

RIESGOS FINANCIEROS

Comentario de Volatilidad

Julio, 01 2026

RIESGOS FINANCIEROS

Comentario de volatilidad



“The economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system.”

— Hyman P. Minsky,

Los mercados atraviesan una fase de aparente resiliencia, pero con una estructura de riesgo más frágil que la observada durante el tramo inicial del rally. La lectura superficial sugeriría que la caída reciente de los precios de la energía debería haber generado una relajación amplia de las condiciones financieras: menor presión inflacionaria, alivio para el ingreso real, reducción de riesgos de estanflación y mayor soporte para activos de riesgo. Sin embargo, la reacción de mercado ha sido mixta y más contenida. La razón principal es que el alivio energético ha coincidido con un giro más restrictivo en la percepción de política monetaria, un repunte de tasas reales, menor visibilidad sobre la trayectoria de los bancos centrales y valuaciones que ya incorporaban una parte relevante del optimismo previo.

Los inversionistas se muestran más constructivos sobre crecimiento y utilidades corporativas, pero simultáneamente más preocupados por inflación, tasas de interés y concentración del posicionamiento en inteligencia artificial. La inflación vuelve a ocupar el centro de atención. A la vez, la narrativa de inteligencia artificial continúa funcionando como principal soporte para las expectativas de ganancias, inversión de capital y liderazgo bursátil, especialmente en tecnología y semiconductores. El resultado no es un mercado bajista clásico, sino un régimen de equilibrio más estrecho: suficiente crecimiento para sostener utilidades, pero también suficiente inflación y firmeza laboral para limitar la flexibilidad monetaria.

PÁG. 2

WIRP US/ Euro /UK

PÁG. 3/4

Diferencial Política Monetaria MEX US / Spread Mbono–Treasury 5 y 10 años

PÁG.5/6

WIRP MEX/ TIEF 28/ M Bonos

PÁG. 7

Bonos vs Swap MXN

PÁG. 9

JP Morgan Volatility Index

PÁG.10/11 /21

VIX/ Índice MOVE / Conclusión

Referencias/ Apéndice métricas/ Glosario

Por otro lado, el entorno macro actual se caracteriza por una paradoja central: el crecimiento global mantiene suficiente tracción para sostener el apetito por riesgo, pero esa misma resiliencia limita el margen de maniobra de los bancos centrales. La inflación ha dejado de ser interpretada como un residuo transitorio del *shock* energético y vuelve a operar como restricción dominante para la política monetaria. La reducción reciente de precios de petróleo y gas ofrece un alivio importante sobre inflación general y expectativas de corto plazo, pero no elimina la preocupación por una inflación subyacente persistente ni por posibles efectos de segundo orden. En consecuencia, el mercado ha comenzado a descontar una trayectoria de tasas menos benigna, con mayor probabilidad de incrementos adicionales o, al menos, de una permanencia prolongada en niveles restrictivos.

La FED ha enviado señales de menor tolerancia frente a desviaciones inflacionarias lo cual reduce la capacidad del mercado para anclar expectativas alrededor de una ruta clara de política monetaria, lo cual deja un sentimiento de alerta a la posibilidad de que los bancos centrales mantengan una postura restrictiva durante más tiempo, o incluso deban reabrir el ciclo de alzas si la inflación se muestra más persistente. Eso implica que ahora el mercado depende mucho más de cada dato económico nuevo para ajustar sus expectativas. En este contexto, las tasas reales dejan de ser una variable secundaria y se convierten en una restricción transversal para valuaciones y apetito por riesgo medido como probabilidades implícitas de cambios en tasas, en tal sentido, el mercado implica un incremento acumulado de aproximadamente 40 bips en las tasas de Estados Unidos para el cierre de 2026, es decir, prácticamente dos alzas de 25 bips, por lo que la postura monetaria se implica restrictiva por parte de la Reserva Federal, con una tasa implícita cercana a 4.05% hacia finales de 2026. Esta expectativa refleja que, a pesar de la moderación en los precios de la energía, se sigue asignando un mayor peso a los riesgos inflacionarios y a la permanencia de tasas elevadas por más tiempo. (Ver cuadro 1).

Cuadro 1: Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (FED)

Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (FED)				
	# Alzas	%Alza/Recorte	Imp. Tasa Δ	Tasa Implícita
07/29/2026	0.385	38.5	0.096	3.727
09/16/2026	0.97	58.5	0.242	3.874
10/28/2026	1.265	29.5	0.316	3.948
12/09/2026	1.66	39.5	0.415	4.046
01/27/2027	1.845	18.5	0.461	4.093
03/17/2027	2.033	18.8	0.508	4.14
04/28/2027	2.065	3.2	0.516	4.148
06/09/2027	2.001	-6.4	0.5	4.132
07/28/2027	1.895	-10.6	0.474	4.105
09/15/2027	1.775	-12	0.444	4.075

Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Las tasas implícitas de la Eurozona muestran que el mercado continúa anticipando una política monetaria restrictiva, con tasas cercanas a 2.50% hacia finales de 2026 y acciones de política monetaria esperadas al cierre de año de +32 bips. Esto sugiere que, pese a la moderación reciente en los precios de la energía, se considera que el BCE mantendrá una postura *hawk* ante los riesgos de inflación subyacente (Ver cuadro 2).

Cuadro 2: Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (ECB)

Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (ECB)				
	# Alzas	%Alza/Recorte	Imp. Tasa Δ	Tasa Implícita
07/23/2026	0.101	10.1	0.025	2.21
09/10/2026	0.777	67.6	0.194	2.379
10/29/2026	0.951	17.3	0.238	2.422
12/17/2026	1.278	32.8	0.32	2.504
02/04/2027	1.363	8.4	0.341	2.525
03/18/2027	1.381	1.8	0.345	2.53
04/29/2027	1.501	12	0.375	2.56
06/10/2027	1.666	16.5	0.416	2.601

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

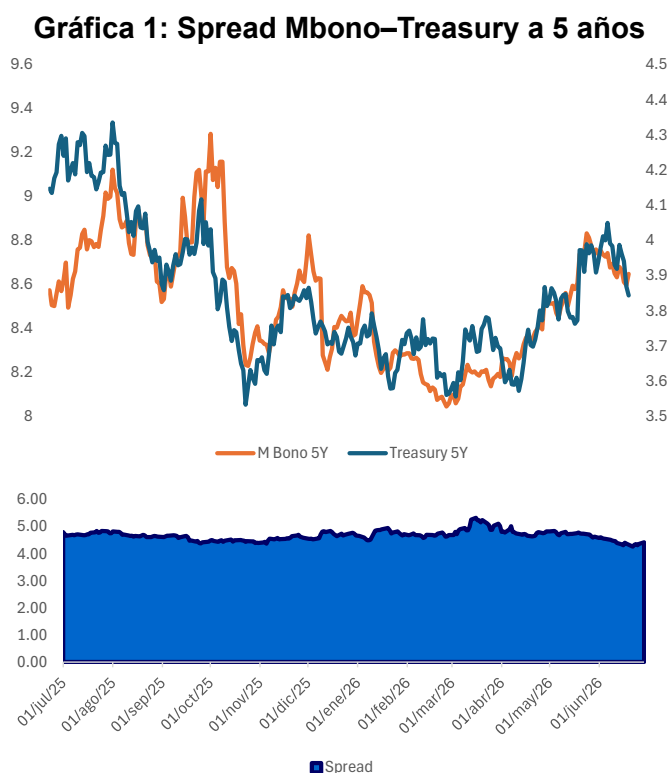
El WIRP del Reino Unido refleja que el mercado continúa descontando una política monetaria restrictiva, con una tasa implícita cercana a 4.03% hacia finales de 2026 e incrementos en la tasa de política monetaria de 33 bips acumulados al cierre de 2026. Esta trayectoria sugiere que el Banco de Inglaterra mantendrá una postura restrictiva ante la persistencia de presiones inflacionarias, limitando el margen para una relajación acelerada de las condiciones monetarias. (Ver cuadro 3).

Cuadro 3: Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (BoE)

Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (BoE)				
	# Alzas	%Alza/Recor	Imp. Tasa Δ	Tasa Implícita
07/30/2026	0.136	13.6	0.034	3.768
09/17/2026	0.466	33	0.116	3.85
11/05/2026	0.843	37.7	0.211	3.944
12/17/2026	1.172	33	0.293	4.027
02/04/2027	1.323	15.1	0.331	4.064
03/18/2027	1.527	20.4	0.382	4.115
04/29/2027	1.623	9.6	0.406	4.139

Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

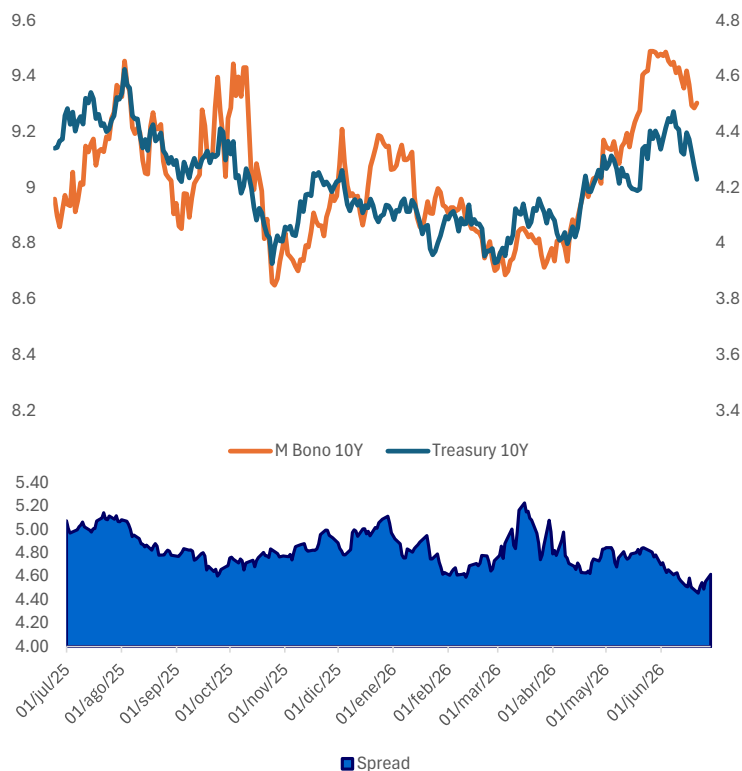
El principal cambio en el entorno reciente ha sido la adopción de una postura más restrictiva por parte de la Reserva Federal, lo que ha generado un ajuste al alza en las tasas reales de Estados Unidos. Este movimiento reduce el margen para que Banxico adopte una postura significativamente más flexible en el corto plazo, dado que la autoridad monetaria mexicana debe seguir considerando el diferencial de tasas frente a Estados Unidos y sus implicaciones para la estabilidad financiera y cambiaria, dicho diferencial se mantiene en mínimos tanto en las tasas de política monetaria como en las tasas de mediano largo/plazo. Esta restricción en el margen de actuación de Banxico resulta especialmente relevante considerando la significativa compresión que ha registrado el diferencial de política monetaria entre México y Estados Unidos en los últimos años. Actualmente, dicho diferencial se ubica alrededor de 288 bips, un nivel bajo en términos históricos y considerablemente inferior al promedio observado durante la última década equivalente a 523 bips. Asimismo, la compresión también se observa en los tramos medio y largo de las curvas de tasas, lo que sugiere que una parte importante de los recortes esperados ya ha sido incorporada en los precios de mercado. En consecuencia, las decisiones futuras de Banxico no sólo dependerán de la evolución de la inflación y la actividad económica local, sino también de la trayectoria de la política monetaria estadounidense y de la necesidad de preservar diferenciales consistentes con la estabilidad cambiaria y la continuidad de los flujos de inversión hacia México. El **spread Mbono–Treasury a 5 años** cerró alrededor de **426 bips**, lo que refleja una compresión importante del diferencial respecto a los máximos en un año cercanos a **505 bips** registrados previamente. Esta reducción ha sido impulsada principalmente por el incremento reciente en los rendimientos de los *Treasuries* estadounidenses y por una relativa estabilidad en las tasas locales, disminuyendo la prima exigida por los inversionistas para mantener deuda soberana mexicana frente a la estadounidense (Ver gráfica 1)



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

El spread Mbono–Treasury a 10 años se ubicó cerca de **459 bips** y permanece por debajo de los máximos alcanzados durante el año. El nivel actual continúa reflejando una prima de riesgo atractiva para la deuda mexicana frente a la estadounidense, en un contexto donde las expectativas de tasas de largo plazo siguen siendo un factor relevante para ambos mercados (Ver gráfica 2)

Gráfica 2: Spread Mbono vs Treasury 10Y



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

Durante gran parte de 2026, las oportunidades en el mercado de tasas local han estado sustentadas en dos factores principales: la expectativa de una tasa terminal más baja por parte de Banxico y el atractivo que ofrecen las estrategias de *carry* y *rolldown* en los vencimientos intermedios y largos de la curva. Sin embargo, una buena parte del ajuste asociado a un escenario monetario más benigno ya ha sido incorporada por el mercado. Además, el sesgo restrictivo de la Reserva Federal ha incrementado los riesgos de movimientos al alza en las tasas respecto a la posibilidad de reducciones adicionales. Como resultado, el valor relativo de los vencimientos más cortos luce más limitado en el contexto actual, particularmente considerando el estrechamiento observado en el diferencial entre las tasas de México y Estados Unidos.

Las expectativas implícitas de política monetaria en México muestran que el mercado continúa descontando una trayectoria de tasas relativamente restrictiva. Si bien para los próximos meses aún se anticipan ajustes moderados por parte de Banxico, la curva incorpora un total cercano a 24 bips de incremento acumulado hacia finales de 2026 y una tasa implícita de 7.58% para agosto de 2027. Esta dinámica sugiere que el mercado ha reducido las expectativas de una relajación monetaria en línea con un entorno global caracterizado por tasas reales elevadas y una Reserva Federal más restrictiva. En este contexto, el diferencial de tasas entre México y Estados Unidos continúa acotando el margen de maniobra para Banxico, mientras que el atractivo de la curva local descansa principalmente en estrategias de *carry* y selección táctica de duración, más que en una expectativa de compresión significativa de rendimientos. (Ver cuadro 4)

Cuadro 4: Acciones de política monetaria implícitas México

Fecha	Δ Tasa bips	Δ Acumulado
06-ago-26	3	3
24-sep-26	5	8
05-nov-26	8	16
17-dic-26	8	24
04-feb-27	8	32
18-mar-27	9	41
06-may-27	10	51
24-jun-27	12	63
05-ago-27	12	75

Fuente: Banorte con datos de JPMorgan

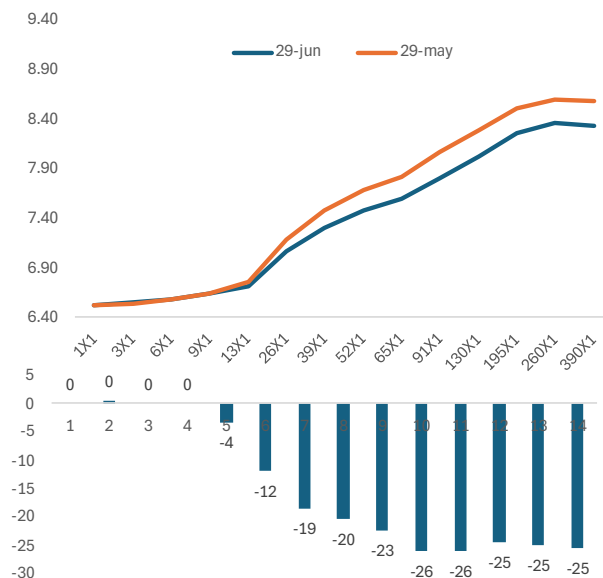
La curva TIEEF registró un desplazamiento descendente respecto al cierre de mayo, manteniéndose prácticamente sin cambios en los nodos de corto plazo y mostrando compresiones relevantes a partir del vencimiento de un año. En particular, los ajustes oscilaron entre 12 y 26 pb en los plazos medios y largos de la curva, reflejando una revisión a la baja en las expectativas de tasas hacia adelante. Este movimiento favorece las estrategias de *carry* y *rolldown*, especialmente en la parte intermedia de la curva. Asimismo, la magnitud de los ajustes en los nodos de mayor plazo sugiere que el mercado continúa incorporando un escenario de relajación monetaria gradual por parte de Banxico; sin embargo, la persistencia de tasas terminales relativamente elevadas indica que el mercado aún descuenta un proceso de normalización monetaria prudente y condicionado por la evolución de la inflación y del entorno externo (Ver Tabla 1 y gráfica 3).

Tabla 1: TIEEF 28

Nodo	29-jun	29-may	Δ PB
1X1	6.53	6.53	0
3X1	6.55	6.54	0
6X1	6.58	6.58	0
9X1	6.64	6.64	0
13X1	6.72	6.76	-4
26X1	7.07	7.19	-12
39X1	7.30	7.49	-19
52X1	7.48	7.69	-20
65X1	7.60	7.82	-23
91X1	7.81	8.07	-26
130X1	8.03	8.29	-26
195X1	8.27	8.52	-25
260X1	8.36	8.61	-25
390X1	8.34	8.59	-25

Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 3: TIEEF 28



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

La curva de MBonos registró una compresión generalizada durante junio, particularmente en los plazos medios y largos, donde las disminuciones oscilaron entre 14 y 27 bips, mientras que los vencimientos más cortos mostraron movimientos marginales. Este comportamiento refleja una mayor demanda por duración y una revisión a la baja de las expectativas de tasas de interés hacia adelante. La pendiente positiva de la curva sigue favoreciendo estrategias de *carry* y *rolldown*, especialmente en los segmentos intermedios, donde los inversionistas pueden beneficiarse tanto del nivel de rendimiento como del desplazamiento natural de los bonos hacia vencimientos más cortos. Adicionalmente, al compararse con la curva TIEEF, los MBonos continúan mostrando una valuación relativa atractiva, ya que los diferenciales frente a los swaps de TIEEF permanecen amplios. Lo anterior sugiere que aún existe margen para una convergencia adicional, particularmente si la inflación continúa moderándose y el

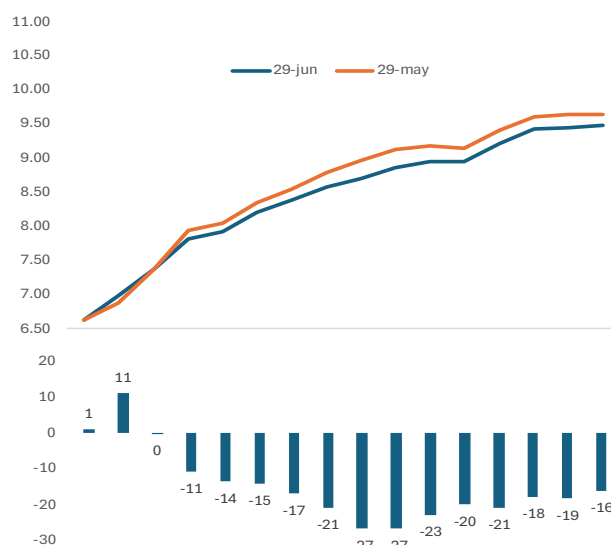
proceso de flexibilización monetaria se desarrolla de manera ordenada, escenario que seguiría favoreciendo el desempeño de la deuda gubernamental nominal de largo plazo. (Ver tabla 2, gráfica 4 y gráfica 5)

Tabla 2: M Bonos

BONO	29-jun	29-may	Δ PB
M_BONOS_260903	6.63	6.62	1
M_BONOS_270603	6.98	6.87	11
M_BONOS_280302	7.37	7.37	0
M_BONOS_290301	7.82	7.93	-11
M_BONOS_290531	7.92	8.05	-14
M_BONOS_300228	8.20	8.35	-15
M_BONOS_310529	8.38	8.55	-17
M_BONOS_320415	8.58	8.79	-21
M_BONOS_330526	8.69	8.96	-27
M_BONOS_341123	8.85	9.12	-27
M_BONOS_360221	8.95	9.18	-23
M_BONOS_361120	8.95	9.15	-20
M_BONOS_381118	9.21	9.42	-21
M_BONOS_421113	9.42	9.60	-18
M_BONOS_471107	9.45	9.64	-19
M_BONOS_530731	9.47	9.64	-16
M_BONOS_550429	9.49	9.64	-16

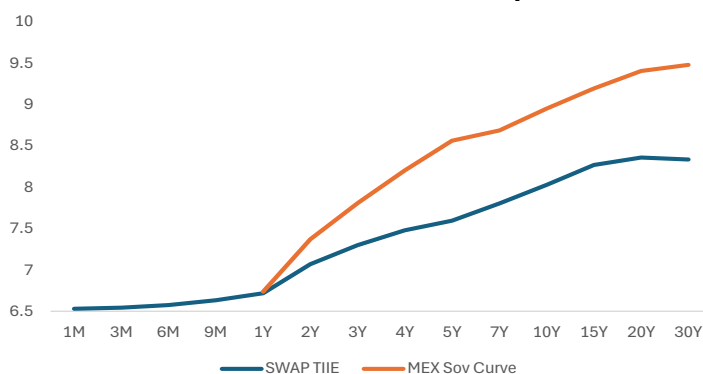
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 4: M Bonos



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 5: Curva M Bonos vs Swap TIEF MXN



Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

En tal contexto, el ajuste a nivel global más relevante es el ocurrido en las tasas reales. La combinación de expectativas inflacionarias más contenidas por el alivio energético y tasas nominales sostenidas por una postura monetaria más firme implica un endurecimiento efectivo de las condiciones financieras. Este tipo de *shock* es particularmente sensible para activos de larga duración, valuaciones elevadas y sectores cuya narrativa depende de flujos de utilidades futuras. A diferencia de un episodio dominado por inflación desanclada, el mercado enfrenta ahora un contexto en el que la credibilidad monetaria puede mantenerse, pero al costo de mayores tasas reales y menor soporte implícito para el precio de los activos.

La ausencia de una guía clara, el sesgo restrictivo y las tasas reales elevadas obligan a distinguir entre activos respaldados por crecimiento efectivo de utilidades y aquellos sostenidos principalmente por múltiplos expansivos. El resultado es un mercado menos direccional, más selectivo y expuesto a episodios de *repricing* abrupto cuando la narrativa de inflación o de bancos centrales se desplaza.

La caída reciente de los precios de la energía constituye el principal contrapeso des-inflacionario frente al endurecimiento monetario. El retroceso del Brent desde sus máximos recientes y la moderación del gas europeo reducen el riesgo inmediato de un *shock* de oferta capaz de contaminar expectativas, deteriorar ingreso real y reactivar temores de estanflación. Este ajuste mejora la distribución de riesgos: disminuye la probabilidad de destrucción de demanda por energía cara, alivia parcialmente los costos de producción y permite una lectura menos adversa para consumo, márgenes corporativos y crecimiento de corto plazo.

Por ello, el alivio energético ha sido suficiente para mantener abierta la ventana de apetito por riesgo, aun cuando no ha bastado para detonar una compresión más amplia de volatilidad.

La desescalada geopolítica reduce una parte importante de la prima de riesgo, pero no elimina la fragilidad. La reapertura o normalización del tránsito en puntos críticos no equivale a una restauración inmediata de confianza operativa. Persisten riesgos vinculados con seguros, infraestructura dañada, tiempos de reparación, garantías de seguridad, verificación de acuerdos y capacidad de las partes para sostener compromisos. Además, la región mantiene incentivos estratégicos para preservar influencia sobre rutas de transporte esenciales, lo que implica que la amenaza de interrupciones puede volverse intermitente más que desaparecer por completo.

El crecimiento de la demanda eléctrica, asociado a inteligencia artificial, digitalización y electrificación, refuerza la relevancia de redes, generación, combustibles de respaldo y materiales críticos. Por ello, la energía actúa simultáneamente como alivio cíclico y como cuello de botella secular: baja lo suficiente para moderar inflación, pero no lo suficiente para borrar la vulnerabilidad estratégica que sostiene la volatilidad subyacente.

El mercado accionario se encuentra sostenido por una base de utilidades más sólida de lo que cabría esperar en un entorno de tasas elevadas, pero ese soporte ya no opera con el mismo margen de seguridad. La narrativa dominante sigue siendo la inteligencia artificial, no solo como tema bursátil, sino como motor de inversión de capital, expectativas de productividad futura y expansión de ingresos en segmentos tecnológicos específicos. El liderazgo de semiconductores, centros de datos, infraestructura digital y compañías de calidad con capacidad de monetizar esta ola ha permitido que los índices accionarios mantengan resiliencia aun frente a un costo de capital más alto. En términos de mercado, las utilidades han funcionado como amortiguador frente a la presión de valuación.

No obstante, el equilibrio es delicado. Las tasas reales elevadas aumentan la tasa de descuento aplicada a flujos futuros, lo que afecta con particular intensidad a sectores de larga duración, donde una parte sustancial del valor depende de ganancias esperadas en horizontes extendidos. Esto no invalida la tesis de crecimiento asociada a inteligencia artificial, pero sí eleva el umbral de exigencia: las empresas no solo deben crecer, sino crecer lo suficiente para compensar una estructura de tasas menos favorable. Bajo este régimen, el mercado tolera múltiplos altos únicamente cuando existe evidencia creíble de expansión de ingresos, márgenes y generación de flujo. La promesa, por sí sola, empieza a tener menor valor financiero.

La concentración del posicionamiento agrega otra capa de vulnerabilidad. La preferencia de los inversionistas por tecnología y semiconductores ha alcanzado niveles muy elevados, lo que implica que buena parte del optimismo ya está incorporado en precios. Cuando un tema de inversión se vuelve excesivamente concurrido, el riesgo principal deja de ser únicamente fundamental y pasa a ser también técnico: cualquier decepción en resultados, guía corporativa, gasto de capital o lectura regulatoria puede detonar ajustes abruptos por reducción simultánea de exposición. En ese sentido, la inteligencia artificial sigue siendo soporte estructural, pero también fuente potencial de volatilidad endógena. El régimen de volatilidad parece estar migrando desde una fuente predominantemente macro, energía, inflación y geopolítica, hacia una volatilidad más micro, concentrada en resultados corporativos, valuaciones y sostenibilidad del ciclo de inversión asociado a inteligencia artificial.

En FX, la reducción de la incertidumbre petrolera y el menor riesgo de un escenario de inflación alta con bajo crecimiento han contenido las colas macro, pero la postura más *hawkish* de la Fed ha sustituido al petróleo caro como principal soporte del dólar y como restricción para activos sensibles a tasas. En este entorno, México conserva atractivo relativo dentro de emergentes por *carry* y duración; sin embargo, las tasas cortas en MXN lucen particularmente vulnerables al *repricing* de la tasa terminal de Estados Unidos, dado su punto de partida de valuación más exigente y su elevada sensibilidad a cambios en las expectativas de la Fed.

En crédito, el panorama sigue siendo positivo mientras el crecimiento se mantenga resiliente y las utilidades corporativas no se deterioren. Los segmentos con mayor compensación por diferencial pueden resultar más defensivos que aquellos excesivamente sensibles a tasas, siempre que no aparezca un *shock* de deterioro en ganancias o refinanciamiento. La clave es que el crédito no está siendo cuestionado por una ruptura inmediata del ciclo, sino por la combinación de valuaciones ajustadas, menor liquidez marginal y un costo de financiamiento persistentemente alto.

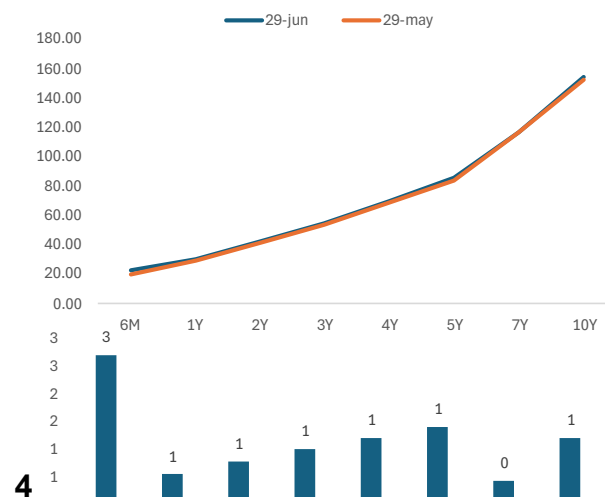
A pesar de las recientes acciones de las agencias calificadoras, el mercado continúa mostrando una percepción favorable del riesgo soberano de México. La curva del CDS soberano se mantuvo prácticamente estable durante junio, con movimientos marginales de entre 0 y 3 bips. Destaca que el CDS a 5 años referencia más líquida y representativa de la prima de riesgo soberano permanece por debajo de los 90 bips, nivel que sigue siendo consistente con fundamentos macroeconómicos sólidos y una capacidad de financiamiento externa ampliamente reconocida por el mercado. Asimismo, la ausencia de ampliaciones

significativas en los spreads sugiere que los participantes consideran que los riesgos derivados del entorno fiscal, político y económico permanecen *priceados*, y las recientes revisiones crediticias ya se encontraban ampliamente descontadas en los mercados. En conjunto, la estabilidad observada en toda la curva de CDS refuerza la percepción de que México mantiene un perfil crediticio resiliente dentro del universo emergente, sin señales de deterioro material en la prima de riesgo exigida por los inversionistas internacionales. (Ver tabla 3 y gráfica 6)

Tabla 3: CDS México

Plazo		29-jun	29-may	Δ PB
6M	29/06/2026	22.65	19.94	3
1Y	29/06/2026	29.82	29.29	1
2Y	29/06/2026	42.17	41.41	1
3Y	29/06/2026	54.50	53.50	1
4Y	29/06/2026	69.81	68.62	1
5Y	29/06/2026	85.75	84.34	1
7Y	29/06/2026	116.89	116.47	0
10Y	29/06/2026	154.07	152.87	1

Gráfica 6: CDS México



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

La volatilidad subyacente no depende únicamente de la trayectoria de crecimiento, inflación o petróleo; también responde a una estructura de mercado menos líquida y más sensible a cambios marginales en la política monetaria. Después de varios años de balances oficiales amplios, abundancia de reservas y condiciones financieras extraordinariamente laxas, el sistema opera ahora bajo un proceso de recalibración. La reducción gradual de liquidez excedente, junto con tasas reales más elevadas, modifica la forma en que los participantes absorben shocks. En un entorno así, movimientos que antes podían ser amortiguados por liquidez abundante tienden a trasladarse con mayor rapidez a curvas de tasas, diferenciales de crédito, divisas y activos de riesgo.

En términos de indicadores de volatilidad global, el índice de volatilidad cambiaria de J.P. Morgan se mantuvo cerca de la parte baja de su rango reciente, reflejando que el mercado no anticipa episodios inmediatos de estrés significativo en las principales divisas globales. Esta lectura es consistente con un entorno en el que la moderación de los riesgos geopolíticos y la resiliencia del crecimiento económico han contribuido a contener la volatilidad implícita, favoreciendo la continuidad de estrategias de *carry* y la búsqueda de rendimiento en mercados emergentes. Sin embargo, los niveles actualmente reducidos de volatilidad no deben interpretarse como una eliminación de riesgos, ya que el mercado continúa expuesto a posibles ajustes derivados de cambios en las expectativas de política monetaria, sorpresas inflacionarias o episodios de fortalecimiento del dólar. (Ver Gráfica 7).

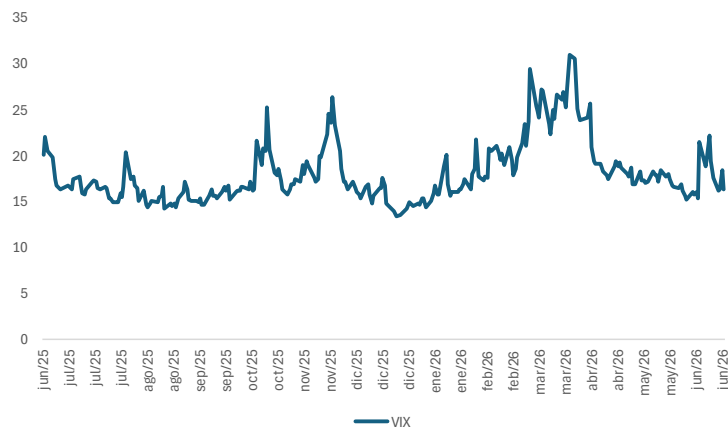
Gráfica 7: JP Morgan Volatility Index



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

La volatilidad implícita del mercado accionario estadounidense, medida a través del índice VIX, permaneció en niveles relativamente bajos y por debajo de los episodios de mayor tensión observados durante el último año, reflejando que los inversionistas mantienen una percepción de riesgo contenida y una visión todavía constructiva sobre el crecimiento económico y las utilidades corporativas. Sin embargo, la estabilidad del VIX debe interpretarse con cautela, ya que coincide con un entorno caracterizado por valuaciones elevadas, alta concentración del posicionamiento en sectores vinculados a inteligencia artificial y una menor disposición de los bancos centrales para proporcionar apoyo implícito a los mercados. En este contexto, los bajos niveles de volatilidad no necesariamente indican ausencia de riesgos, sino que podrían reflejar una fase de complacencia en la que cualquier sorpresa relacionada con inflación, política monetaria o resultados corporativos podría desencadenar episodios de repricing más abruptos. (Ver Gráfica 8).

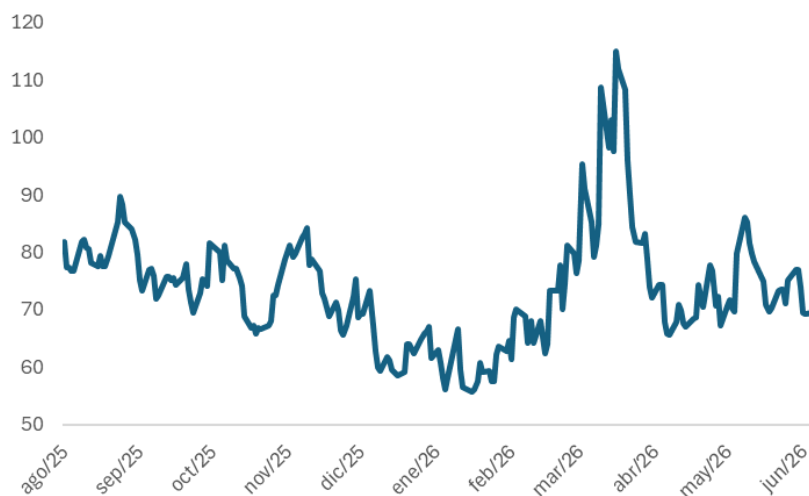
Gráfica 8: Índice VIX



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

La volatilidad implícita del mercado de bonos del Tesoro estadounidense, medida a través del índice MOVE, se mantuvo en niveles relativamente contenidos, reflejando que los mercados no anticipan dislocaciones inmediatas en el mercado de tasas de interés. Sin embargo, esta aparente estabilidad convive con un entorno caracterizado por una elevada dependencia de la información económica y de las expectativas sobre la trayectoria de la Reserva Federal. En un contexto donde la inflación continúa siendo un factor y los bancos centrales han adoptado una postura más dependiente de los datos, movimientos modestos en indicadores de empleo, actividad económica o precios pueden generar ajustes significativos en las curvas de rendimiento (Ver Gráfica 9).

Gráfica 9: Índice MOVE



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

La volatilidad no requiere necesariamente un deterioro drástico de fundamentales; puede surgir de una simple corrección de expectativas cuando el mercado está concentrado, apalancado o excesivamente alineado alrededor de una misma narrativa. En este contexto, la volatilidad debe interpretarse como una propiedad del régimen, no como un ruido transitorio. La combinación de menor liquidez marginal, tasas reales altas, posicionamiento concentrado en activos de crecimiento y mayor peso de intermediarios no bancarios crea un mercado más propenso a episodios de discontinuidad. La estabilidad observada en índices agregados puede ocultar fragilidad interna: rotaciones violentas, ampliación selectiva de spreads, presión sobre duración y sensibilidad elevada a cambios de narrativa. Por ello, la gestión de riesgo debe priorizar liquidez, profundidad de mercado y capacidad de salida, no solo dirección macro.

CONCLUSIÓN

El mercado conserva una ventana de *carry* abierta, pero esa ventana se ha estrechado. La caída de los precios energéticos, la reducción del riesgo extremo asociado a interrupciones de oferta y la resiliencia del crecimiento permiten mantener una lectura constructiva sobre activos de riesgo. No hay, por ahora, una señal clara de ruptura macroeconómica ni de deterioro generalizado de utilidades. Al contrario, el soporte proveniente de ganancias corporativas, inversión vinculada a inteligencia artificial y balances todavía sólidos en varios segmentos continúa proporcionando una base razonable para estrategias que capturan ingreso, diferenciales y exposición selectiva a crecimiento.

Sin embargo, el margen de seguridad es menor. La principal diferencia frente a episodios previos de rally es que los bancos centrales ya no ofrecen el mismo grado de protección implícita. La inflación persistente, aun con alivio energético, mantiene a la política monetaria condicionada por la necesidad de preservar credibilidad. Las tasas reales elevadas encarecen el costo de capital, reducen el valor presente de flujos futuros y limitan la expansión adicional de múltiplos. Por ello, el mercado puede seguir subiendo, pero difícilmente bajo una lógica de complacencia generalizada. La trayectoria esperada depende cada vez más de la calidad de las utilidades, la profundidad de la liquidez y la capacidad de absorber shocks sin ventas forzadas.

El alivio geopolítico tampoco equivale a normalización plena. La reducción de primas de riesgo en petróleo y gas mejora el balance inflacionario de corto plazo, pero el sistema energético sigue expuesto a cuellos de botella, infraestructura crítica, tensiones regionales y una demanda eléctrica estructuralmente más exigente. Energía deja de ser únicamente una variable de inflación y se convierte en una restricción estratégica para productividad, márgenes y asignación de capital. Esto impide declarar cerrado el episodio de volatilidad; más bien, desplaza el foco desde el shock inmediato hacia la fragilidad estructural.

DISCLAIMER

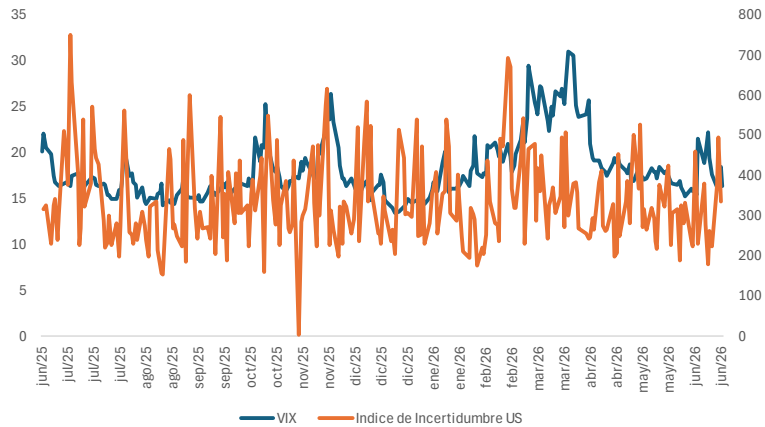
Este documento ha sido preparado por Grupo Financiero Banorte, S.A.B. de C.V. ("Banorte") para fines meramente informativos, utilizando fuentes públicas y especializadas consideradas confiables; no obstante, Banorte no garantiza la precisión, integridad, ni la vigencia de la información prevista en el 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.

APENDICE: MÉTRICAS TERMOMETRO DEL MERCADO

Gráfica 10: Índice VIX e Incertidumbre US



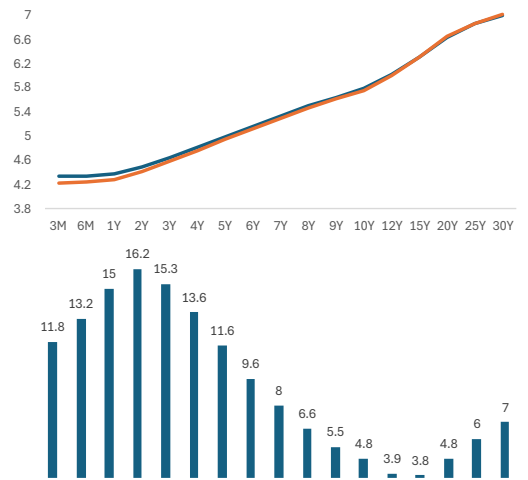
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Tabla 4: UMS

Plazo	29-jun	29-may	Δ PB
3M	4.339	4.232	11.8
6M	4.348	4.247	13.2
1Y	4.381	4.292	15
2Y	4.494	4.421	16.2
3Y	4.646	4.585	15.3
4Y	4.818	4.765	13.6
5Y	4.996	4.95	11.6
6Y	5.173	5.132	9.6
7Y	5.343	5.306	8
8Y	5.503	5.471	6.6
9Y	5.652	5.624	5.5
10Y	5.79	5.765	4.8
12Y	6.031	6.013	3.9
15Y	6.318	6.309	3.8
20Y	6.649	6.651	4.8
25Y	6.863	6.874	6
30Y	7.009	7.026	7

Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 11: UMS

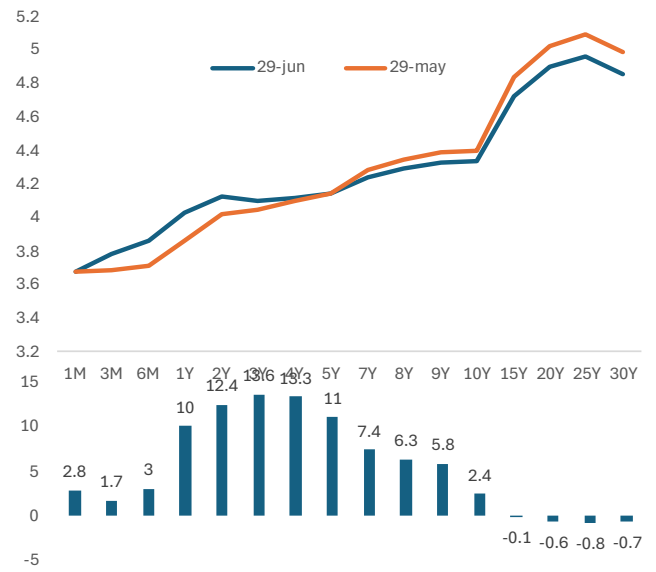


Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Tabla 5: Treasury

Plazo	29-jun	29-may	Δ PB
1M	3.681	3.675	2.8
3M	3.782	3.686	1.7
6M	3.864	3.712	3
1Y	4.027	3.864	10
2Y	4.126	4.019	12.4
3Y	4.102	4.052	13.6
4Y	4.118	4.105	13.3
5Y	4.148	4.146	11
7Y	4.246	4.285	7.4
8Y	4.297	4.344	6.3
9Y	4.33	4.396	5.8
10Y	4.341	4.401	2.4
15Y	4.729	4.842	-0.1
20Y	4.898	5.025	-0.6
25Y	4.966	5.094	-0.8
30Y	4.861	4.989	-0.7

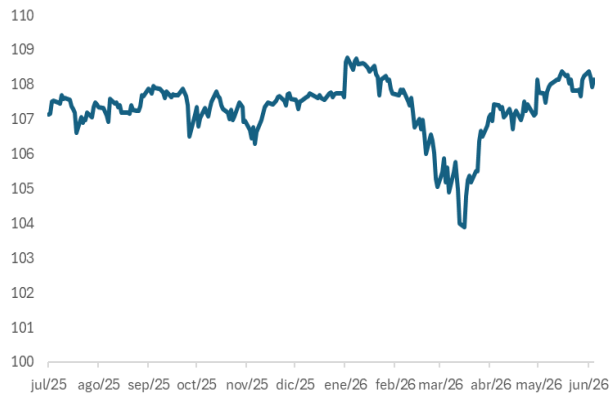
Gráfica 12: Treasury



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

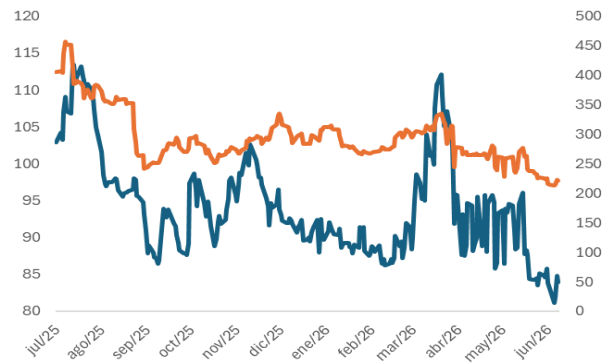
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 13: CDX High Yield Spread



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

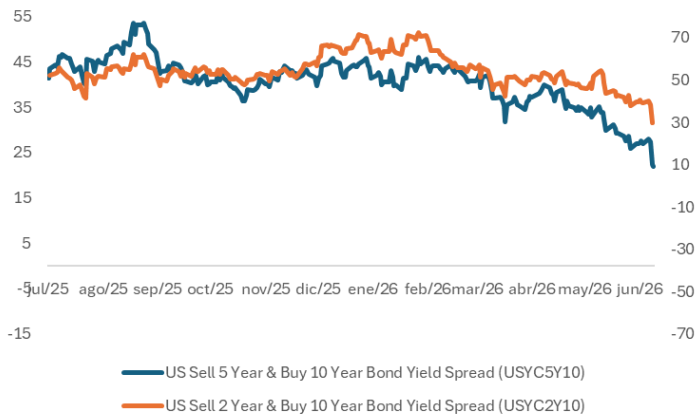
Gráfica 14: CDS Mex 5Y / CDS PEMEX 5Y



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 15: Spread Bonos US 2Y vs 10Y y 5Y vs 10Y

Gráfica 16: US High Yield Corporate Bond Option Adjusted Spread



Fuente: Banorte con información de Bloomberg



Fuente: Banorte con información de Bloomberg

Tabla 6: Variación TC USD vs G10 + MXN

Moneda	Iso	Δ
Corona Noruega	NOK	-6.5%
Dolar Nueva Zelanda	NZD	-5.4%
Corona Sueca	SEK	-4.6%
Dolar Australiano	AUD	-3.8%
Franco Suizo	CHF	-3.3%
Dolar Canadiense	CAD	-2.8%
Corona Danesa	DKK	-1.9%
Euro	EUR	-1.8%
Yen Japones	JPY	-1.6%
Libra	GBP	-1.2%
Peso Mexicano	MXN	-0.1%

Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 17: Variación TC USD vs G10 + MXN

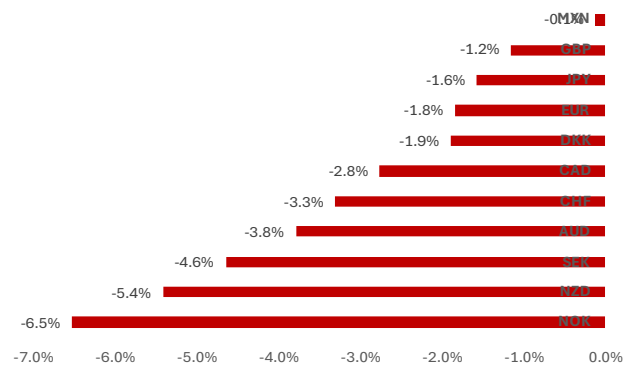


Tabla 7: Forward de Tipos de Cambio USDMXN

Plazo	29-jun	29-may	Δ Ptos FWD USDMXN	TC FWD
ON	13	43	-29.5	17.49
TN	14	15	-1.4	17.49
SN	14	15	-0.7	17.49
1W	100	104	-4.7	17.50
2W	201	209	-7.5	17.51
3W	301	311	-10.0	17.52
1M	473	443	29.2	17.54
2M	893	909	-16.5	17.58
3M	1,329	1,344	-14.7	17.63
4M	1,802	1,784	18.2	17.67
5M	2,195	2,243	-47.5	17.71
6M	2,670	2,677	-7.1	17.76
9M	3,952	4,040	-88.1	17.89
1Y	5,281	5,509	-228.7	18.02
2Y	12,297	12,865	-567.5	18.72
3Y	20,650	21,800	-1,150.0	19.56
4Y	29,912	31,256	-1,343.6	20.48
5Y	39,424	41,200	-1,776.5	21.43
6Y	50,372	52,348	-1,976.8	22.53
7Y	61,679	63,991	-2,312.3	23.66
8Y	74,284	76,588	-2,304.6	24.92
9Y	87,217	89,683	-2,465.9	26.21
10Y	100,643	103,136	-2,492.8	27.56

Gráfica 18: Forward de Tipo de Cambio USDMXN

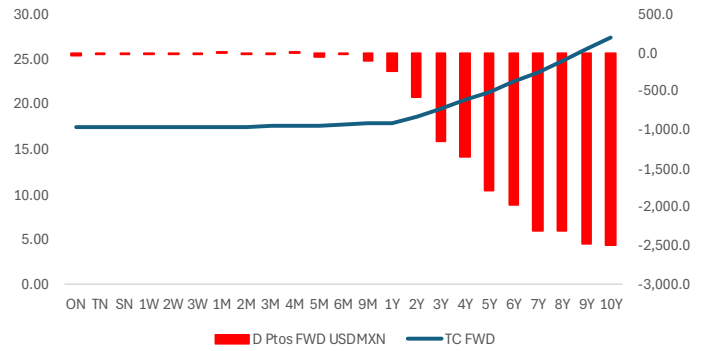
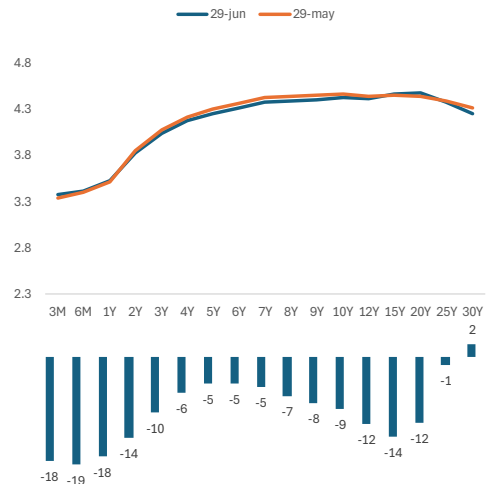


Tabla 8: UDIBONOS

Plazo	29-jun	29-may	Δ Pb
3M	3.377	3.344	-18
6M	3.415	3.398	-19
1Y	3.53	3.519	-18
2Y	3.827	3.853	-14
3Y	4.033	4.078	-10
4Y	4.175	4.216	-6
5Y	4.252	4.297	-5
6Y	4.314	4.364	-5
7Y	4.371	4.429	-5
8Y	4.389	4.443	-7
9Y	4.406	4.455	-8
10Y	4.424	4.47	-9
12Y	4.415	4.444	-12
15Y	4.465	4.457	-14
20Y	4.471	4.439	-12
25Y	4.381	4.389	-1
30Y	4.248	4.313	2

Gráfica 19: UDIBONOS

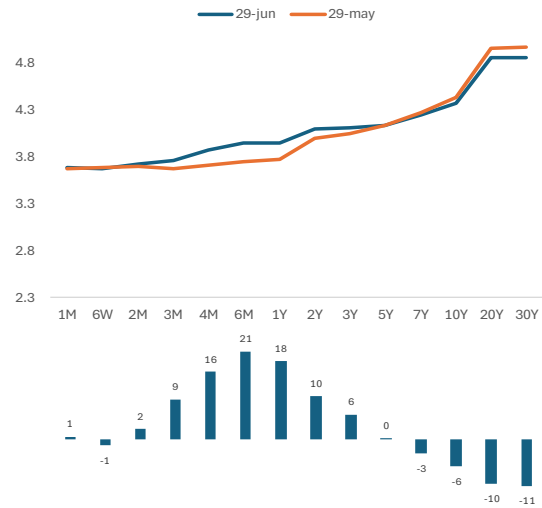


Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Tabla 9: SOFR

Plazo	29-jun	29-may	Δ Pb
1M	3.683	3.676	0.7
6W	3.672	3.686	-1.4
2M	3.722	3.698	2.4
3M	3.768	3.675	9.3
4M	3.878	3.72	15.8
6M	3.951	3.746	20.5
1Y	3.957	3.775	18.2
2Y	4.106	4.005	10.1
3Y	4.109	4.051	5.8
5Y	4.143	4.142	0.1
7Y	4.249	4.282	-3.3
10Y	4.376	4.437	-6.1
20Y	4.866	4.968	-10.2
30Y	4.865	4.974	-10.9

Gráfica 20: SOFR



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 21: KRX Regional Bank Index



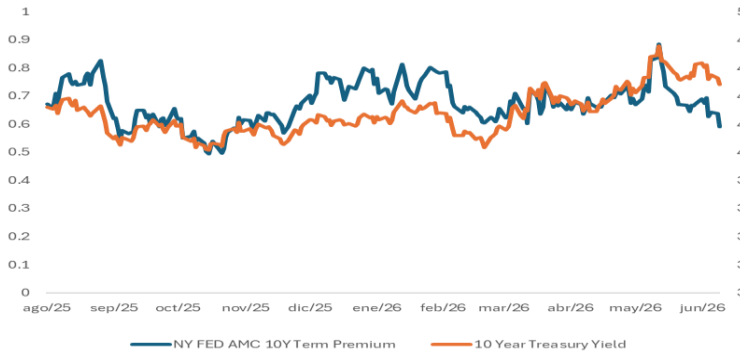
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 22: CDX High Yield Spread



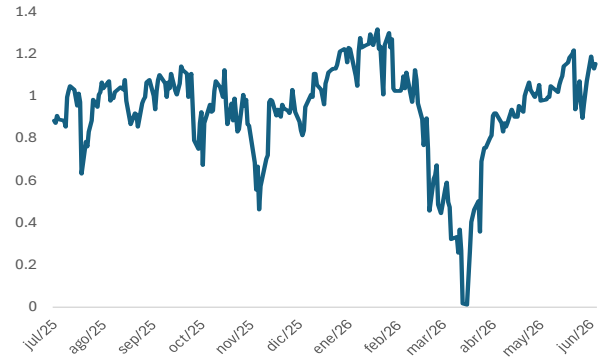
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 23: Term Premium US



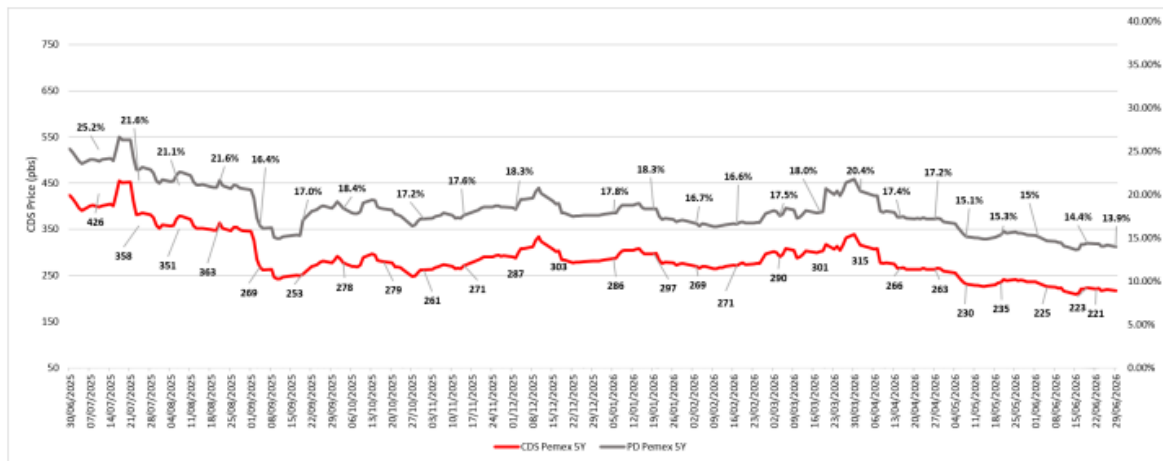
Fuente: Elaboración Propia con datos de PIP

Gráfica 24: Bloomberg US Financial Condition Index



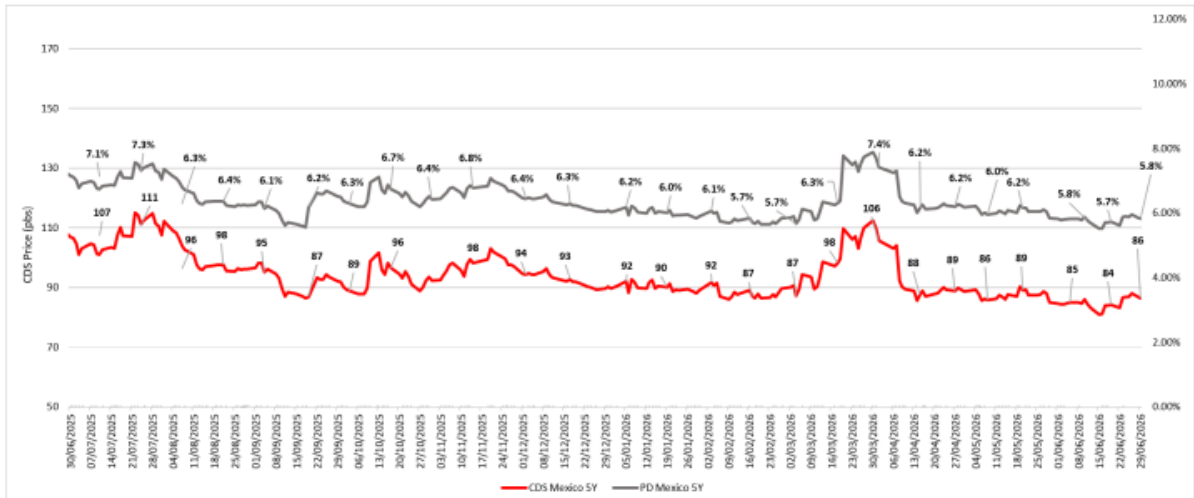
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 25: Curva de PI acumulada tenor 5y (%) vs CDS Pemex 5Y (bps)



Fuente: Elaboración Propia con datos de PIP

Gráfica 26: Curva de PI acumulada tenor 5y (%) vs CDS México 5Y (bps)



Fuente: Elaboración Propia con datos de PIP

GLOSARIO DE INDICADORES

Indicador	Descripción	Página
Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (FED)	Expectativas implícitas del mercado sobre los movimientos futuros de la tasa de interés de la Reserva Federal, obtenidas de instrumentos derivados.	2
Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (ECB)	Expectativas implícitas del mercado sobre las decisiones futuras de política monetaria del Banco Central Europeo, derivadas de los precios de mercado.	2
Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (BoE)	Expectativas implícitas del mercado sobre la trayectoria futura de la tasa de referencia del Banco de Inglaterra, inferidas de instrumentos derivados.	2
spread Mbono– Treasury 5Y	Diferencial de rendimiento entre un Mbono mexicano y un Treasury de EE. UU. a 5 años, utilizado como indicador de la prima de riesgo relativa de México.	3
Spread Mbono vs Treasury 10Y	Diferencial de rendimiento entre un Mbono mexicano y un Treasury de Estados Unidos con vencimiento equivalente a 10 años; mide la prima de riesgo relativa de México.	4
Acciones de política monetaria implícitas México	Expectativas del mercado sobre los futuros movimientos de la tasa de interés objetivo del Banco de México, inferidas a partir de los precios de instrumentos derivados.	5
Curva de TIIEF 28	Muestra la cotización de tasas y cambios en puntos base de la TIIIE de Fondeo.	5
Curva de Bonos M	Muestra la cotización de tasas y cambios en puntos base de los <i>Bonos M</i>	6
Curva MBonos vs Swap MXN	Diferencial entre los rendimientos de los MBonos y las tasas de la curva swap en pesos mexicanos para plazos equivalentes. Se utiliza para medir primas de liquidez, riesgo y condiciones relativas de financiamiento en el mercado local.	6
Curva de CDS MEX	Puntos base de cotización de los Credit Default Swap de México así como la cotización particular del nodo de 5 años el cual se considera el más líquido del mercado.	8
JP Morgan Volatility Index	Índice que mide la volatilidad implícita esperada por el mercado para una clase de activos específica (divisas, renta fija o crédito), reflejando el nivel de incertidumbre y percepción de riesgo de los inversionistas.	9
Índice VIX	Estructura temporal de los niveles del índice VIX para distintos vencimientos, derivada de los futuros sobre volatilidad. Refleja las expectativas del mercado sobre la volatilidad futura del S&P 500 y la percepción de riesgo a diferentes horizontes.	9
índice Move	Indicador que mide la volatilidad implícita esperada de las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Se utiliza como referencia del nivel de incertidumbre y riesgo en los mercados de renta fija; valores más altos reflejan mayor volatilidad esperada.	10
Curva de UMS	Muestra la cotización de tasas y cambios en puntos base de la Tasas sobre Bonos UMS	12
Curva de Treasuries	Muestra la cotización de tasas y cambios en puntos base de los <i>treasurie bonds</i>	13
CDX High Yield Spread	Indicador que mide el nivel de riesgo crediticio percibido para un grupo de emisores corporativos de alto rendimiento en Norteamérica, expresado como el costo de protección mediante CDS.	13
CDS Mex vs CDS PEMEX 5Y	Diferencial entre los CDS a 5 años de México y PEMEX, utilizado para medir el riesgo crediticio	13

	relativo de PEMEX frente al soberano mexicano. Un diferencial mayor indica una percepción de mayor riesgo de incumplimiento para PEMEX respecto al Gobierno de México.	
Spread US 2Y-10Y y 5Y-10Y	Diferencia entre los rendimientos de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años y los de 2 y 5 años, respectivamente, utilizada para medir la pendiente de la curva de rendimientos y las expectativas económicas del mercado.	14
US High Yield Corporate Bond Option Adjusted Spread Index	El índice <i>S&P U.S. High Yield Corporate Bond Index</i> está diseñado para replicar el rendimiento de los bonos corporativos de alto rendimiento. Los valores elegibles deben tener una calificación inferior al grado de inversión (según la calificación más baja de S&P, Moody's y Fitch).	14
Variación TC USD vs G10 + MXN	Muestra el cambio la apreciación / depreciación de las divisas que pertenecen al G10 + Mexico con respecto del dólar estadounidense de enero a la fecha.	14
Forward de Tipo de cambio USDMXN	Gráfica y tabla que muestran la cotización en puntos forward del MXN vs USD, donde 10,000 puntos forward equivalen a un peso.	14
Curva UDIBONOS	Estructura de rendimientos de los UDIBONOS para distintos plazos al vencimiento. Refleja las expectativas del mercado sobre las tasas de interés reales y la inflación de largo plazo en México.	15
Curva SOFR	Estructura de tasas de interés para distintos plazos basada en la tasa SOFR, utilizada como referencia del mercado en dólares estadounidenses.	16
KRX Regional Banking Index	Índice que sigue el desempeño de los principales bancos regionales de Estados Unidos y sirve como indicador de las condiciones del sector bancario regional	16
CDS High Yield Spread	Diferencial entre los rendimientos de bonos corporativos de alto rendimiento y bonos corporativos calificados Baa, utilizado como indicador de riesgo crediticio y de las condiciones de financiamiento en el mercado corporativo	16
Term Premium	Compensación adicional que los inversionistas exigen por mantener un bono a largo plazo en lugar de reinvertir en una serie de bonos a corto plazo; por riesgo de tasa, riesgo de inflación y riesgo de incertidumbre.	17
Bloomberg US FinancialCondition Index	Índice que resume las condiciones financieras en Estados Unidos a partir de variables de los mercados monetario, crediticio y accionario; valores positivos indican condiciones más favorables y valores negativos condiciones más restrictivas.	17
Curva de PI acumulada tenor 5y (%) vs CDS PEMEX 5Y (bps)	Indicador que compara la probabilidad de incumplimiento acumulada implícita a 5 años con el spread del CDS PEMEX a 5 años, permitiendo evaluar la consistencia entre el riesgo de crédito estimado y el precio de mercado de la protección contra incumplimiento.	19
Curva de PI acumulada tenor 5y (%) vs CDS México 5Y (bps)	Indicador que compara la probabilidad de incumplimiento acumulada implícita a 5 años con el spread del CDS soberano de México a 5 años, permitiendo evaluar la consistencia entre el riesgo de crédito estimado y el precio de mercado de la protección contra incumplimiento.	19