soberano implícito para México derivado del mercado de Credit Default Swaps. Mide el costo de asegurar deuda gubernamental contra incumplimiento.
Curva de PI acumulada tenor 5Y (%) vs CDS México 5Y (bps)	Compara la probabilidad de incumplimiento implícita del soberano mexicano con el costo observado de su CDS a cinco años.
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.
Curva MBonos	Curva de rendimientos nominales de los bonos emitidos por el Gobierno Federal mexicano. Refleja las condiciones de financiamiento soberano en moneda local.
Term Premium US	Prima adicional exigida por los inversionistas para mantener bonos del Tesoro estadounidense de largo plazo en lugar de reinvertir en instrumentos de corto plazo. Refleja incertidumbre sobre inflación, política monetaria y financiamiento soberano.
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 para evaluar la fortaleza relativa del dólar.
US High Yield Corporate Bond Option Adjusted Spread	Diferencial ajustado por opciones entre bonos corporativos de alto rendimiento y bonos gubernamentales estadounidenses. Mide la compensación exigida por riesgo crediticio.
Curva TIIEF 28	Curva de tasas implícitas derivadas de instrumentos ligados a la TIIEF 28. Permite estimar expectativas de tasas en México.
Bloomberg US Financial Condition Index	Índice que mide el grado de relajación o restricción de las condiciones financieras en Estados Unidos mediante variables de crédito, renta variable, liquidez y tasas de interés.
JP Morgan FX Volatility Index	Índice que mide la volatilidad implícita esperada en los principales mercados cambiarios globales. Es una referencia de percepción de riesgo en divisas.
Acciones de Política Monetaria Implícitas México	Trayectoria esperada de la tasa objetivo de Banco de México derivada de instrumentos financieros. Refleja las expectativas del mercado sobre futuros movimientos de política monetaria.
Acciones de Política Monetaria Implícitas (Reino Unido)	Expectativas implícitas sobre movimientos futuros de tasas del Banco de Inglaterra obtenidas a partir de instrumentos financieros.
Curva Udibonos	Curva de rendimientos reales de los bonos gubernamentales mexicanos indexados a inflación. Permite evaluar tasas reales y expectativas inflacionarias implícitas.
Curva UMS	Curva de rendimientos de los bonos soberanos mexicanos emitidos en mercados internacionales (United Mexican States). Refleja el costo de financiamiento externo del país.
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, cuando corresponde, factores de *basis* y liquidez; no constituye por sí misma una expectativa del tipo de cambio spot futuro.
Curva SOFR	Curva de tasas asociada a la Secured Overnight Financing Rate, principal referencia de fondeo en dólares estadounidenses.

Indicador	Descripción
Spread Bonos US 2Y vs 10Y y 5Y vs 10Y	Diferenciales entre distintos vencimientos de Treasuries utilizados para monitorear cambios en la pendiente de la curva estadounidense.
KRX Regional Bank Index	Índice que mide el desempeño relativo de bancos regionales y funciona como indicador de fortaleza o estrés del sistema bancario regional en Estados Unidos.
Curva de PI acumulada tenor 5Y (%) vs CDS Pemex 5Y (bps)	Compara la probabilidad de incumplimiento implícita de Pemex con el costo de protección reflejado en su CDS a cinco años.
Pemex vs UMS 5Y	Comparación entre los rendimientos de Pemex y los bonos soberanos mexicanos a cinco años para medir el diferencial de riesgo corporativo.
MBonos vs Swap MXN	Relación entre los rendimientos de los MBonos y las tasas swap en pesos mexicanos. Permite evaluar valuaciones relativas dentro del mercado local.
Treasury 1Y vs 10Y	Comparación entre rendimientos de Treasuries de corto y largo plazo utilizada para monitorear la pendiente de la curva estadounidense.
CDS Pemex	Indicador de riesgo crediticio implícito de Petróleos Mexicanos obtenido a partir del mercado de Credit Default Swaps.
Pemex USD	Curva de rendimientos de bonos emitidos por Pemex denominados en dólares estadounidenses.
Pemex EUR	Curva de rendimientos de bonos emitidos por Pemex denominados en euros.
Treasury vs TIIEF 5Y	Comparación entre el rendimiento del Treasury estadounidense a cinco años y la tasa swap/TIIEF mexicana a cinco años. Permite monitorear diferenciales de tasas y atractivo relativo.