

RIESGOS FINANCIEROS

Comentario de Volatilidad

Agosto, 12 2026



RIESGOS FINANCIEROS



Comentario de volatilidad

“Stability—or tranquility—in a world with a cyclical past and capitalist financial institutions is destabilizing.”

— Hyman P. Minsky

PÁG. 3

Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (FED)/ Term Premium US

PÁG. 4/5

Treasury/ Temporada de resultados del S&P 500

PÁG. 7

Índice VIX

PÁG. 8

MBonos /Udibonos

PÁG. 9/10

Acciones de política monetaria implícitas México /Tipo de Cambio/ Conclusión /

PÁG. 11

Apéndice

Los mercados atraviesan agosto de 2026 con una configuración más constructiva de lo que sugerirían las tensiones geopolíticas y el nivel de las tasas, pero también con una estructura de absorción de shocks menos robusta. La economía se mantiene resiliente, las utilidades corporativas conservan dinamismo y los flujos hacia renta variable permanecen positivos. Al mismo tiempo, el posicionamiento se encuentra extendido, la duración larga exige una prima elevada y varios mecanismos tradicionales de cobertura han perdido estabilidad. La calma no representa, por tanto, una reducción homogénea del riesgo; refleja que cada clase de activo está procesando una parte distinta del mismo régimen.

La tensión central se organiza alrededor de tres relaciones. La primera vincula escasez de capital, credibilidad monetaria y curvas soberanas: gobiernos, infraestructura energética e inversión en inteligencia artificial compiten por financiamiento en un entorno donde el capital tiene nuevamente un costo visible. La segunda enfrenta utilidades sólidas con concentración y apalancamiento: la renta variable puede sostenerse mientras los resultados validen el gasto, pero un mercado congestionado amplifica la reacción a cualquier decepción. La tercera conecta geopolítica y energía con inflación, tasas y divisas: el descenso del petróleo ofrece alivio táctico, aunque no cancela la vulnerabilidad de rutas, inventarios y combustibles refinados.

Estas señales no son contradictorias. La renta variable descuenta capacidad de generación de utilidades; las curvas soberanas exigen compensación por inflación, oferta y credibilidad; y la volatilidad idiosincrática revela dónde el apalancamiento reduce la profundidad de mercado. El problema aparece cuando varias narrativas dependen de la misma condición: que el crecimiento valide inversión y valuaciones sin reactivar presiones nominales ni obligar a una respuesta monetaria más restrictiva. Bajo ese equilibrio, una sorpresa pequeña puede transmitirse entre activos no por deterioro generalizado de fundamentos, sino porque modifica simultáneamente la tasa de descuento, la liquidez marginal y la disposición a sostener posiciones congestionadas.

México participa de este equilibrio con una ventaja relativa: la expansión del ahorro para el retiro genera demanda estructural por deuda local y las valuaciones ofrecen compensación. Esa fortaleza convive con una oferta fiscal mayor, dependencia de las condiciones globales y sensibilidad cambiaria. La perspectiva no es que el rendimiento esperado haya desaparecido, sino que exige más selección, liquidez y disciplina de horizonte. El *carry* continúa abierto; lo que se ha reducido es la capacidad del sistema para absorber errores de valuación, concentración o apalancamiento sin convertirlos en ventas forzadas. La estabilidad observada debe evaluarse, por ello, por la solidez de sus mecanismos de absorción y no únicamente por el nivel de volatilidad de los índices.

El empinamiento de la curva de *Treasuries* concentró el ajuste de duración. El *Treasury* a treinta años alcanzó 5.28%, máximo de diecinueve años, mientras el de dos años se situó en 4.29%; el movimiento tuvo la forma de un *twist steepening* (empinamiento por movimientos distintos entre tramos), con menor presión inmediata en el tramo corto y rendimientos persistentemente elevados en el extremo largo.

A diez años, los rendimientos reales se observaron en 2.2% en Estados Unidos, 1.6% en Reino Unido, 0.8% en Alemania y 0.7% en Japón. Esta estructura remunera nuevamente la renta fija, pero también encarece el financiamiento y eleva la sensibilidad de los tramos largos a oferta, inflación y credibilidad monetaria.

La escasez de capital es parte del problema. La revisión al alza de la inversión en infraestructura digital se suma a déficits fiscales, necesidades de refinanciamiento y gasto en energía, defensa y relocalización de cadenas productivas. Todos estos frentes compiten por ahorro en un mercado donde el capital vuelve a tener un costo relevante. La consecuencia no es una subida lineal de tasas, sino una prima más persistente para comprometer balance y duración.

Hasta ahora, este fenómeno parece reflejarse con mayor intensidad en las tasas libres de riesgo que en el crédito corporativo. Aunque algunos emisores vinculados con infraestructura tecnológica han registrado una ampliación de importante de spreads, los niveles corporativos agregados permanecen relativamente contenidos. Esto sugiere que el mercado interpreta el aumento de inversión asociado a inteligencia artificial principalmente como una presión sobre la demanda de capital y no como una señal de deterioro crediticio generalizado.

La política monetaria agrega un componente de credibilidad. Tras la reunión de julio, la Fed mantuvo la tasa sin cambios, aunque tres miembros reflejaron posturas hawkish (favorable a una política monetaria más restrictiva). La evidencia histórica muestra una relación estrecha entre la inflación observada al inicio de un ciclo y el ritmo de ajuste monetario posterior. Con una inflación cercana a 3.5%, dicha relación sugeriría más de 100 puntos base de endurecimiento durante el primer año del ciclo, frente a menos de 50 puntos base que actualmente descuenta el mercado. Esta divergencia sugiere que el alivio de las condiciones financieras responde más a una menor percepción inmediata del riesgo que a una reducción estructural de las presiones inflacionarias.

La moderación del desempleo y un crecimiento reducido de la nómina privada disminuyeron la presión inmediata para un *hike* (alza de la tasa de referencia) en septiembre; aun así, el escenario base del mercado contempla un *hike* en diciembre de 2026. Las tasas OIS a plazo en dólares, euros y libras descendieron entre 15 y 25 puntos base después de noticias sobre una reapertura administrada del estrecho de Ormuz, consistentes con menores expectativas de *hikes* en el G4. Esa reacción ilustra cuánto del alivio depende de expectativas y comunicación, no de una desaparición comprobada del riesgo inflacionario.

El componente de comunicación podría adquirir una relevancia aún mayor bajo un esquema con menor énfasis en el forward guidance (orientación futura de política monetaria) y una mayor dependencia de los datos observados. Una menor visibilidad sobre la trayectoria futura de la tasa de referencia amplía el rango de resultados que el mercado debe incorporar en sus valuaciones. En la práctica, esta incertidumbre puede traducirse en una mayor volatilidad de expectativas y en una compensación más elevada para mantener exposición a vencimientos largos.

Las expectativas implícitas en los derivados son consistentes con este escenario. El mercado asigna una probabilidad cercana a 50% a un ajuste en septiembre y continúa descontando una trayectoria de tasas restrictiva hasta la primera mitad de 2027, con una tasa terminal ligeramente superior a 4.0%. (Ver Cuadro 1)

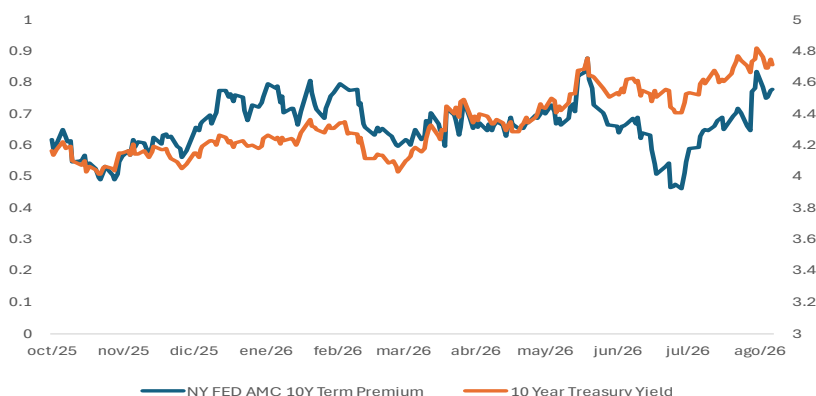
Cuadro 1: Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (FED)

Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (FED)				
	# Alzas	%Alza/Recorte	Imp. Tasa Δ	Tasa Implícita
09/16/2026	0.51	51%	0.13	3.76
10/28/2026	0.79	28%	0.20	3.83
12/09/2026	1.34	55%	0.34	3.97
01/27/2027	1.53	19%	0.38	4.01
03/17/2027	1.67	14%	0.42	4.05
04/28/2027	1.94	28%	0.49	4.12
06/09/2027	1.87	-8%	0.47	4.10
07/28/2027	1.78	-9%	0.45	4.08

Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Como muestra la evolución de la prima por plazo (*term premium*), esta aumentó durante gran parte del periodo analizado, en línea con el ajuste alcista de los rendimientos de largo plazo. Sin embargo, desde mediados de 2026 se observó una compresión que ha corregido en las últimas semanas, por su parte, el rendimiento del *Treasury* a diez años se mantuvo cerca de los niveles más elevados. Esta divergencia sugiere que el mercado se ha mantenido incorporando expectativas de tasas reales elevadas y una oferta significativa de deuda pública. En consecuencia, el alivio reciente en las condiciones financieras parece responder más a una moderación en la percepción de riesgo que a una reducción estructural de las presiones inflacionarias y fiscales. (Ver gráfica 1)

Gráfica 1: Term Premium US



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

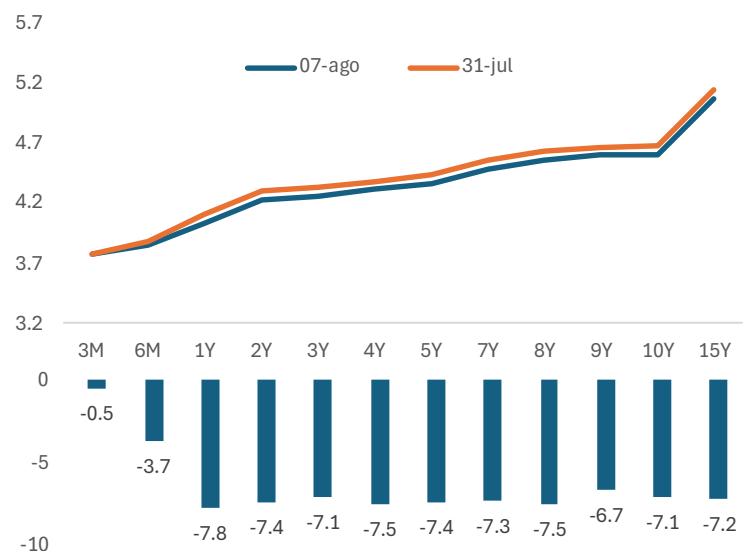
La intervención cambiaria coordinada entre Estados Unidos y Japón añade otro vínculo entre divisas y tasas. Las compras acumuladas de yenes en 2026 se estiman en JPY 23-29 billones, equivalentes a USD 146-184 mil millones y a 13-17% de los activos inmediatamente utilizables de las reservas japonesas. Dentro de ese total destaca la intervención realizada a finales de julio, considerada entre las mayores operaciones cambiarias de las últimas décadas (cerca de USD 85 mil millones en dos días, la más grande desde Fukushima 2011). La magnitud de estas acciones pone de manifiesto la creciente sensibilidad de las autoridades a movimientos desordenados en el mercado cambiario y su posible transmisión hacia los mercados globales de tasas.

Durante las últimas semanas, los rendimientos de los *Treasuries* corrigieron de forma generalizada, aunque permanecen en niveles históricamente elevados. Después del fuerte *repricing* previo del extremo largo, durante el periodo más reciente los rendimientos retrocedieron cerca de 7 puntos base a lo largo de la curva, lo que refleja un alivio parcial en las expectativas de política monetaria, sin modificar el escenario de tasas altas por más tiempo. Así, el atractivo de la renta fija continúa respaldado por el *carry*, mientras que los tramos largos mantienen sensibilidad a la evolución de la inflación, la política monetaria y la oferta de deuda soberana. Resulta particularmente relevante que tanto el *Treasury* a diez años como el *bund* alemán permanecieran cerca de sus máximos anuales aun después de la corrección observada en los precios del petróleo. Este comportamiento sugiere que la moderación de algunos riesgos geopolíticos no se ha traducido en una reducción homogénea de las primas descontadas por el mercado, consistente con la idea de que la estabilidad observada no implica necesariamente una disminución equivalente de los riesgos estructurales. (Ver Gráfica 2 y Tabla 1).

Tabla 1: Treasury

Plazo	07-ago	31-jul	Δ PB
3M	3.773	3.778	-0.5
6M	3.851	3.888	-3.7
1Y	4.034	4.112	-7.8
2Y	4.225	4.299	-7.4
3Y	4.262	4.334	-7.1
4Y	4.312	4.386	-7.5
5Y	4.36	4.433	-7.4
7Y	4.492	4.565	-7.3
8Y	4.554	4.63	-7.5
9Y	4.603	4.67	-6.7
10Y	4.609	4.68	-7.1
15Y	5.072	5.144	-7.2

Gráfica 2: Treasury



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

En otro frente, la temporada de resultados del segundo trimestre volvió a ser excepcionalmente fuerte. Con cerca de 90% de las compañías del S&P 500 ya reportadas, las utilidades agregadas avanzaron alrededor de 30% interanual una vez excluidas ganancias extraordinarias vinculadas con revaluaciones de inversiones. El 76% de las compañías superó las expectativas de EPS (utilidad por acción), 71% hizo lo mismo en ventas y 59% excedió ambas métricas. La combinación de sorpresas positivas y *guidance* (proyecciones corporativas) constructivo mantiene el patrón de *beat-and-raise* (superar expectativas y elevar proyecciones), pero la fortaleza no descansa en un grupo reducido: diez de once sectores y 81% de las compañías registraron crecimiento interanual positivo de EPS.

Como muestran las gráficas, la temporada de resultados mantiene una amplitud favorable, con 85% de las compañías del S&P 500 superando las estimaciones del mercado y una amplitud sectorial en las sorpresas positivas. Si bien la fortaleza de las utilidades sigue siendo particularmente visible en tecnología y comunicación, el desempeño favorable se extiende a la mayoría de los sectores. Estos resultados confirman que el crecimiento de los beneficios continúa respaldando las valuaciones de la renta variable estadounidense. No obstante, si se modera el ritmo de expansión de las utilidades durante 2027, el mercado podría volverse más selectivo y exigir una mayor diferenciación entre sectores y emisoras (Ver Gráfica 3)

Gráfica 3: Temporada de resultados del S&P 500

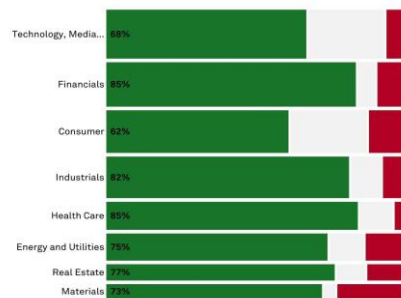
Earnings

85% of reported S&P 500 companies **beat** estimates as of August 9th.



S&P Sector Results

Column height represents Sector's weight in S&P 500



Fuente: S&P

En este contexto, la inteligencia artificial continúa siendo el principal motor, aunque no el único. Una distinción importante es la diferencia entre *shocks* distribucionales y *shocks* agregados. Los primeros modifican la distribución de beneficios dentro del ecosistema de inteligencia artificial sin alterar significativamente el tamaño total de la oportunidad económica; los segundos afectan las expectativas sobre el volumen agregado de ingresos y gasto asociado a la tecnología. Mientras los *shocks* distribucionales suelen generar volatilidad sectorial o entre emisoras, los shocks agregados tienen implicaciones potencialmente más amplias para crecimiento, inversión y valuaciones.

La mediana de crecimiento de EPS entre compañías vinculadas con IA fue 28%, frente a 12% en el resto de sectores. La diferencia confirma el poder de la temática, pero también anticipa una moderación desigual: para el trimestre siguiente, el consenso esperaba que el crecimiento mediano de las compañías de IA bajara a 16% y el de las demás a 8%. El debate deja de concentrarse en si existe demanda y se desplaza hacia la velocidad de monetización, la capacidad de transformar inversión en flujo de caja y la sostenibilidad de retornos sobre capital cuando el costo financiero permanece elevado.

La perspectiva permanece saludable, aunque entra en una fase de desaceleración. El consenso anticipa crecimiento de EPS superior a 20% tanto en el tercer como en el cuarto trimestre, lo que completaría cuatro trimestres consecutivos por encima de ese umbral. Un episodio de esa duración sólo se ha observado diez veces desde 1936 y los casos más recientes ocurrieron después de recesiones de utilidades. Para 2027, la expectativa se modera hacia tasas de crecimiento medias cercanas a la decena. El nivel seguiría siendo saludable, pero históricamente la combinación de crecimiento superior a tendencia y desaceleración ha ofrecido un entorno menos favorable. La reacción de precios muestra que buena parte de la fortaleza ya está descontada. Las compañías que superaron únicamente las estimaciones de EPS cotizaron, en promedio, en línea con el mercado durante la sesión posterior; quienes superaron EPS y ventas ganaron 80 puntos base relativos, por debajo del promedio histórico de 1.4 puntos porcentuales. En cambio, los fallos simultáneos fueron castigados con una pérdida relativa de 3.4 puntos porcentuales, frente a 2.5 puntos históricamente. Esta asimetría coexiste con una demanda

marginal todavía fuerte: durante las dos semanas previas ingresaron USD 9.6 mil millones a acciones estadounidenses y el ritmo acumulado anualizado alcanzó USD 652 mil millones.

El soporte fundamental permanece, pero el congestionamiento y las valuaciones elevan el costo de decepcionar; la caída cercana a 21% de semiconductores en julio y su recuperación de casi 17% en cuatro sesiones ilustran esa sensibilidad. El episodio coreano añade una lectura de posicionamiento dentro de renta variable: el KOSPI (índice accionario coreano) llegó a situarse cerca de 40% por debajo de su máximo de finales de junio tras un desapalancamiento intenso. El AUM (activos bajo administración) de los ETFs (fondos cotizados en bolsa) apalancados vinculados a Corea cayó de aproximadamente USD 50 mil millones a USD 17 mil millones; las posiciones en estos vehículos se han reducido significativamente respecto de los máximos observados previamente, mientras que el desapalancamiento de hedge funds parece sustancialmente avanzado, aunque no necesariamente concluido. Al reducirse ese *overhang* (presión técnica pendiente de absorber), la configuración resulta más constructiva, aunque persiste cautela ante catalizadores de corto plazo.

El ciclo de gasto de capital asociado con IA continúa plenamente vigente. El consenso proyecta que la inversión de los cinco grandes proveedores de infraestructura digital aumente más de 90% en 2026, acelerándose desde 73% en 2025; además, las estimaciones de *capex* (inversión de capital) para 2026 se revisaron al alza cerca de 50% desde el inicio del año. La intensidad financiera también aumenta: el *capex* representó alrededor de 70% del flujo de efectivo operativo en 2025 y superaría 100% en 2026. Comparaciones con otros ciclos de inversión sugieren que todavía existe espacio para expandir capacidad, pero la presión sobre flujo de caja libre vuelve indispensable demostrar utilización, ingresos incrementales y retorno sobre el capital desplegado.

La inversión comienza a ampliarse más allá del núcleo tecnológico. El *capex* del S&P 500 creció 36% interanual, igualando el máximo desde 2001; incluso excluyendo tecnología y las compañías de mayor capitalización, el avance fue del 9%.

El consumidor permanece como un foco de atención, aunque aparecen señales de mejora relativa. El crecimiento mediano de EPS fue 7% en consumo discrecional y 9% en consumo básico, entre los registros sectoriales más bajos. Sin embargo, el gasto con tarjeta, excluyendo gasolina, de hogares de ingresos altos y bajos avanzó aproximadamente al mismo ritmo, y en julio el crecimiento salarial después de impuestos de los hogares de menores ingresos superó al de mayores ingresos por primera vez desde diciembre de 2024.

En resumen, la temporada trimestral de reportes es constructiva en fundamentos; el riesgo está en cuánto crecimiento ya incorporan las valuaciones y cuánto castigo puede producir una sorpresa negativa.

En el frente del petróleo, el descenso del Brent desde aproximadamente USD 100 hacia USD 80-85 respondió a anuncios de una reapertura administrada del estrecho de Ormuz. El alivio es relevante para inflación y expectativas de tasas, pero el mercado parece haber reaccionado al anuncio antes de verificar su implementación. La corrección reciente tampoco eliminó el avance acumulado del complejo energético: al 5 de agosto, WTI (referencia estadounidense del petróleo) y Brent ganaban 31.0% y 30.6% en 2026. En paralelo, el memorando de entendimiento negociado en junio entre Estados Unidos e Irán se desarticuló y dio paso a intercambios militares repetidos.

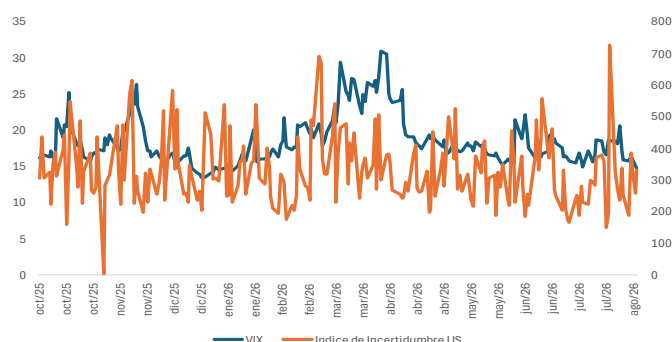
La energía transmite el riesgo por más canales que el precio del crudo. Inventarios reducidos de combustibles refinados en Europa y Norteamérica aumentan la sensibilidad a disrupciones. Ataques de largo alcance contra refinerías e infraestructura del mar Negro llevaron a Rusia a restringir exportaciones de diésel. No se anticipa una escasez global directa, porque la demanda se ha ajustado, las importaciones chinas permanecen por debajo de niveles previos a la guerra y nuevas rutas reducen dependencia de Ormuz. Esa capacidad de adaptación modera el escenario, sin eliminar primas regionales ni volatilidad.

El riesgo tecnológico opera con un horizonte más largo. La competencia entre Estados Unidos y China por cómputo, modelos y reglas de gobernanza se mantiene en categoría alta y sin cooperación significativa prevista en el corto plazo. Sus efectos potenciales incluyen duplicación de capacidad, controles de acceso y mayor necesidad de inversión. Al coincidir con déficits soberanos y gasto energético, esa demanda refuerza la escasez de capital descrita en renta fija. No toda inversión estratégica es inflacionaria de forma inmediata, pero el conjunto reduce la probabilidad de volver a un entorno de financiamiento abundante y muy barato.

La lectura *cross-asset* debe separar táctica y estructura. Menor precio del petróleo puede apoyar acciones, divisas importadoras de energía y tasas en el corto plazo. Sin embargo, una nueva interrupción en Ormuz, el mar Rojo o combustibles refinados reactivaría inflación y prima por plazo, y afectaría márgenes de sectores intensivos en energía.

Como muestra la Gráfica 4, los episodios de mayor volatilidad implícita en el mercado accionario han tendido a coincidir con aumentos en la incertidumbre económica y de política pública en Estados Unidos. Aunque la relación no es perfecta, los principales repuntes del VIX suelen presentarse en entornos de mayor incertidumbre, reflejando una menor tolerancia al riesgo por parte de los inversionistas. Este comportamiento es consistente con un entorno en el que el costo del capital y las condiciones de liquidez adquieren mayor relevancia, lo que aumenta la sensibilidad de los mercados a cambios en las expectativas macroeconómicas y financieras (Ver gráfica 4).

Gráfica 4: Índice VIX e Incertidumbre US



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Por su parte, México cuenta con un soporte doméstico que diferencia a su mercado de deuda. El posicionamiento de mercado conserva un sesgo estructural *bullish* de largo plazo, expresado en *OW bonds* (sobreponderación en bonos) y *OW FX* (sobreponderación en divisas). En este contexto y como un catalizador relevante de la demanda y apetito, desde 2023, los activos administrados por las Afores crecieron cerca de 17% anual, frente a 12% promedio entre 2010 y 2022; en tres años y medio aumentaron más de 70% y alcanzaron aproximadamente 25% del PIB. El aumento sostenido de contribuciones vuelve más visible el *compounding* (acumulación sobre una base creciente) del AUM y lo convierte en un impulsor creciente de apetito por duración.

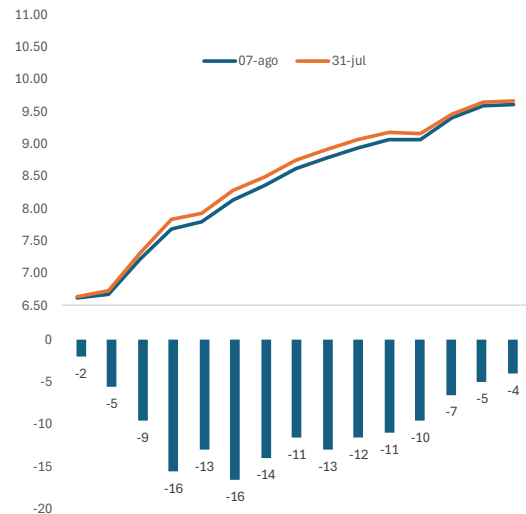
La composición importa tanto como el tamaño. Con asignaciones relativamente constantes y un AUM en expansión, las Afores aumentaron materialmente sus tenencias de Mbonos y UDIs. Cerca de la mitad de los activos se invierte en deuda local; aproximadamente 15% está en Mbonos y 30% en UDIs. Las Afores poseen alrededor de 30% de la deuda local, 26% de los Mbonos y 59% de las UDIs. Bajo supuestos de aumento de activos de 2-3 puntos del PIB por año y una asignación de 50% a bonos, se estima que podrían absorber entre 1.2% y 1.65% del PIB de deuda por año entre 2027 y 2030, 6.3% acumulado. Incluso bajo supuestos fiscales más conservadores, el crecimiento del AUM es considerable frente a las necesidades de financiamiento y puede cubrir una proporción relevante de la emisión, aunque continúa siendo un escenario condicional.

En tal contexto, durante las últimas semanas, los rendimientos de los Mbonos y Udibonos registraron descensos generalizados a lo largo de la curva. En los Mbonos, las caídas oscilaron entre 2 y 16 puntos base, con los mayores ajustes concentrados en los vencimientos intermedios y largos. De manera similar, los Udibonos registraron compresiones de entre 8 y 15 puntos base a lo largo de prácticamente toda la estructura temporal. Si bien estos movimientos reflejan un entorno más favorable para la renta fija, también son consistentes con la presencia de una demanda estructural sólida por duración en el mercado local. No obstante, aunque el crecimiento del ahorro pensionario contribuye a absorber una parte relevante de la oferta, la pendiente aún elevada de las curvas nominal y real sugiere que el mercado continúa incorporando primas asociadas a los retos fiscales y a las condiciones financieras globales. (Ver gráfica 5 y 6, Tabla 2 y 3)

Tabla 2: M Bonos

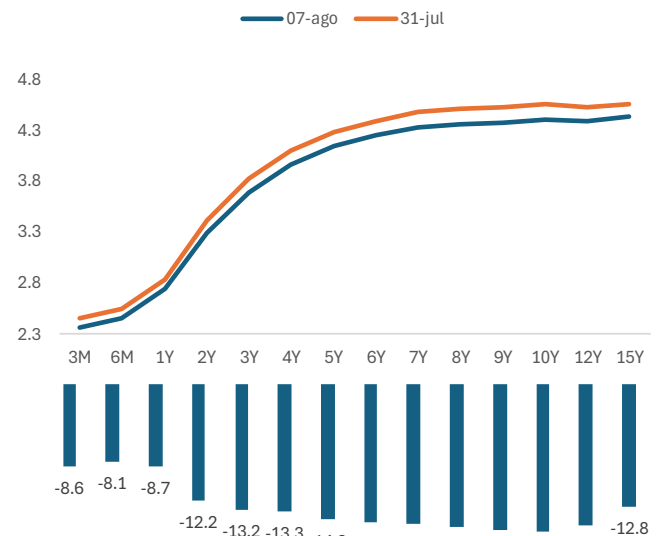
BONO	07-ago	31-jul	Δ PB
M_BONOS_260903	6.61	6.63	-2
M_BONOS_270603	6.67	6.73	-5
M_BONOS_280302	7.22	7.31	-9
M_BONOS_290301	7.69	7.84	-16
M_BONOS_290531	7.80	7.93	-13
M_BONOS_300228	8.13	8.30	-16
M_BONOS_310529	8.36	8.50	-14
M_BONOS_320415	8.63	8.75	-11
M_BONOS_330526	8.79	8.92	-13
M_BONOS_341123	8.95	9.07	-12
M_BONOS_360221	9.08	9.19	-11
M_BONOS_361120	9.08	9.18	-10
M_BONOS_381118	9.41	9.47	-7
M_BONOS_421113	9.61	9.66	-5
M_BONOS_471107	9.63	9.67	-4
M_BONOS_530731	9.63	9.69	-6
M_BONOS_550429	9.64	9.68	-4

Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 5: M Bonos

Tabla 3: Udibonos

Plazo	07-ago	31-jul	Δ Pb
3M	2.373	2.458	-8.6
6M	2.465	2.547	-8.1
1Y	2.751	2.838	-8.7
2Y	3.293	3.415	-12.2
3Y	3.693	3.826	-13.2
4Y	3.973	4.105	-13.3
5Y	4.143	4.285	-14.2
6Y	4.249	4.393	-14.4
7Y	4.335	4.481	-14.6
8Y	4.364	4.515	-15
9Y	4.384	4.537	-15.3
10Y	4.401	4.555	-15.4
12Y	4.389	4.536	-14.7
15Y	4.44	4.568	-12.8

Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 6: Udibonos


La política fiscal es una parte central de la ecuación y ayuda a explicar por qué el efecto de la reforma pensionaria ha sido más moderado de lo que sugeriría el crecimiento del AUM. Las necesidades de endeudamiento público pasaron de cerca de 3% del PIB antes de la pandemia a alrededor de 4.5% desde entonces, acompañadas por subastas de mayor duración y por permutas más frecuentes y de mayor tamaño, que se han convertido en un foco relevante del mercado. Los requerimientos financieros del sector público se estiman en 4.8% del PIB en 2026 y 4.7% en 2027, por encima de cifras oficiales de 4.1% y 3.5%. Algún grado de consolidación fiscal en los próximos años es plausible, aunque el mercado requeriría evidencia tangible; una mejor trayectoria fiscal y mayor crecimiento abrirían espacio para una compresión en las primas de riesgo. La demanda estructural puede absorber una parte relevante de la emisión, pero no elimina la prima de plazo.

Hay valor en la curva mexicana. Los modelos y perspectivas de mercado señalan atractivo tanto en el *belly* (tramo intermedio de la curva) como en el extremo largo, con este último marginalmente más barato; sin embargo, el mayor *carry* favorece una preferencia por bonos nominales en el *belly* de la curva. También se identifican rendimientos reales atractivos en UDIs.

Por su parte, Banxico se mantiene en *holding the line* (mantener sin cambios la postura). La proyección conserva la tasa de referencia en 6.50% durante el horizonte visible, apoyada por una brecha de producto negativa y una inflación que se enfrió más rápido de lo esperado: 4.4% general, 3.9% subyacente, 3.5% en servicios subyacentes y 3.1% en mercancías subyacentes. El WIRP (probabilidades implícitas de movimientos de tasa) de Banxico y el *front-end* (tramo corto de la curva) de F-TIE habían llegado a reflejar un escenario de *hikes* locales, mientras el mercado descontaba dos *hikes* de la Fed en los siguientes doce meses. La sorpresa inflacionaria a la baja reabrió la discusión de recortes y aplazó el escenario de *hikes* de Banxico, no obstante, en un plazo de 1 año, el mercado tiene implicados incrementos en la tasa de referencia de más e 80 puntos base. El antecedente histórico también limita un desacoplamiento abierto (Ver cuadro 2).

Cuadro 2: Acciones de política monetaria implícitas México

Hoy	6.5 MEX	
	MIRP Mex	
1M	6.63	0.13
3M	6.60	0.10
6M	6.81	0.31
1Y	7.33	0.83
2Y	8.18	1.68
3Y	8.46	1.96
5Y	8.84	2.34

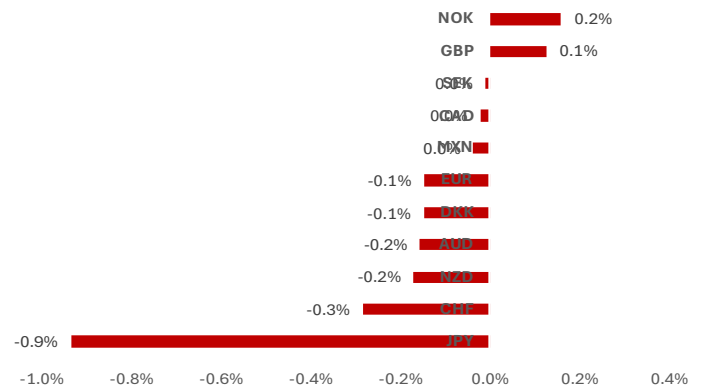
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

En un entorno de tasas atractivas, sólidos fundamentales macro y CDS de 5 años consistentemente por debajo de los 90 puntos base, la fortaleza del peso se apoya en un *flow backdrop* (entorno de flujos) más constructivo y demanda doméstica. Los fondos dedicados a emergentes registraron en 2025 sus primeras entradas positivas desde 2021 y aceleraron en 2026; por rendimiento, fundamentos y liquidez, México aparece bien posicionado para recibir una parte relevante de los EM *inflows* (entradas de capital hacia mercados emergentes). La tenencia extranjera de Mbonos permanecía cerca de 11%, señal de sub-posicionamiento, no de ausencia de riesgo. Al 5 de agosto, el peso acumulaba una apreciación de 4.5% frente al dólar, segundo mejor resultado entre las divisas emergentes después del real brasileño, que avanzó 6.9%. El renminbi chino reflejó 3.5%, el rand sudafricano 1.5% y el won coreano 1.1%; en contraste, la rupia india cedió 5.5%, la rupia indonesia 6.9% y la lira turca 9.7%. El posicionamiento del mercado mantiene OW FX. La fortaleza no equivale a inmunidad: depende de inflación, solidez fiscal, riesgo soberano, tasas globales y liquidez.

En adición y como muestra la Gráfica 7, en las últimas dos semanas, el peso mantuvo un desempeño favorable frente a las principales divisas internacionales, contrastando con depreciaciones observadas en monedas como el yen japonés (-0.9%) y el franco suizo (-0.3%). Aunque otras divisas, como la corona noruega y la libra esterlina, registraron avances marginales, el desempeño favorable del peso destaca en un entorno aún caracterizado por incertidumbre global y movimientos diferenciados entre monedas. Este comportamiento es consistente con el respaldo que brindan los fundamentales, el diferencial de tasas y un entorno de flujos hacia mercados emergentes más favorable que el observado en años recientes, aunque sin eliminar la sensibilidad del tipo de cambio a factores externos como las tasas globales, la inflación y las perspectivas fiscales. (Ver Gráfica 7 y Tabla 4).

Tabla 4: Tipo de Cambio

Moneda	Iso	Δ Semanal
Yen Japonés	JPY	-0.9%
Franco Suizo	CHF	-0.3%
Dólar Nueva Zelanda	NZD	-0.2%
Dólar Australiano	AUD	-0.2%
Corona Danesa	DKK	-0.1%
Euro	EUR	-0.1%
Peso Mexicano	MXN	0.0%
Dólar Canadiense	CAD	0.0%
Corona Sueca	SEK	0.0%
Libra	GBP	0.1%
Corona Noruega	NOK	0.2%

Gráfica 7: Tipo de Cambio


Fuente: Banorte con datos de Bloomberg

CONCLUSIÓN

El balance del inicio de agosto de 2026 sigue siendo constructivo. Las utilidades superan estimaciones en una proporción elevada, y los fundamentales permanecen positivos. México añade un soporte doméstico. Estos factores favorecen a los activos de riesgo, pero no implican una repetición del régimen de liquidez abundante: el costo del capital es mayor, el posicionamiento accionario está extendido y la duración larga compite con oferta soberana e inversión estratégica.

La fragilidad aparece en la interacción entre concentración, apalancamiento y coberturas menos confiables.

El análisis presentado no constituye un escenario central alternativo al consenso predominante de mercado, que continúa favoreciendo activos de riesgo y estrategias de carry. Su propósito es identificar los mecanismos mediante los cuales un desplazamiento en la distribución de riesgos podría amplificar episodios de volatilidad y afectar la capacidad de absorción de los mercados, contribuyendo a una evaluación más robusta de riesgos y resiliencia de portafolio.

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.

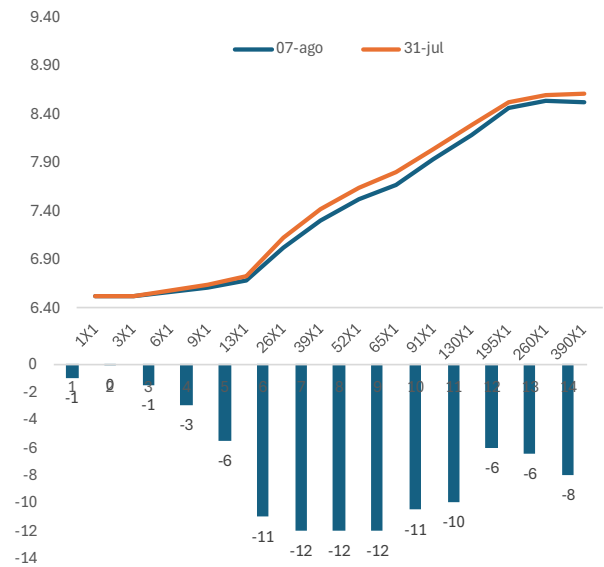
Este material no podrá ser citado, reproducido, distribuido, divulgado ni utilizado, total o parcialmente, sin la autorización previa y por escrito de Banorte.

APENDICE: MÉTRICAS TERMOMETRO DEL MERCADO

Tabla 5: TIEF 28

Nodo	07-ago	31-jul	Δ PB
1X1	6.52	6.53	-1
3X1	6.53	6.53	0
6X1	6.57	6.58	-1
9X1	6.61	6.64	-3
13X1	6.68	6.74	-6
26X1	7.02	7.13	-11
39X1	7.30	7.42	-12
52X1	7.53	7.65	-12
65X1	7.68	7.80	-12
91X1	7.94	8.04	-11
130X1	8.20	8.30	-10
195X1	8.47	8.53	-6
260X1	8.55	8.61	-6
390X1	8.54	8.62	-8

Gráfica 8: TIEF 28



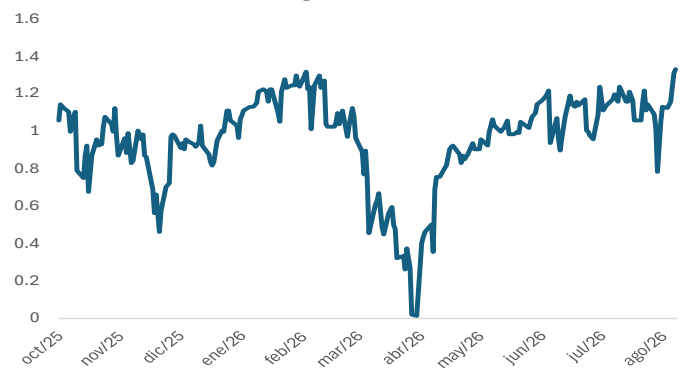
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 9: JP Morgan FX Volatility Index



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfica 10: Bloomberg US Financial Condition Index



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Cuadro 3: 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
09/10/2026	0.86	86%	0.22	2.40
10/29/2026	1.13	26%	0.28	2.47
12/17/2026	1.52	39%	0.38	2.57
02/04/2027	1.75	23%	0.44	2.63
03/18/2027	2.08	33%	0.52	2.71
04/29/2027	2.17	9%	0.54	2.73
06/10/2027	2.21	4%	0.55	2.74
07/22/2027	2.24	3%	0.56	2.75

Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Cuadro 4: Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (BoE)

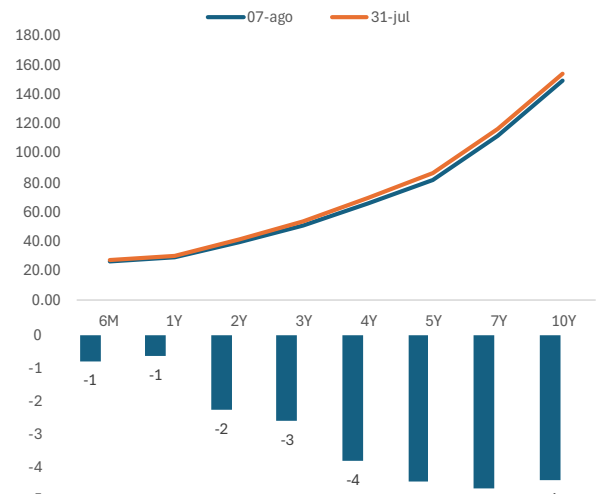
Acciones de política monetaria implícitas en los derivados (BoE)				
	# Alzas	%Alza/Recorte	Imp. Tasa Δ	Tasa Implícita
09/17/2026	0.22	22%	0.06	3.79
11/05/2026	0.69	47%	0.17	3.91
12/17/2026	1.12	43%	0.28	4.01
02/04/2027	1.49	38%	0.37	4.11
03/18/2027	1.80	30%	0.45	4.18
04/29/2027	2.02	22%	0.51	4.24
06/17/2027	2.18	16%	0.55	4.28
07/29/2027	2.64	46%	0.66	4.39

Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Tabla 6: CDS México

Plazo		07-ago	31-jul	Δ PB
6M	07/08/2026	26.68	27.45	-1
1Y	07/08/2026	29.38	30.00	-1
2Y	07/08/2026	39.43	41.67	-2
3Y	07/08/2026	51.25	53.82	-3
4Y	07/08/2026	65.92	69.73	-4
5Y	07/08/2026	82.08	86.54	-4
7Y	07/08/2026	111.73	116.38	-5
10Y	07/08/2026	149.97	154.36	-4

Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

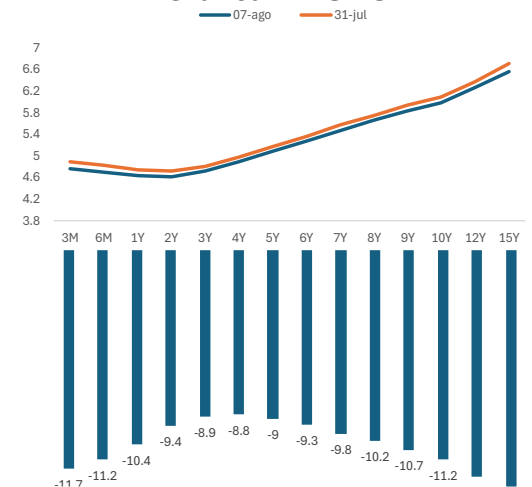
Gráfica 11: CDS México


Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Tabla 7: UMS

Plazo	07-ago	31-jul	Δ PB
3M	4.772	4.888	-11.7
6M	4.713	4.825	-11.2
1Y	4.641	4.744	-10.4
2Y	4.628	4.722	-9.4
3Y	4.73	4.819	-8.9
4Y	4.893	4.981	-8.8
5Y	5.085	5.175	-9
6Y	5.285	5.378	-9.3
7Y	5.481	5.579	-9.8
8Y	5.668	5.77	-10.2
9Y	5.84	5.947	-10.7
10Y	5.999	6.11	-11.2
12Y	6.271	6.392	-12.1
15Y	6.586	6.718	-13.2

Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 12: UMS


Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

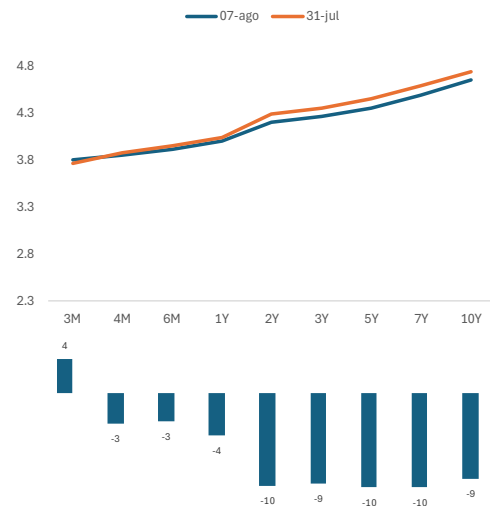
Tabla 8: SOFR

Fuente: Elaboración Propia con datos de

Plazo	07-ago	31-jul	Δ Pb
3M	3.798	3.762	3.6
4M	3.85	3.882	-3.2
6M	3.918	3.947	-2.9
1Y	3.999	4.042	-4.4
2Y	4.196	4.292	-9.6
3Y	4.26	4.354	-9.4
5Y	4.353	4.45	-9.7
7Y	4.493	4.591	-9.8
10Y	4.646	4.736	-8.9

Bloomberg

Gráfica 13: SOFR

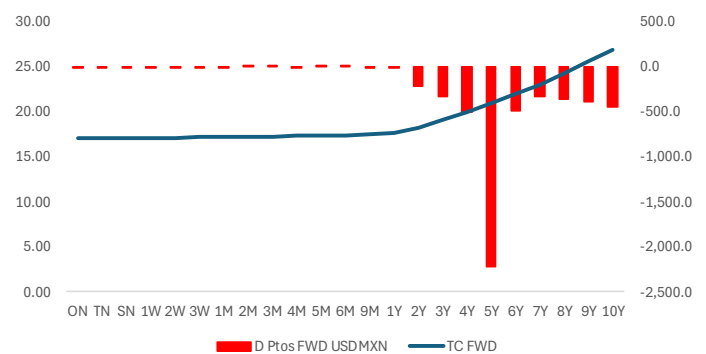


Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Tabla 9: Forward de Tipos de Cambio USDMXN

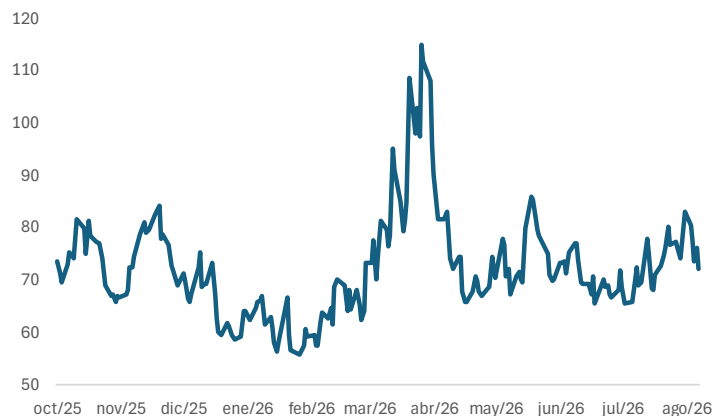
Plazo	07-ago	31-jul	Δ Ptos FWD US TC FWD	TC FWD
ON	42	43	-1.2	17.14
TN	14	15	-1.0	17.14
SN	14	15	-0.6	17.14
1W	100	104	-3.8	17.15
2W	201	209	-8.0	17.16
3W	301	308	-6.4	17.17
1M	447	454	-7.4	17.18
2M	902	900	1.5	17.23
3M	1,331	1,323	8.6	17.27
4M	1,745	1,747	-2.0	17.31
5M	2,166	2,165	0.8	17.35
6M	2,599	2,590	9.0	17.40
9M	3,843	3,845	-2.6	17.52
1Y	5,174	5,179	-4.9	17.65
2Y	11,738	11,950	-212.5	18.31
3Y	19,725	20,050	-325.0	19.11
4Y	28,573	29,083	-509.3	19.99
5Y	37,900	40,130	-2,230.0	20.93
6Y	48,308	48,791	-483.5	21.97
7Y	59,201	59,529	-327.3	23.06
8Y	71,482	71,842	-360.3	24.28
9Y	84,232	84,621	-388.9	25.56
10Y	97,292	97,740	-448.1	26.86

Gráfica 14: Forward de Tipo de Cambio USDMXN



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 15: Índice MOVE



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

MÉTRICAS COMPLEMENTARIAS DE CRÉDITO Y SISTEMA BANCARIO

Gráfica 16: CDX High Yield Spread



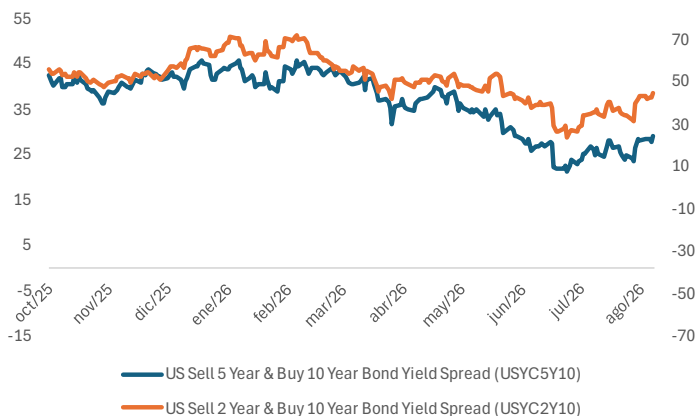
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 17: CDS Mex 5Y / CDS PEMEX 5Y



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 18: Spread Bonos US 2Y vs 10Y y 5Y vs 10Y



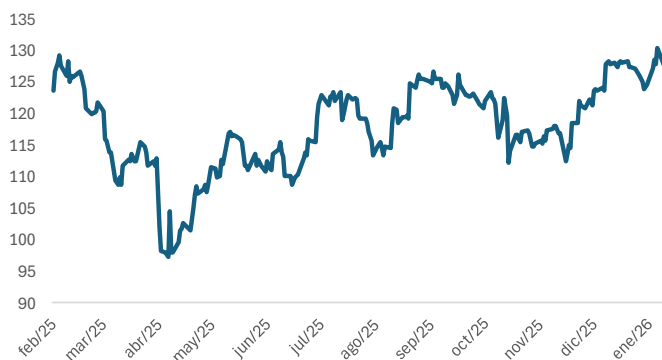
Fuente: Banorte con información de Bloomberg

Gráfica 19: US High Yield Corporate Bond Option Adjusted Spread



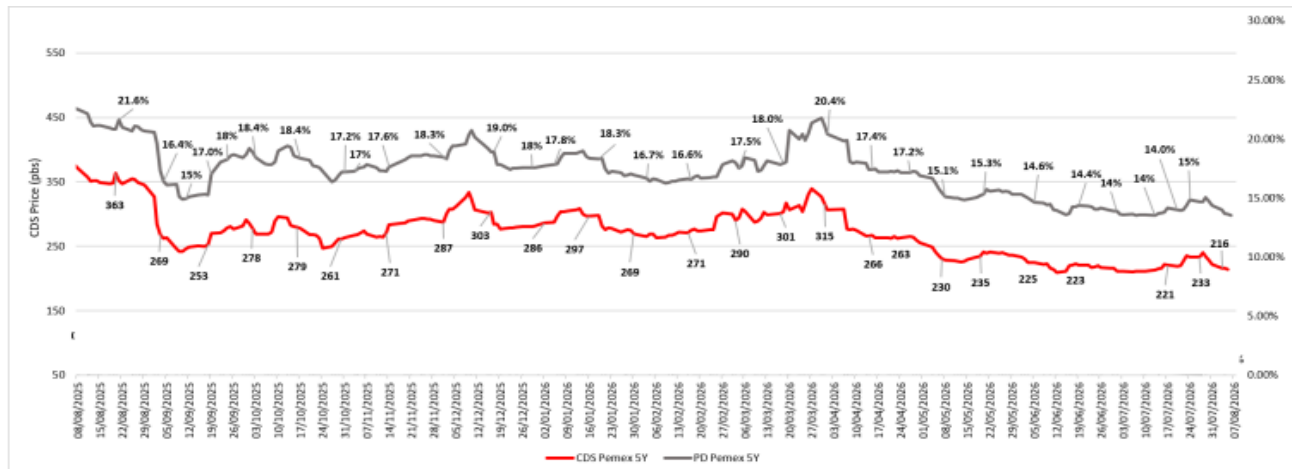
Fuente: Banorte con información de Bloomberg

Gráfica 20: KRX Regional Bank Index



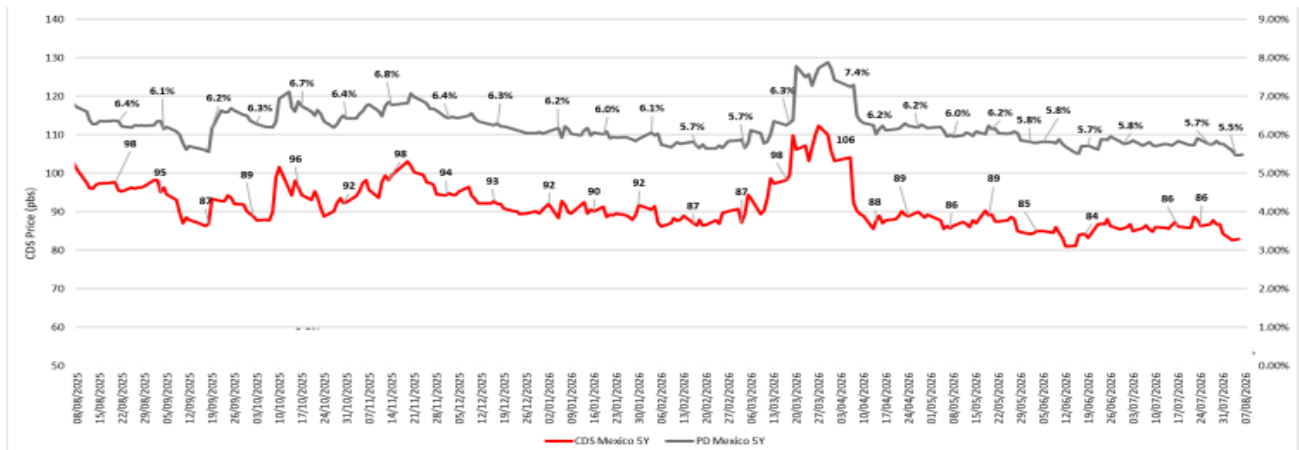
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 21: Curva de PI acumulada tenor 5y (%) vs CDS Pemex 5Y (bps)

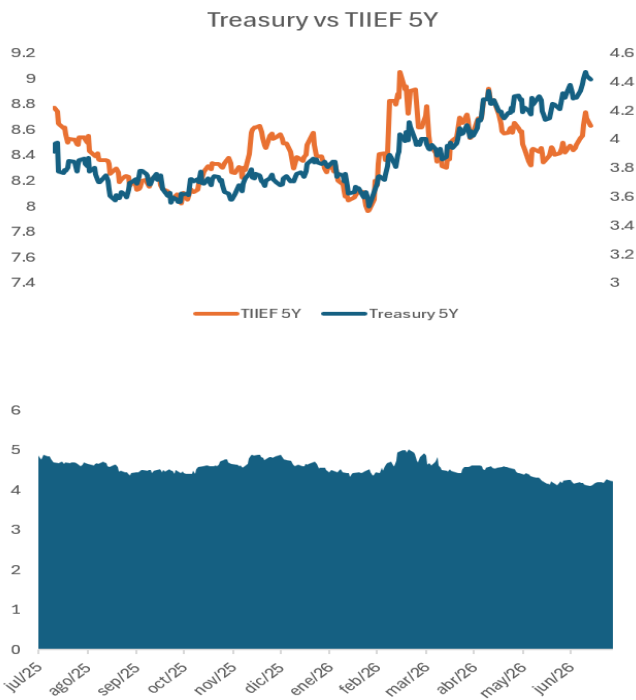


Fuente: Elaboración Propia con datos de PIP

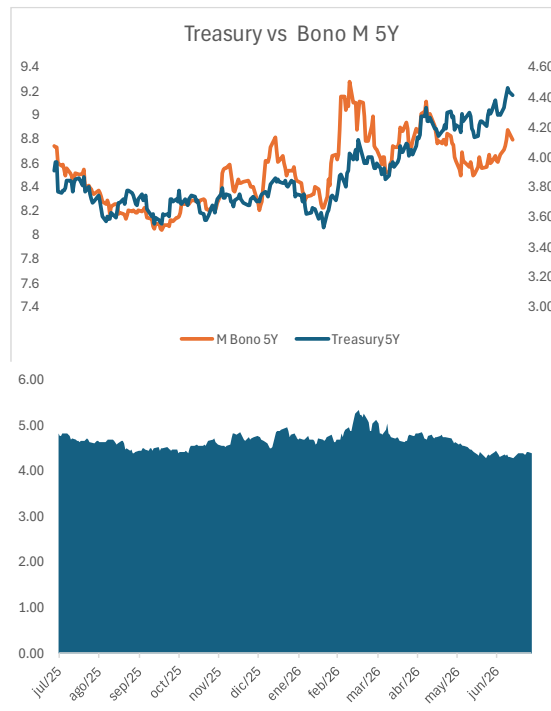
Gráfica 22: Curva de PI acumulada tenor 5y (%) vs CDS México 5Y (bps)



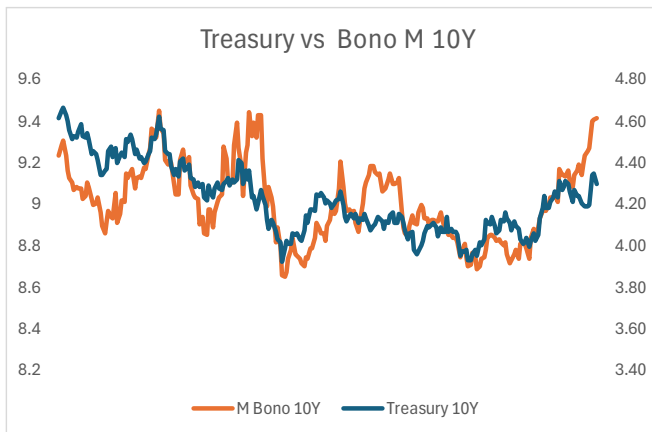
Fuente: Elaboración Propia con datos de PIP

Gráfica 23: Treasury vs TIEF 5Y


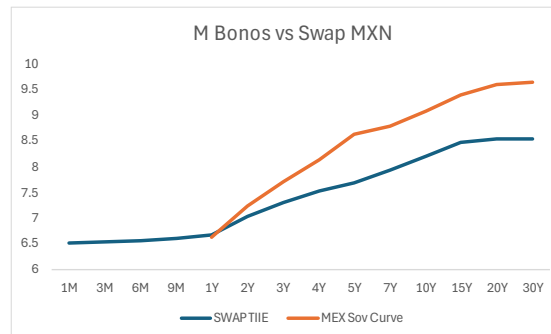
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 24: Treasury vs Mbono 5Y


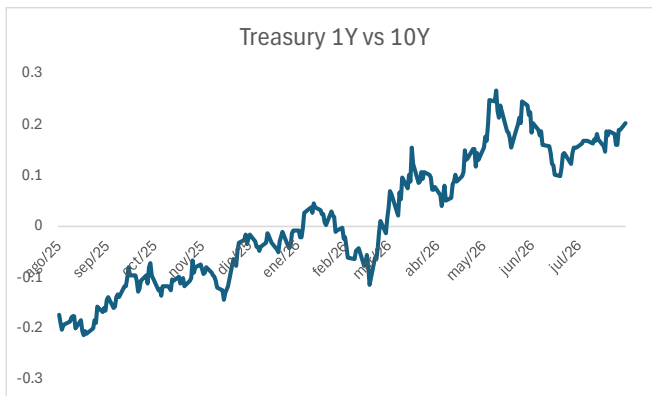
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 25: Treasury vs Bono M 10Y


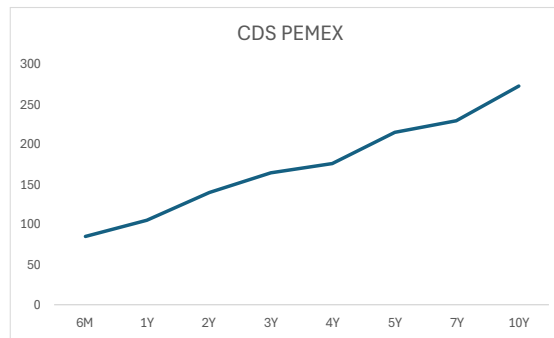
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 26: M Bonos vs Swap TIEF


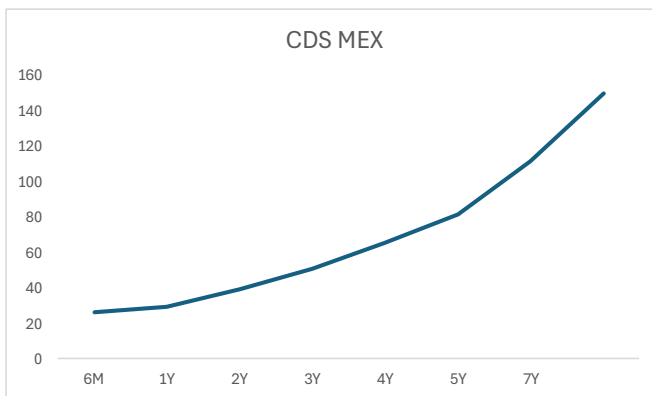
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 27: Treasury 1Y vs 10Y


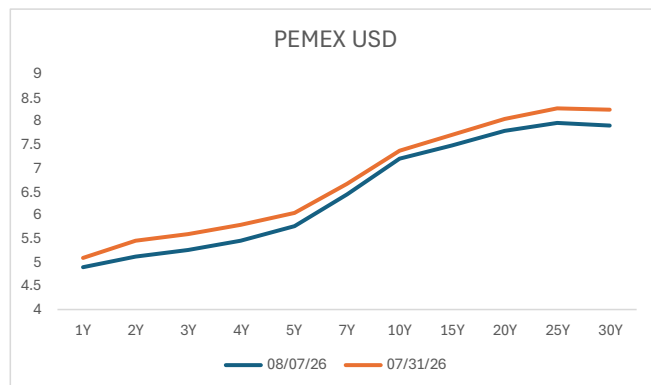
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 28: CDS PEMEX


Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

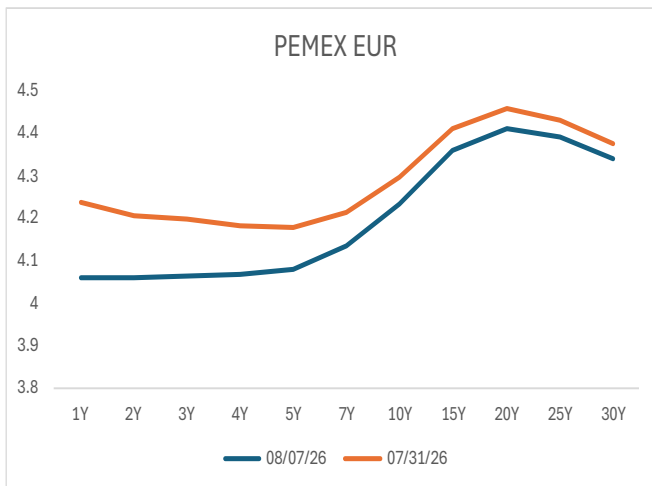
Gráfica 29: CDS MEX


Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 30: PEMEX USD


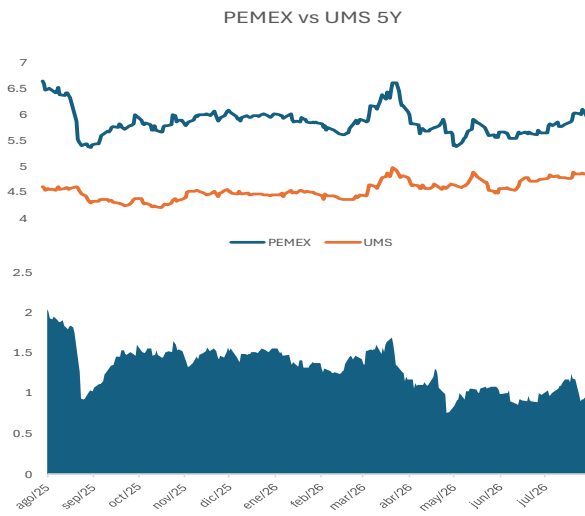
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 31: PEMEX EUR



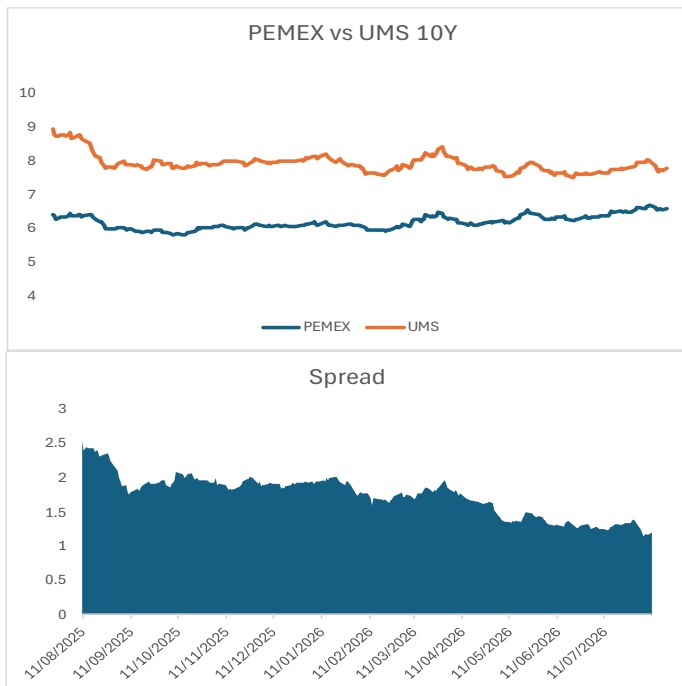
Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 32: PEMEX vs UMS 5Y



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Gráfica 33: PEMEX vs UMS 10Y



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

GLOSARIO DE INDICADORES

Indicador	Descripción	Página
Acciones de Política Monetaria Implícitas (FED)	Trayectoria esperada de la tasa de fondos federales derivada de contratos de derivados. Permite inferir la política monetaria implícita de la Reserva Federal y las probabilidades de futuros movimientos de tasas.	3
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.	3
Treasury	Curva de rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense utilizada como referencia global de tasas libres de riesgo. Permite evaluar expectativas de crecimiento, inflación y política monetaria en Estados Unidos.	4
Temporada de resultados del S&P 500	Indicador de desempeño corporativo que resume la proporción de empresas que superan expectativas de utilidades y ventas, así como la amplitud sectorial del crecimiento de beneficios.	5
Índice VIX e Incertidumbre US	Compara la volatilidad implícita del mercado accionario estadounidense (VIX) con un índice de incertidumbre económica, permitiendo identificar divergencias entre percepción de riesgo financiero y económico.	8
M Bonos	Curva de rendimientos de los Bonos M del Gobierno Federal mexicano, utilizada para analizar expectativas de tasas nominales y primas por plazo. Refleja las condiciones de financiamiento del gobierno y la percepción de riesgo en el mercado local.	9
Udibonos	Curva de rendimientos reales de los bonos gubernamentales indexados a inflación (Udibonos), utilizada para evaluar tasas reales de largo plazo. Permite inferir expectativas de inflación implícitas y el atractivo relativo de la deuda indexada.	9
Acciones de Política Monetaria Implícitas México	Expectativas derivadas del mercado sobre los movimientos futuros de la tasa objetivo de Banco de México. Permite estimar las probabilidades implícitas de recortes o alzas de tasas de interés.	10
Tipo de Cambio	Compara el desempeño relativo del peso mexicano frente a otras divisas internacionales y permite evaluar la influencia de flujos, diferencial de tasas y percepción de riesgo sobre la moneda.	11
TIEF 28	Curva de tasas implícitas derivada de instrumentos ligados a TIE de Fondeo, utilizada para estimar expectativas futuras de tasas en México y la trayectoria esperada de la política monetaria de Banco de México.	13
JP Morgan FX Volatility Index	Índice que mide la volatilidad implícita esperada en los principales mercados cambiarios globales. Funciona como referencia del apetito por riesgo y de la estabilidad del mercado de divisas.	13
Bloomberg US Financial Conditions Index	Indicador que resume las condiciones financieras en Estados Unidos mediante variables monetarias, crediticias y bursátiles. Valores más altos reflejan condiciones financieras más favorables.	13
Acciones de Política Monetaria Implícitas (ECB)	Expectativas implícitas sobre los movimientos futuros de tasas del Banco Central Europeo obtenidas a partir de instrumentos derivados. Permiten evaluar la trayectoria esperada de la política monetaria en la zona euro.	13
Acciones de Política Monetaria Implícitas (BoE)	Expectativas implícitas sobre los movimientos futuros de tasas del Banco de Inglaterra derivadas de instrumentos financieros. Reflejan la trayectoria esperada de la política monetaria en el Reino Unido.	14

Indicador	Descripción	Página
CDS México	Curva de Credit Default Swaps soberanos de México, que refleja la percepción de riesgo crediticio del país.	15
UMS	Curva de rendimientos de los bonos soberanos mexicanos emitidos en mercados internacionales (United Mexican States Bonds). Refleja el costo de financiamiento externo de México y la percepción de riesgo soberano por parte de inversionistas internacionales.	15
SOFR	Curva de tasas asociada a la Secured Overnight Financing Rate (SOFR), principal referencia de financiamiento en dólares estadounidenses. Es utilizada para estimar expectativas de tasas de corto plazo y valorar instrumentos financieros denominados en dólares.	16
Forward de Tipo de Cambio USDMXN	Curva de tipos de cambio implícitos derivados de contratos forward. Permite observar las expectativas del mercado sobre la trayectoria futura del peso frente al dólar y los diferenciales de tasas entre ambos países.	16
Índice MOVE	Indicador que mide la volatilidad implícita esperada en el mercado de bonos del Tesoro de Estados Unidos.	16
CDX High Yield Spread	Índice que refleja la percepción de riesgo crediticio para emisores corporativos de alto rendimiento en Norteamérica.	17
CDS México 5Y vs CDS PEMEX 5Y	Comparación entre el riesgo crediticio implícito de México y PEMEX a cinco años. Permite evaluar el riesgo relativo entre el soberano mexicano y la empresa estatal.	17
Spread Bonos US 2Y-10Y y 5Y-10Y	Diferenciales entre distintos vencimientos de Treasury utilizados para monitorear cambios en la pendiente de la curva de rendimientos.	17
US High Yield Corporate Bond Option Adjusted Spread	Diferencial ajustado por opciones entre bonos corporativos high yield y bonos gubernamentales estadounidenses. Mide la compensación exigida por el mercado para asumir riesgo crediticio.	17
KRX Regional Bank Index	Índice que mide el desempeño de los bancos regionales y funciona como indicador de la salud del sistema bancario regional.	17
Curva de PI Acumulada 5Y (%) vs CDS PEMEX 5Y (bps)	Compara la probabilidad de incumplimiento acumulada implícita de PEMEX con el spread observado de su CDS a cinco años.	18
Curva de PI Acumulada 5Y (%) vs CDS México 5Y (bps)	Compara la probabilidad de incumplimiento acumulada implícita del soberano mexicano con el spread de CDS a cinco años.	18
Treasury vs TIEF 5Y	Comparación entre tasas soberanas de Estados Unidos y México a cinco años. Permite monitorear diferenciales de tasas y atractivo relativo entre ambos mercados.	19
Treasury vs Mbono 5Y	Comparación entre el rendimiento del Treasury y del Mbono a cinco años. Refleja la prima exigida para invertir en deuda mexicana frente a deuda estadounidense.	19
Treasury vs Bono M 10Y	Comparación entre rendimientos soberanos de México y Estados Unidos a diez años. Útil para evaluar diferenciales de tasas de largo plazo.	19
M Bonos vs MXN	Relación entre los rendimientos de los M Bonos y la evolución del tipo de cambio peso-dólar. Permite analizar la interacción entre tasas de interés y divisa local.	19

Indicador	Descripción	Página
Treasury 1Y vs 10Y	Comparación entre rendimientos de Treasury de corto y largo plazo para evaluar la pendiente de la curva estadounidense.	20
CDS PEMEX	Indicador de riesgo crediticio implícito de Petróleos Mexicanos derivado del mercado de CDS.	20
CDS MEX	Indicador de riesgo crediticio implícito del soberano mexicano obtenido a partir de Credit Default Swaps.	20
PEMEX USD	Curva o estructura de rendimientos de bonos de PEMEX denominados en dólares.	20
PEMEX EUR	Curva o estructura de rendimientos de bonos de PEMEX denominados en euros.	21
PEMEX vs UMS 5Y	Comparación entre los rendimientos de PEMEX y los bonos soberanos mexicanos a cinco años para evaluar el diferencial de riesgo corporativo.	21
PEMEX vs UMS 10Y	Comparación entre los rendimientos de PEMEX y los bonos soberanos mexicanos a diez años para evaluar el diferencial de riesgo corporativo de largo plazo.	21