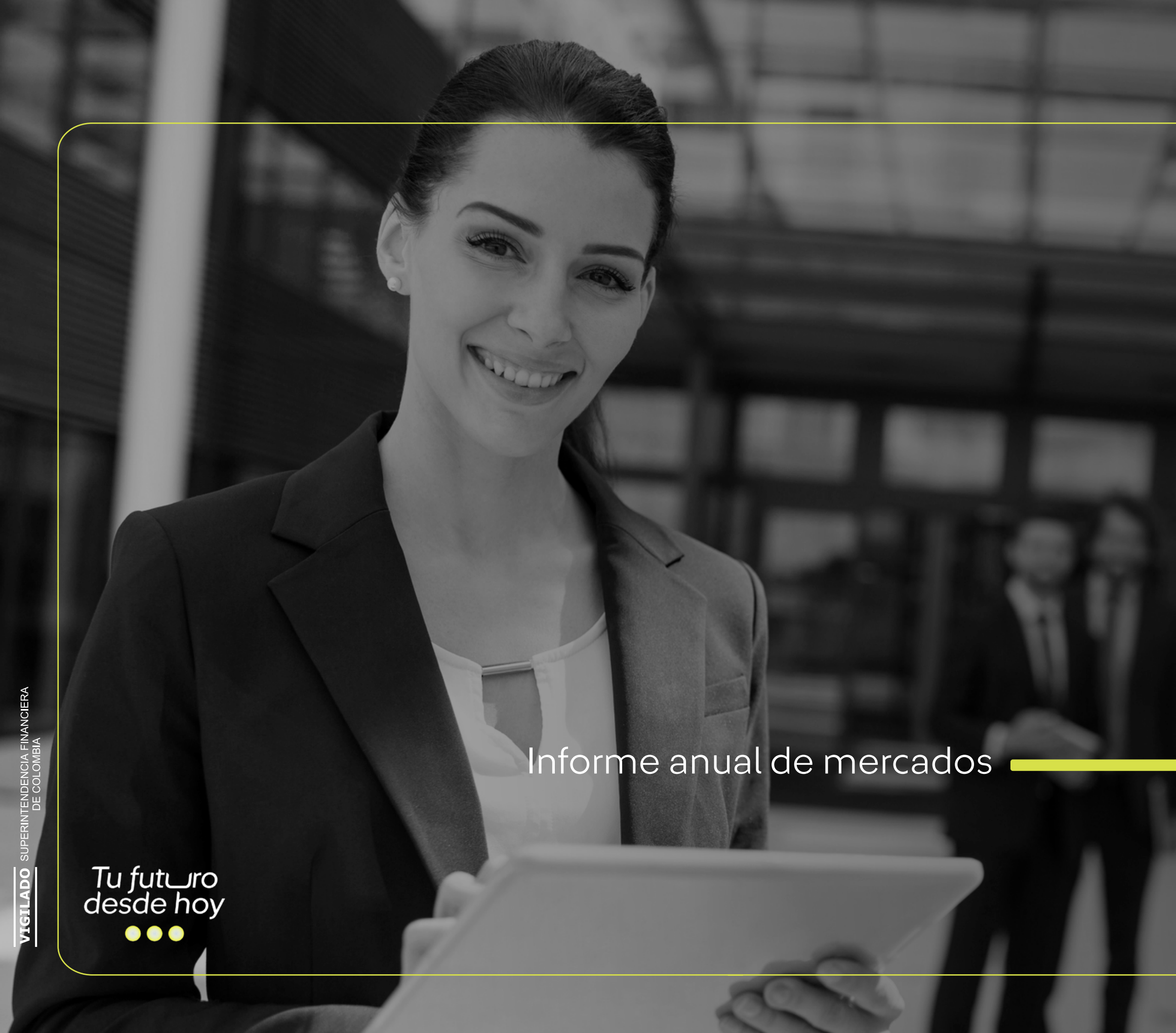




Protección

Visión Protección 2025

Informe anual de mercados

Diciembre 2024

Tu futuro
desde hoy
● ● ●



Contenido

Este informe es interactivo

Desde el menú superior podrás acceder a cada sección. También puedes hacerlo dando clic al número de página en esta tabla de contenido.



Te traerá de vuelta a esta tabla de contenido



Indica en que sección te encuentras



Al dar clic te lleva a un vídeo

Si algún término te resulta desconocido, consulta nuestro **Glosario de Inversiones**, haciendo clic aquí:



03	Presentación	15	Petróleo
04	Resumen de nuestra visión de activos globales	18	Activos alternativos inmobiliarios
05	Panorama macroeconómico	21	Panorama local Colombia
10	Renta variable global	25	Activos locales Colombia
13	Renta fija global	31	Portafolios estratégicos sugeridos



Presentación



Estimados Inversionistas,

Las buenas decisiones de inversión requieren tiempo, información de calidad y el acompañamiento de los expertos. Por eso, les damos la bienvenida a nuestro informe anual de mercados Visión Protección 2025, una guía esencial para comenzar el año bien informado, con una perspectiva del panorama financiero global y local que modelará las estrategias de inversión en el año que inicia.

Este informe es nuestra hoja de ruta para las inversiones en 2025. Entrega a nuestros clientes un análisis riguroso del contexto macroeconómico y del desempeño de los mercados financieros en 2024, así como las perspectivas para los diferentes activos en el nuevo año. Proporcionamos una visión integral a partir de la cual se fundamentan nuestras estrategias de inversión y ofrecemos a nuestros inversionistas los elementos clave para tomar decisiones en un 2025 con retos y oportunidades.

Durante 2024, la economía global mostró su capacidad de adaptación frente a escenarios complejos. La inflación, que era la mayor preocupación en los años previos, siguió moderando gracias a las políticas contractivas de los bancos centrales. La economía, de la que se esperaba un bajo crecimiento, se mantuvo resiliente y sin recesión, particularmente en los EE. UU. Aunque los mercados transitaron por meses de fuertes volatilidades, terminaron con importantes ganancias, destacándose el desempeño de los mercados accionarios, lo que nos permitió entregar a nuestros inversionistas desempeños muy favorables a través de nuestros portafolios y recomendaciones de inversión.

Para el 2025, los ojos están puestos en el segundo gobierno de Donald Trump en los EE. UU., y en el impacto de las decisiones políticas de su administración en la economía y en los mercados. Aunque el proceso desinflacionario se ha moderado, la economía estadounidense se mantendría resiliente, pues las probabilidades de recesión siguen siendo bajas. En

Colombia, el crecimiento económico continuaría en recuperación y lograríamos la meta de inflación al cierre de año, lo que permitiría que la tasa de intervención baje un poco más.

Luego de los altos retornos registrados en la mayoría de clases de activos durante el 2023 y 2024, los retornos esperados para los próximos años lucen más moderados; sin embargo, nuestra perspectiva hacia adelante es moderadamente optimista y el llamado que seguimos haciendo es hacia la diversificación, incluyendo diferentes tipos de activos para minimizar los riesgos de concentración. En este entorno global, dinámico y cambiante, la diversificación y el manejo de riesgos son esenciales para proteger y maximizar el valor de nuestras inversiones. La integración de nuevas tecnologías permitirá mejorar la eficiencia y descubrir oportunidades en los mercados globales. La geopolítica sigue siendo un factor determinante en nuestras decisiones de inversión, exigiendo una vigilancia constante. Además, la inclusión de criterios ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) en nuestras decisiones de inversión se ha vuelto crucial, para mitigar riesgos, promover prácticas responsables, generar valor a largo plazo, y construir así un futuro más sostenible y equitativo. Finalmente, el crecimiento de los mercados privados ofrece un potencial significativo para diversificar nuestras inversiones y aumentar los rendimientos a largo plazo. Con estas estrategias, estamos preparados para enfrentar los desafíos y aprovechar las oportunidades que el 2025 nos presenta.

Por último, quiero agradecer a los más de 600 mil clientes del Fondo de Pensión Voluntaria de Protección por confiar en nosotros la administración de sus \$12,9 billones en total. Reiteramos nuestro compromiso para seguir acompañándolos en la toma de sus decisiones de inversión durante el nuevo año.

Un saludo especial,

Felipe Herrera
Vicepresidente de Inversiones, Protección



Iniciamos el 2025 con optimismo moderado

El balance del desempeño de las inversiones en 2024 es muy positivo, especialmente para quienes se mantuvieron bien diversificados según su perfil de riesgo. Para 2025 mantenemos una perspectiva favorable para los mercados, aunque los retornos probablemente serán menores que los de los últimos dos años.

El 2024 fue, en términos generales, un año muy positivo para las inversiones. Cierra con optimismo en los mercados accionarios, dado un contexto de resiliencia económica en los EE. UU., niveles de inflación que siguen disminuyendo en gran parte del mundo y la normalización de la política monetaria de los bancos centrales a través de la reducción de las tasas de interés. Sin embargo, las acciones registraron marcadas divergencias entre las diferentes regiones, donde se destacó el mercado accionario de los EE. UU. con un avance del índice S&P 500 superior al 20%, impulsado por el llamado ‘excepcionalismo’ de la economía estadounidense, el optimismo frente a la inteligencia artificial y los resultados electorales para la presidencia y el Congreso de dicho país.

Por su parte, los mercados de renta fija terminan sin mayores cambios frente a los niveles de un año atrás, pero con una alta volatilidad durante el año, debido a los ajustes constantes de las expectativas de actividad económica y de la trayectoria de política monetaria por parte de la Reserva Federal (FED). Esto, a pesar de que la mayoría de los bancos centrales en el mundo iniciaron o siguieron su ciclo de reducción de tasas de interés por la continuidad en el proceso de desinflación durante el año. La Reserva Federal en los EE. UU. inició en septiembre el tan esperado ciclo de recortes de tasas.

Para el 2025, mantenemos una perspectiva favorable para los mercados, pero seguramente los retornos serán más acotados que los vistos en los últimos dos años.

En el año que inicia, el crecimiento económico global podría ubicarse alrededor del 3%, pero esperamos divergencias en los niveles de crecimiento y de inflación entre las diferentes regiones y, en consecuencia, veremos políticas monetarias menos sincronizadas a nivel global. Los factores que incidirán en el desempeño de los mercados son la trayectoria de política monetaria, principalmente en los EE. UU., las diferentes medidas de política comercial, reducción de impuestos, política migratoria y desregulación que implemente la administración Trump, la evolución de la economía y los potenciales estímulos en China.

Con este escenario, esperamos mayor volatilidad en el nuevo año comparada con la de 2024. Mantenemos una perspectiva positiva para los mercados accionarios y estimamos un mejor desempeño de la renta variable estadounidense frente a otros mercados desarrollados y emergentes. En la renta fija global, vemos fuerzas encontradas: por un lado, continuará el ciclo de reducción de tasas de interés por parte de la FED, pero, por otro lado, las tensiones fiscales y los riesgos inflacionarios presionarán a la renta fija. Por lo tanto, no vemos mayor potencial de valorización de este tipo de activo y nuestra expectativa es que sigamos viendo una alta volatilidad. No obstante, los niveles de tasas siguen siendo altos y ofrecen un ‘carry’ (pago de intereses) atractivo para las estrategias de inversión. Finalmente, el escenario económico y político global marca un contexto donde podría mantenerse la fortaleza del dólar en el nuevo año.



Los mercados accionarios repuntaron en 2024; aunque la renta fija cierra sin mayores cambios, registró importantes volatilidades.



La evolución de las políticas comerciales, fiscales, migratorias y regulatorias que se implementen bajo la nueva presidencia de Donald Trump en EE. UU. será clave en el desempeño de los diferentes activos.



Presentación

Nuestra visión de
activos globales**Panorama
macroeconómico**Renta
variable globalRenta
fija global

Petróleo

Activos alternativos
inmobiliariosPanorama local
ColombiaActivos locales
ColombiaPortafolios
estratégicos sugeridos

Economía global superó momentos difíciles en 2024



El proceso de desinflación y el cuidado con el que los grandes bancos centrales ganaron confianza para iniciar un nuevo ciclo de recortes de tasas ayudaron a superar los retos.

La economía global esquivó la recesión y, en el año que está por iniciar, se beneficiará de los efectos rezagados de la política monetaria y de un momento más avanzado en el ciclo de recortes de tasas de algunas economías.

Durante 2024, la economía global superó momentos difíciles y esquivó la recesión. **Termina el año con optimismo en el mercado accionario global, liderado por los Estados Unidos, lo que dista de la expectativa sombría de un año atrás.** La gran diferencia la hizo la mejor dinámica de crecimiento económico, liderada por el consumo estadounidense.

El proceso de desinflación y la manera cuidadosa en la que los grandes bancos centrales ganaron confianza para iniciar un nuevo ciclo de recortes de tasas de interés ayudaron a superar los retos. Sin embargo, durante el año tuvimos tensiones geopolíticas e incertidumbre electoral. Este último desvelo generó un resultado más entusiasta para el mercado, con un

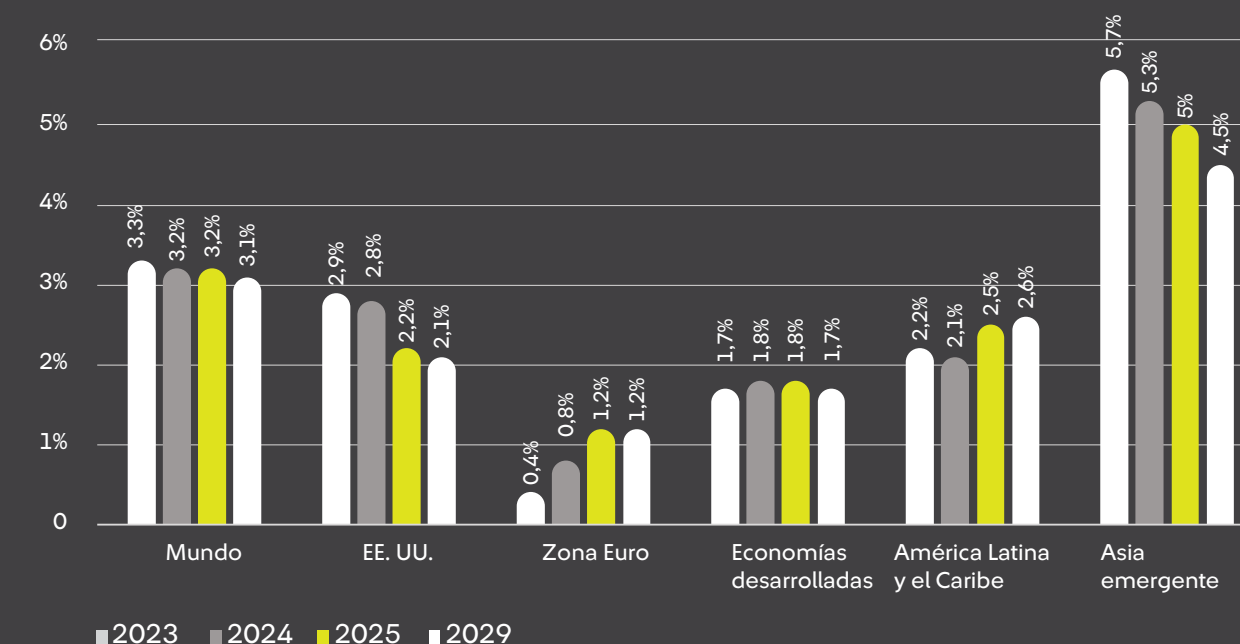
triple triunfo en EE. UU.: presidente y control de las dos cámaras del Congreso, lo que le brindó un empujón adicional al mercado, pero, a la vez, representa para 2025 una amenaza que puede ahondar la divergencia económica global. En todo caso, **en el año que inicia, los efectos rezagados de política monetaria y un momento más avanzado en el ciclo de recortes de tasas de interés de algunas economías beneficiarán a la economía mundial.**

Julián Cárdenas
Especialista de Estrategias
de Inversión



CLIC
para ver el video

Perspectiva de crecimiento de la economía mundial



Fuente: Fondo Monetario Internacional - Octubre de 2024



Viento a favor para Estados Unidos en 2025



Para 2025 no se esperan cambios en el crecimiento global, con las economías desarrolladas creciendo, en promedio, ligeramente por debajo del 2% y las economías emergentes, sutilmente, por encima del 4%; a nivel global, se estima un crecimiento cercano al 3%.

Los Estados Unidos tienen el viento a favor reforzando su excepcionalismo debido al potencial de cambios en la política. El escenario de llegada de Donald Trump a la Casa Blanca, Trumpconomics 2.0, plantea una trayectoria favorable para EE. UU. pero a la vez, un desenlace divergente de crecimiento e inflación frente al resto de las economías desarrolladas, con mayor debilidad de Europa y amenazas para el mundo emergente al revivir una posible guerra comercial. Al interior del país, son inciertos los impactos en lo fiscal y en los precios, debido al frente migratorio, el recorte de impuestos, las eficiencias del gobierno y la regulación. Sin embargo, de todos los ajustes de política, pensamos que el más relevante es el de las tarifas al comercio exterior, por lo vivido en el primer periodo de Trump y lo confirmado en su primer mes como presidente electo, al anunciar el incremento de tarifas a México, Canadá y China. **En el nuevo escenario, las tarifas comerciales afectan la inflación una sola**

vez. Según expertos, cada aumento del 1% en las tarifas incrementa la inflación en 0,1%.

En general, para 2025 no se esperan cambios en el crecimiento global, con las economías desarrolladas creciendo, en promedio, ligeramente por debajo del 2% y las economías emergentes, sutilmente, por encima del 4%; a nivel global, se estima que el crecimiento será cercano al 3%. El cambio de política en EE. UU. puede ser neutral frente al crecimiento económico, con un impacto inicial negativo y luego positivo. Los temas migratorios y de tarifas pueden tener efectos negativos inmediatos desde la Casa Blanca. En cambio, los recortes impositivos, que pueden beneficiar la actividad, deben pasar por el Congreso, lo cual puede tomar más tiempo. Finalmente, pensamos que el diferencial de crecimiento entre EE.UU. frente al resto del mundo será más favorable para el primero.

De todos los ajustes de política para el nuevo periodo presidencial de Donald Trump, pensamos que el cambio más relevante es el de tarifas al comercio exterior.



Presentación

Nuestra visión
de activos globales**Panorama
macroeconómico**Renta
variable globalRenta
fija global

Petróleo

Activos alternativos
inmobiliariosPanorama local
ColombiaActivos locales
ColombiaPortafolios
estratégicos sugeridos

¿Qué pensamos en detalle de las reformas en la política estadounidense?

Nuestra visión

Seguimos optimistas con el mercado accionario, especialmente con el estadounidense frente al resto del mundo. La fortaleza del dólar persistirá debido a los temores en los emergentes y al menor ritmo de recorte de tasas de la FED versus otros mercados desarrollados.



Tarifas comerciales

Una encuesta realizada en noviembre por Goldman Sachs confirmó que la mayor preocupación ante los cambios de política del nuevo gobierno de Trump, con más de un 60% de las respuestas, es la idea de un aumento universal en las tarifas comerciales, las cuales tendrían un impacto neto negativo en la economía. Frente a esto, pensamos que la probabilidad de una tarifa universal es baja, debido a los efectos sobre la inflación, y gana adeptos la idea de un ajuste adicional a las tarifas provenientes de China y a la industria automotriz al ser una promesa de campaña.



Migración

Este tema tiene potencial de ser negativo para la economía, vía mayores salarios en sectores sensibles como los de servicios y consumo discrecional. En los últimos años la migración ha cambiado. Antes de la pandemia, el total neto de migrantes (ilegales y legales) era cercano a un millón cada año. Durante el mandato de Joe Biden alcanzó a estar entre tres y cuatro millones anuales, y recientemente ha disminuido a algo entre 1,5 y 1,7 millones al año. Pensamos que Donald Trump también cumplirá en este aspecto, pero descartamos deportaciones masivas y, desde nuestro punto de vista, volveremos a las cifras pre Covid sin implicaciones de consideración en los precios ni en los salarios.



Recorte impositivo

Este es un punto emocionante para el mercado, con respuesta positiva transversal por sectores y mayor beneficio para la industria. Durante su primer mandato, Trump bajó la tasa impositiva corporativa de 35% a 21%. Consideramos que algunas políticas de recorte de impuestos pueden extenderse, pero nuevos recortes serán difíciles de implementar debido a la situación fiscal de EE. UU. entre 2025-2028, que será distinta a la de 2017-2020. El déficit fiscal actual es cercano al 5% y la deuda sobre el Producto Interno Bruto (PIB) está en máximos históricos, por encima de 120%. Prevemos un recorte marginal general de unos pocos puntos y, posiblemente, hasta el 15% específicamente para la industria.



Eficiencia de gobierno

Pensamos que algunos recortes podrían materializarse con el apoyo de la tecnología de Elon Musk, aunque muchos enfrentan rigideces y no tendrán un impacto fiscal significativo.



Política monetaria

La nueva administración podría ralentizar ligeramente el proceso de desinflación, lo que llevaría a la Reserva Federal a moderar los recortes de tasas de interés. El mercado espera un escenario más inflacionario, lo que podría traer sorpresas positivas si sigue la fase de desinflación. Es importante destacar que el camino de recorte de tasas de interés continuará y que las implicaciones en temas migratorios o tarifarios no serán tan graves como se pronostica.



Perspectivas para Europa, China y Japón

Europa transita por un terreno de tierras movedizas. En 2024, la economía europea mostró señales de recuperación, aunque con un ritmo bajo. **Al tercer trimestre, la economía europea creció 0,9% anualizado, lo que reflejó algo de cautela tanto de los consumidores como de las empresas.** Uno de los factores que generó mayor lastre a la economía del Viejo Continente fue Alemania, afectada por problemas en el rumbo de las exportaciones de manufacturas, los altos precios de la energía y el costo de materiales, la alta competencia de China, los riesgos geopolíticos y los temores a una nueva ronda de aumento de tarifas por parte de los Estados Unidos, especialmente a la industria automotriz. A lo anterior, se suman problemas de coalición a nivel político.

China se encuentra en una fase temprana de su ciclo económico y enfrenta retos estructurales. Le ha costado mejorar el impulso debido a un ritmo de altibajos en las exportaciones, la debilidad en las manufacturas y un sector inmobiliario que sigue frenando la actividad. Sin embargo, a partir del último trimestre del año, se anunciaron recortes en las tasas de interés, reducción en las reservas obligatorias para los bancos, apoyo a las empresas para la recompra de acciones y respaldo al sector inmobiliario, con lo que se espera dinamizar la actividad económica. **El regreso de Donald Trump le plantea desafíos, como el escalamiento de la guerra comercial, que aumentaría la tasa tarifaria sobre bienes chinos a un 60%, lo que podría impactar cerca del 2% del PIB.** En respuesta, el gigante asiático podría devaluar su moneda, anunciar un impulso fiscal adicional y responder, también, con tarifas a los EE.UU.



Europa

A pesar de señales de recuperación, la economía europea enfrenta un panorama incierto, afectada por la competencia de China, la incertidumbre política en algunos países de la zona y la difícil situación de Alemania.



China

China enfrenta retos estructurales y una fase temprana de recuperación económica, mientras se prepara para los desafíos derivados de la guerra comercial y las políticas de Trump.



Presentación	Nuestra visión de activos globales	Panorama macroeconómico	Renta variable global	Renta fija global	Petróleo	Activos alternativos inmobiliarios	Panorama local Colombia	Activos locales Colombia	Portafolios estratégicos sugeridos
--------------	------------------------------------	--------------------------------	-----------------------	-------------------	----------	------------------------------------	-------------------------	--------------------------	------------------------------------

Japón atraviesa un buen momento. Los incrementos de los salarios, el recorte de impuestos personales y la fortaleza del yen ofrecen una buena posición a los ingresos de los japoneses. No obstante, una inflación persistente podría llegar a frenar en algo el crecimiento. **Tras comenzar 2024 con retrocesos en el PIB del 2,4%, la economía despegó gracias a la fortaleza de la demanda:** el gasto de los consumidores creció 0,9%, lo que refleja un cambio de estímulos, pasando del componente externo a una dinámica centrada en la demanda interna. En junio, los salarios superaron la inflación por primera vez desde 2022. Sin embar-

go, la tasa de desempleo aumentó 2,5% en octubre, mientras que la inflación bajó al 2,3% desde el 3% reportado en agosto.

En el octavo mes del año, las expectativas de recortes de tasas en los EE. UU. y de subidas de tasas en Japón, hicieron que el yen se apreciara, ocasionando un desmonte de estrategias de muchos inversionistas globales, quienes, durante años aprovecharon las bajas tasas de interés del país nipón y las elevadas de EE. UU., lo que generó fuertes movimientos en el mercado. De cara a 2025, el proceso de normalización y las políticas de gobierno corporativo auguran buenas expectativas en los mercados.

MERCADOS EMERGENTES

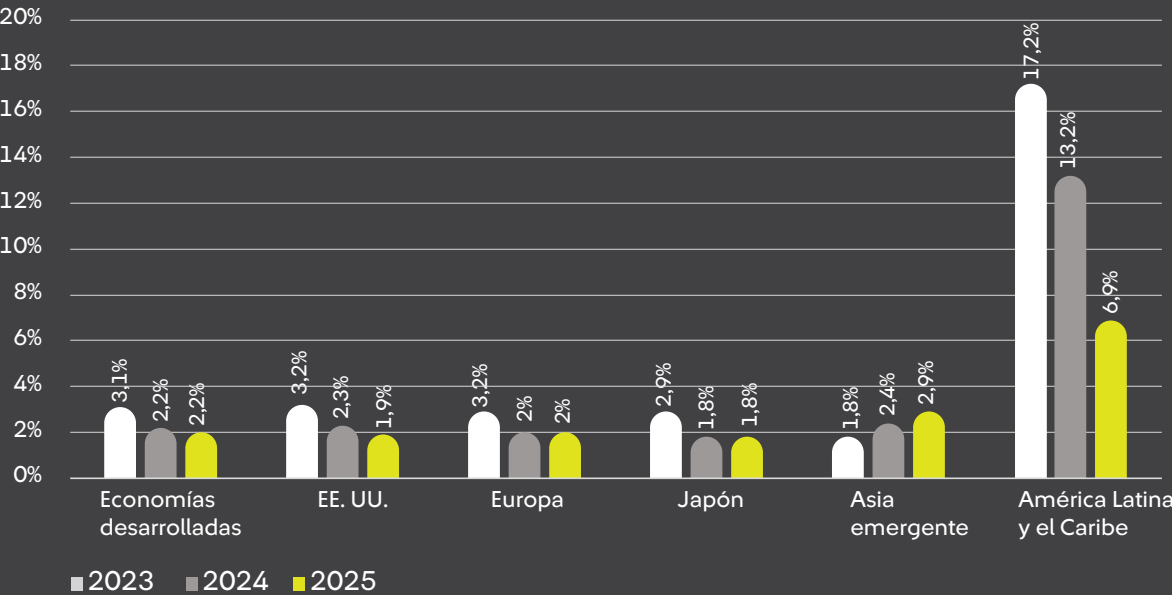
Los mercados emergentes enfrentan el panorama más incierto: cambios en la política estadounidense, fortaleza del dólar y menor espacio para generar estímulos monetarios y fiscales. Históricamente, un dólar fuerte ha tenido efectos negativos en los mercados emergentes, ya que tiende a atraer capital hacia Estados Unidos, reduciendo los flujos hacia otras economías, incluidas las de los mercados emergentes. **La fortaleza del dólar implica una debilidad en las monedas de estos países, lo que encarece los costos de producción, especialmente si dependen de insumos denominados en dólares.** Esta situación podría beneficiar a India, que se perfila como una opción atractiva de inversión ante la posibilidad de una guerra comercial entre China y Estados Unidos. Sin embargo, en los mercados emergentes también surgen desafíos, como las dificultades fiscales de Brasil y los cambios constitucionales en México, que generan incertidumbre económica.



Japón

Las expectativas de recortes de tasas de interés en los EE. UU. y de aumentos en las tasas en Japón hicieron que el yen se apreciara, lo que ocasionó un desmonte de estrategias por parte de muchos inversionistas globales.

Perspectiva de inflación de la economía mundial



Fuente: Fondo Monetario Internacional - Octubre de 2024



Sobresaliente desempeño de las acciones globales en 2024

Las bolsas de la eurozona y Japón también se valorizaron, aunque de manera más moderada que la de EE. UU. Al 15 de diciembre, el S&P 500 registró un avance del 26,9%.



Un panorama económico favorable, los recortes de tasas de interés por parte de los principales bancos del mundo, los resultados de las empresas tecnológicas y la fortaleza del dólar impulsaron las acciones en los países desarrollados.

El 2024 quedará como un año memorable para las acciones de los mercados desarrollados, especialmente para EE. UU., cuyo desempeño fue sobresaliente, en medio de un panorama económico favorable, que incluyó el inicio del ciclo de reducción de tasas de interés por parte de los principales bancos centrales, además del impulso de las grandes compañías tecnológicas estadounidenses y la fortaleza del dólar. **El principal índice accionario de EE. UU., el S&P 500, avanzó un 26,9% (cifra al 15 de diciembre) impulsado principalmente por las llamadas “Siete Magníficas” (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla),** sin desconocer que otras empresas del índice también repuntaron.

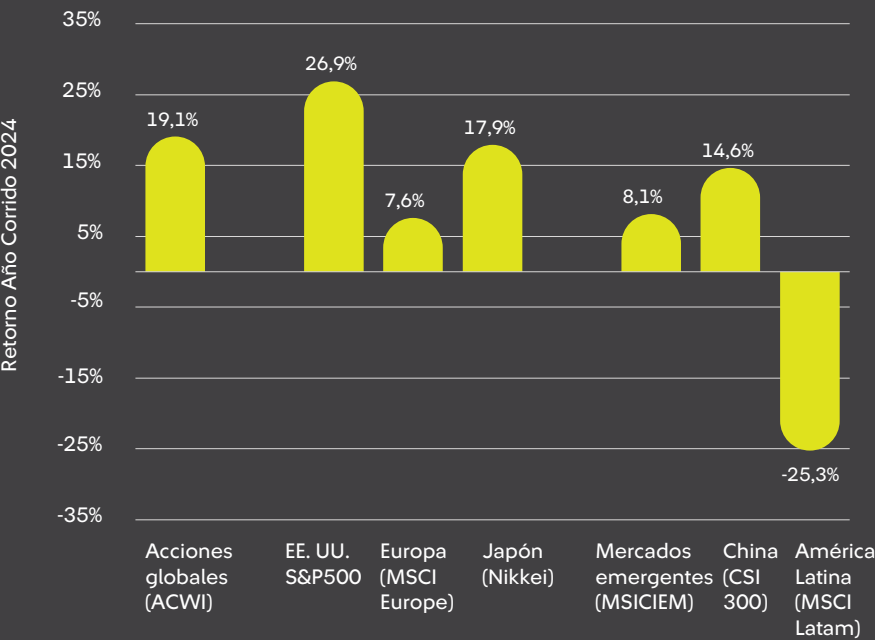
Los resultados de las elecciones presidenciales y de Congreso en los Estados Unidos —con la victoria de Donald Trump y la mayoría republicana en el Congreso logrando la llamada ‘barrida roja’ — impulsaron los índices accionarios de este país en los últimos dos meses del año, sumando ganancias adicionales a las ya acumula-

das en el mercado accionario hasta octubre. Por su parte, las bolsas de la eurozona y Japón también se valorizaron, aunque de manera más moderada que las de EE. UU. El Viejo Continente mostró el mayor rezago, dado un panorama económico más débil.

En los mercados emergentes se observó alta volatilidad y resultados mixtos a lo largo del año. Asia Emergente registró ganancias en el agregado anual, aunque enfrentó volatilidades muy importantes debido a las fragilidades macroeconómicas de China y la falta de confianza de los agentes, en medio de los anuncios de nuevos estímulos económicos por parte de las autoridades chinas.

Latinoamérica se desalineó de los mercados accionarios globales y retrocedió 25,3% al 15 de diciembre, arrastrada por las pérdidas de las bolsas de Brasil y México. En el país suramericano los ruidos fiscales afectaron el desempeño de las acciones, mientras que, en México, la incertidumbre política y regulatoria tras la elección de Claudia Sheinbaum como nueva presidenta afectó la confianza de los inversionistas.

Desempeño de los principales índices accionarios en el mundo durante el 2024





Expectativa favorable sobre las acciones para el 2025



Por el contexto macroeconómico y el inicio del Gobierno Trump, se prevé que continúe el llamado excepcionalismo económico de los EE.UU., lo que debería favorecer el desempeño de su mercado accionario.

Luego de dos años excepcionales para los mercados accionarios, esperamos que en el nuevo año los retornos sean más acotados, pero positivos, con una posible intensificación de las volatilidades. **La trayectoria de la política monetaria, en especial en los EE. UU., junto con la implementación de nuevas medidas del Gobierno de Donald Trump en materia de política comercial (tarifas), reducción de impuestos, política migratoria y desregulación, serán determinantes para el desempeño de los mercados.** A esto se suma la evolución de la economía china y la posibilidad de nuevos estímulos económicos.

Nuestra perspectiva es positiva para las acciones. Esperamos que el mercado estadou-

nidense se comporte mejor en comparación con otros países desarrollados y emergentes. No obstante, debido a las altas valoraciones actuales, este mercado podría ser más sensible a eventos de riesgo o a decepciones por las menores utilidades de las empresas. El entorno macroeconómico, la agenda de la administración Trump, y un crecimiento de utilidades corporativas esperado de alrededor del 15% sientan las bases para un mejor desempeño relativo de este mercado frente a otras regiones. A lo anterior se suma el entusiasmo por la IA, que probablemente continuará, aunque hay riesgos asociados a las altas valoraciones, en particular, de las grandes tecnológicas. De esta manera, para 2025, mantenemos una mayor preferencia por las acciones estadounidenses.

Esperamos que el mercado accionario estadounidense se comporte mejor que otros países desarrollados y emergentes.



Presentación	Nuestra visión de activos globales	Panorama macroeconómico	Renta variable global	Renta fija global	Petróleo	Activos alternativos inmobiliarios	Panorama local Colombia	Activos locales Colombia	Portafolios estratégicos sugeridos
--------------	------------------------------------	-------------------------	------------------------------	-------------------	----------	------------------------------------	-------------------------	--------------------------	------------------------------------

Europa, por su parte, podría beneficiarse de un mejor contexto económico si las tasas de interés continúan bajando. Sin embargo, para impulsar el mercado, será necesario que las utilidades de las empresas aumenten. Además, **el mercado europeo podría ser sensible a las tarifas implementadas por la administración Trump, lo que podría tener un efecto negativo sobre el crecimiento de la región.**

En Japón, los buenos indicadores macroeconómicos y las mejoras en el crecimiento de las ganancias corporativas crean un panorama

positivo para este mercado. No obstante, un riesgo podría ser un banco central japonés más agresivo, lo que podría afectar el crecimiento.

Finalmente, para los mercados emergentes no vemos en 2025 condiciones favorables, a pesar de contar con las valoraciones más atractivas. Los diferenciales de crecimiento más estrechos en comparación con los países desarrollados, junto con políticas monetarias menos expansivas y el deterioro en las primas de riesgo en estos mercados, nos

llevan a tener una expectativa menos favorable sobre los emergentes. Además, la fortaleza del dólar, el impacto de las medidas migratorias y las tarifas comerciales del gobierno Trump podrían afectar negativamente a estos mercados.

No obstante, el panorama para los emergentes podría cambiar si las autoridades chinas ponen en marcha paquetes de estímulo considerablemente superiores a los esperados, lo que podría alterar el sentimiento y la confianza de los inversionistas.



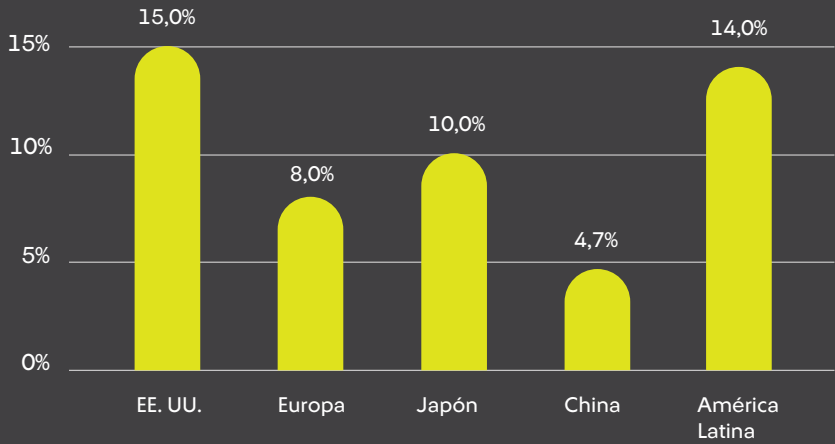
Liliana Mancera
Líder de Estrategias de Inversión

CLIC
para ver el video



Los buenos indicadores macroeconómicos y el aumento en las ganancias corporativas generan un panorama positivo para el mercado japonés.

Crecimiento esperado de utilidades corporativas para 2025



Fuente: LSEG Data & Analytics



El 2024, un año de volatilidad para la renta fija internacional



La volatilidad del mercado de renta fija en 2024 estuvo marcada por las expectativas económicas de EE. UU., las decisiones de la Reserva Federal y las dinámicas globales en Europa y Japón.

El mercado de renta fija global experimentó un contexto cambiante durante todo el 2024. En especial, **el continuo ajuste en las expectativas de crecimiento económico de EE. UU., que se debatían entre un escenario favorable y uno de recesión, sumado a su incidencia sobre las decisiones futuras de la Reserva Federal, marcaron la pauta y la amplia volatilidad registrada en este activo.**

Frente al mercado de Tesoros, resaltamos que en el primer semestre de 2024 la tasa de referencia a 10 años aumentó alcanzando niveles cercanos al 4,8%, debido a que la inflación y los datos económicos superaron las expectativas. Sin embargo, hacia mediados del año, los temores de recesión presionaron las tasas por debajo del 4%, impulsadas por

datos laborales que estuvieron por debajo de las proyecciones. En el último trimestre, las tasas volvieron a incrementarse reflejando un contexto macroeconómico sólido y los posibles efectos de la elección presidencial de Donald Trump sobre la inflación y el déficit fiscal de EE. UU.

En Europa y Japón, el contexto no fue distinto. Mientras en el Viejo Continente el desempeño respondió a los recortes de tasas del Banco Central Europeo (BCE) y la incertidumbre política en las principales economías; en Japón, el flojo avance de la actividad y el cambio de postura de su autoridad monetaria (BoJ) marcaron la pauta con lo que sus principales referencias a 10 años van rumbo a cerrar el año por encima de los niveles de cierre de 2023.



Juan Manuel Pacheco
Especialista de Estrategias de Inversión

CLIC
para ver el video



Tasas atractivas y volatilidad para 2025 en la renta fija global



En 2025, el mercado de renta fija global seguirá mostrando volatilidad, impulsado por recortes de tasas en EE. UU. y Europa, y un contexto más favorable en Japón.

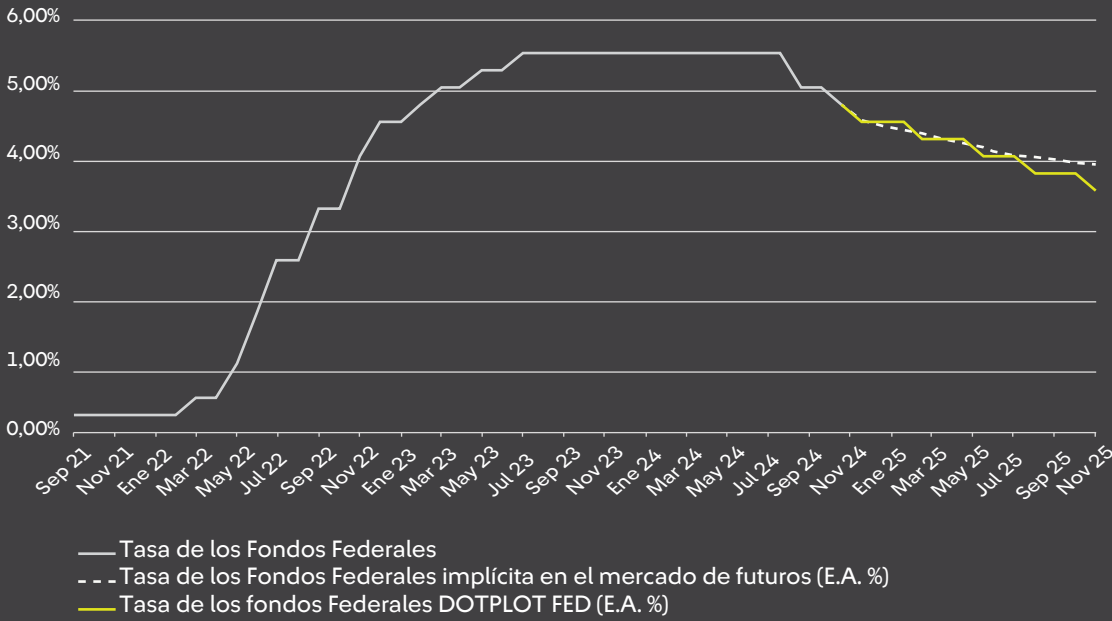
En línea con el desempeño observado este año, esperamos que en 2025 el mercado de renta fija global mantenga un desempeño volátil. **En EE. UU. esperamos que la curva de rendimientos se continúe empujando,** principalmente por caídas en los títulos con vencimiento más cercano, ante mayores recortes por parte de la FED y un estrecho margen de valorización en los títulos de más largo plazo, dado el escenario resiliente de la actividad económica y el efecto de las nuevas políticas de gobierno del presidente electo Donald Trump.

Por su parte, en Europa anticipamos un movimiento mucho más fuerte a la baja en las tasas. El débil desempeño de la economía durante 2024, que se ha reflejado en revisiones a la baja sobre el crecimiento potencial de la

región, se traduciría en mayores recortes por parte de la autoridad monetaria (BCE) y, por ende, en menores tasas de la renta fija. Por el contrario, en Japón anticipamos un escenario económico más favorable impulsado por el consumo y nuevos incrementos en la tasa de referencia, que resultarían en tasas de los títulos de deuda más altas.

Con todo esto, y en medio de un contexto que se mantendrá cambiante, **mantenemos una visión favorable del activo. Pese a que en algunas regiones el espacio de valorización puede lucir estrecho,** consideramos que tasas altas por más tiempo y por encima del promedio de las últimas décadas continuarán favoreciendo el activo, vía carry, y por ende, las estrategias diversificadas que contengan este activo financiero.

Evolución y perspectivas de la tasa de referencia de los fondos federales de la Reserva Federal (% E.A.)



Fuentes: Bloomberg, Reserva Federal.



Dinámica de precios del petróleo, favorable por mayor demanda y menor oferta



La resiliencia de la actividad económica y los problemas en el suministro de países no OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo), permitieron que el crudo promediara un precio cercano a los USD\$80 por barril.

Durante la primera parte del 2024, la resiliencia de la economía norteamericana (excepcionalismo), el impulso de la de China y el mejor balance económico de Europa, permitieron que el mercado registrara un desempeño mucho más favorable en la demanda de crudo frente a lo que se preveía. **De acuerdo con cifras de la OPEP, la demanda de petróleo cerraría el 2024 con un crecimiento de 1,6 millones de barriles diarios (mbd),** nivel que se sitúa por encima de las estimaciones de inicio de año, que apuntaban a un avance de 1,3 millones de barriles diarios (mbd).

Lo anterior, se tradujo en un déficit del mercado que permitió, en el primer semestre del año, cotizaciones en las principales referencias WTI y Brent, de USD\$78,8 y USD\$83,4 por barril, respectivamente. La dinámica en los precios de esta materia prima fue relativamente favorable en el promedio del año, frente a las expectativas, con una

caída de cerca de un 2%, menos pronunciada que la contracción del 17% vista en 2023. Este comportamiento obedeció a que la oferta se vio afectada por problemas de suministro, tras el aumento de la intensidad de los conflictos en Medio Oriente y Europa Oriental; y el menor abastecimiento de países no-OPEP, que se situó por debajo de las expectativas, debido a los problemas idiosincráticos, especialmente en Brasil.

Con este escenario y para dar algo de soporte al mercado, los países miembros de la OPEP postergaron durante tres ocasiones el restablecimiento de un mayor suministro en el mercado (alrededor de 2,2 millones de barriles diarios -mbd- en un periodo de 18 meses). Es de resaltar que, frente a las cuotas de recorte establecidas, la oferta ha venido siendo superior ante una capacidad instalada subutilizada y necesidades fiscales importantes en algunas geografías.

La demanda de petróleo cerraría el 2024 con un crecimiento de 1,6 millones de barriles diarios (mbd), nivel que se sitúa por encima de las estimaciones de inicio de año.



Analistas proyectan menor demanda de crudo en 2025



Anticipamos que el promedio de cotización para 2025 se ubicará en un rango entre USD\$65 – USD\$70 por barril, en medio de una menor demanda y una oferta creciente de los países no-OPEP.

Las estimaciones de los analistas apuntan a un menor ritmo en el crecimiento de la demanda hasta 1,1 millones de barriles diarios (mbd). Lo anterior, sustentado en una menor demanda tanto de EE. UU., como de Europa y China. En el país norteamericano, aunque la actividad económica fue mejor y continúa mostrando un aterrizaje ordenado, esta dinámica en la demanda de crudo no se va a mantener el siguiente año. Por su parte, en el Viejo Continente y el gigante asiático, las mayores eficiencias en el consumo del energético y un cambio hacia el uso de energías más limpias, afectarán la demanda.

Por el otro lado, la oferta enfrentaría importantes presiones al alza. Especialmente, se espera que la producción de los países no OPEP se incremente en alrededor de 1,5 millones de barriles diarios

(mbd), lo que por sí solo crearía un desbalance frente a la demanda de 0,5 millones de barriles diarios (mbd) el siguiente año. Brasil, Guyana y Noruega serían los principales responsables de este mayor suministro previsto en 2025. Desde la OPEP y sus aliados, no se prevén mayores incrementos en la oferta, que estaría atada a las decisiones y acuerdos que la organización establezca con el fin de dar apoyo a los precios y al balance estructural del crudo. **Finalmente, anticipamos que pese al esfuerzo del gobierno entrante de Donald Trump de querer incrementar la producción en 3 millones de barriles diarios (mbd), el país enfrentará obstáculos que no le permitirán materializar lo anterior.** El alto nivel de desinversión, el menor número de compañías activas y el mayor precio de equilibrio (breakeven) para las petroleras serán algunos de los desafíos.

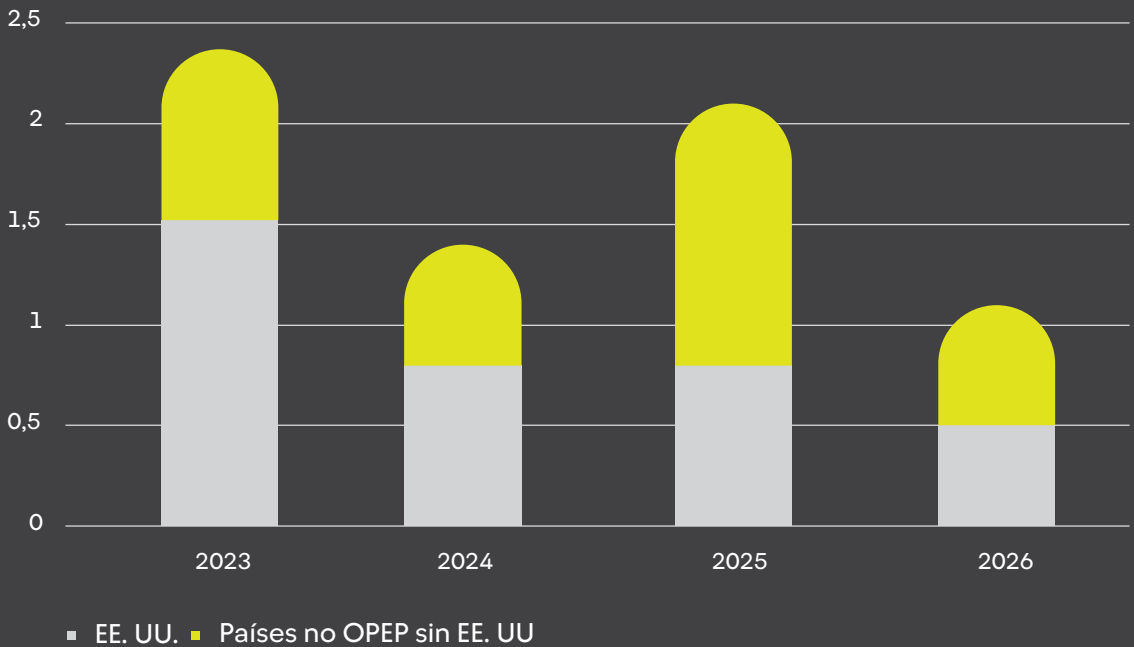
La producción de los países no OPEP se incrementaría alrededor de 1,5 millones de barriles diarios (mbd), lo que crearía un desbalance frente a la demanda de 0,5 millones de barriles diarios (mbd). Brasil, Guyana y Noruega serían los principales responsables de este mayor suministro.



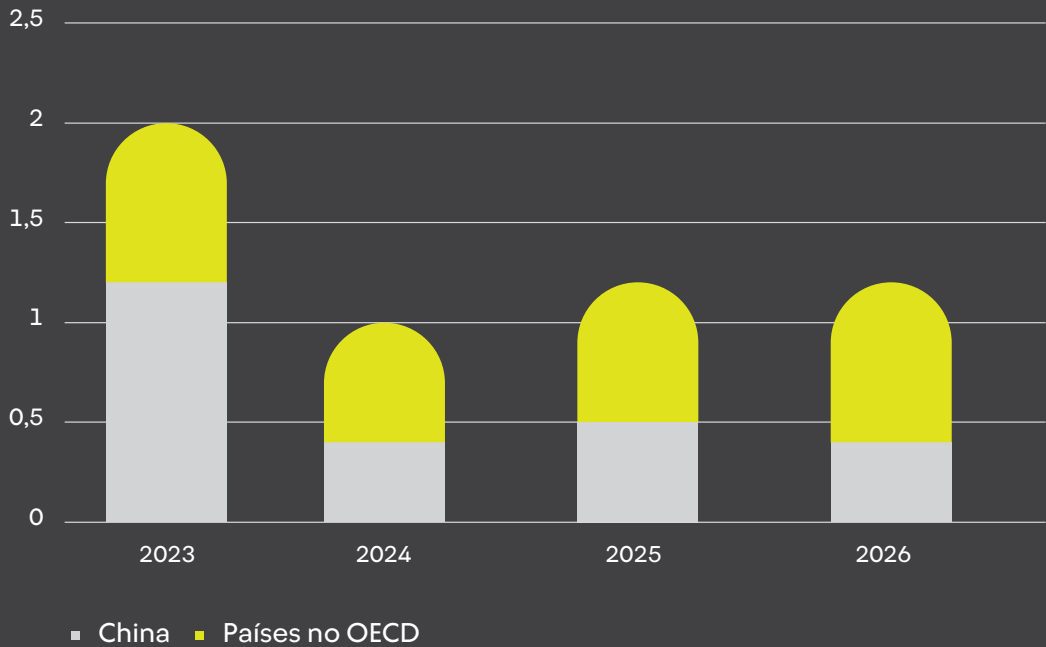
Con lo anterior, el balance del mercado enfrentará un superávit estimado entre 0,8 a 1,3 millones de barriles diarios (mbd) lo que influirá negativamente sobre la cotización. Si bien el precio de contado del activo podría situarse en lo corrido del año por debajo del nivel ya mencionado, consideramos que, aunque la oferta de los países no-OPEP parece ser elevada, esta continuará

por debajo de su tendencia de crecimiento y enfrentará riesgos de materializarse ante elementos idiosincráticos de cada geografía. Asimismo, la política exterior de EE. UU. tendrá dificultades para incrementar la producción proveniente del exterior al mantener una política de “máxima presión” contra Irán, ante el fuerte avance de sus exportaciones en el mandato de Biden.

Crecimiento de la oferta de los países no-OPEP (mbd)



Crecimiento de la demanda de los países no-OECD (mbd)



Fuente: EIA, Platts, Wood Mackenzie, Rystad, J.P Morgan Commodities Research, BoFa Research Estimates.



Proceso de estabilización para el mercado inmobiliario



Los activos alternativos inmobiliarios experimentaron un proceso de estabilización durante 2024. Hacia adelante, si bien esperamos que continúe esa recuperación, podríamos ver un sector con retornos moderados, alejados de los niveles registrados previos a la pandemia.

El ciclo económico de tasas de interés tiene, sin duda, una alta relevancia para aquellas estrategias de inversión con un alto componente de financiación de largo plazo, siendo este el caso de los activos inmobiliarios. **El viraje en las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales del mundo en 2024, que iniciaron o continuaron los recortes en los tipos de referencia, soportaron el proceso de estabilización para el mercado de bienes raíces.**

Recordemos que este sector enfrentó retos durante los últimos años, con impactos sobre las valoraciones y los flujos de caja distribuibles de los fondos inmobiliarios. Relacionado con esta dinámica, el proceso desinflacionario global también contribuyó a la recuperación de este tipo de inversión, debido a que se vieron menores presiones en los costos de operación y mantenimiento.

Entretanto, este año se observó un mejor desempeño en los niveles de ocupación de los activos inmobiliarios por el dinamismo de la actividad económica a nivel global. Así, en 2024 el balance, en términos generales fue positivo con los niveles de vacancia en la mayoría de los sectores cerca de los promedios históricos, lo que contribuyó en la mejora de los ingresos operativos (NOI).

Por sectores, pese a algunos desafíos durante este periodo, segmentos como el multifamiliar se destacaron por una sólida demanda, generando un potencial para el aumento de rentas. Por su parte, el sector industrial, con un leve incremento en las vacancias, muestra ajustes positivos en la oferta y la demanda, anticipando una recuperación en 2025. El mercado *retail* se mantiene estable con vacancias cercanas a mínimos históricos, mientras que el sector de oficinas sigue afectado por altas desocupaciones y rentas estancadas, aunque los espacios *premium* resisten.

El balance, en términos generales fue positivo con los niveles de vacancia en la mayoría de los sectores cerca de los promedios históricos, lo que contribuyó en la mejora de los ingresos operativos (NOI).



Presentación	Nuestra visión de activos globales	Panorama macroeconómico	Renta variable global	Renta fija global	Petróleo	Activos alternativos inmobiliarios	Panorama local Colombia	Activos locales Colombia	Portafolios estratégicos sugeridos
--------------	------------------------------------	-------------------------	-----------------------	-------------------	----------	------------------------------------	-------------------------	--------------------------	------------------------------------

Sobre el comportamiento de los fondos inmobiliarios (denominados REITs, por sus siglas en inglés), que se negocian en mercados públicos, es decir, aquellos en los que su precio depende de la interacción entre la oferta y demanda en el mercado, también observamos un avance durante este año, como resultado de la incorporación de las mejores perspectivas planteadas previamente. No obstante, vale la pena mencionar que, en medio de un fuerte apetito de los inversionistas por otros sectores, como las acciones tecnológicas, el desempeño de estas alternativas mostró rezago durante algunos periodos. Con todo, el índice MSCI US REITs, que mide el desempeño de valores dentro del sector inmobiliario en los Estados Unidos, mostró una variación año corrido cercana al 9% (con cifras hasta el 15 de diciembre).

En Colombia, la evolución observada en los títulos participativos del fondo Patrimonio Autónomo Inmobiliario (PEI), que transan en la Bolsa de Valores de Colombia, mostró un balance positivo frente al cierre del 2023, con una variación en su cotización que ronda el 7% (con corte al 15 de diciembre). Lo anterior, motivado principalmente por la inclusión de PEI dentro del índice accionario MSCI COLCAP en mayo, el aumento de dividendos con respecto al año 2023, que está relacionado con los mejores ingresos vía la actualización de cánones indexados a la inflación del 2023 y la disminución de los gastos financieros ligados a los recortes de tasas de interés por parte del Banco de la República.



El índice MSCI US REITs, que mide el desempeño de valores dentro del sector inmobiliario en los Estados Unidos, mostró una variación año corrido cercana al 9% (con cifras hasta el 15 de diciembre).

Evolución del desempeño del índice MSCI US REIT
Expresado en unidades



Cifras con corte al 15 de diciembre de 2024
Fuente: LSEG Data & Analytics



¿Qué anticipamos sobre el desempeño de estas alternativas de inversión para el próximo año?

En un contexto global esperamos que la inflación continúe convergiendo hacia los objetivos de largo plazo de los bancos centrales, que las tasas de interés también se reduzcan y que el crecimiento económico, aunque con divergencias a nivel global se mantenga en terreno positivo. Pensamos que existe consenso alrededor de la idea de que, para el caso de los activos inmobiliarios, se ha superado la parte baja del ciclo y estaríamos entrando en una etapa de normalización de las valoraciones, dejando atrás los periodos de registros negativos.

Adicionalmente, los niveles de vacancia están regresando a sus promedios históricos, lo que puede significar impactos positivos sobre los ingresos operativos de estos vehículos. No obstante, esta situación es diferente por tipo de segmento, donde el de oficinas sigue presentando retos importantes ante la implementación de modelos híbridos de trabado a nivel global. Sin embargo, también es importante señalar los retos que se mantendrían latentes, que involucran, entre otras cosas, una disminución de las fuentes y usos de liquidez durante los últimos años,

afectando el apetito por el sector y con ello al dinamismo del activo.

En conclusión, aunque se observan mejoras en algunas de las variables relacionadas con el valor de los activos inmobiliarios, estas se dan en un proceso de recuperación lento. Por lo tanto, en los próximos años, podríamos seguir observando un sector con retornos moderados y más estables, distantes de los niveles alcanzados antes de la pandemia.

Recuperación económica en proceso

Al tercer trimestre de 2024, en Colombia se observaba una recuperación progresiva del consumo de los hogares, un tímido avance en la inversión y una mejora de las cifras externas, impulsada en parte por el café.

En 2024, la economía colombiana inició un proceso de recuperación tras contraerse 0,65% en el tercer trimestre de 2023. El crecimiento ha sido modesto, ya que ocurre en medio de un ajuste económico orientado a moderar el gasto y llevar la inflación al rango meta (entre 2% y 4%). La sorpresa favorable de un aterrizaje económico suave y el inicio de la reducción de tasas de interés en Estados Unidos favoreció a Colombia vía mayores ingresos de remesas y comercio. Sin embargo, al cierre del año, el potencial impacto de la implementación de políticas del presidente electo, Donald Trump, y la expectativa de menores recortes de tasas en Estados Unidos afectaron negativamente a los mercados emergentes y sus monedas, como el peso colombiano, debido también a

la caída en la cotización del petróleo y por los temores fiscales internos.

Con un crecimiento trimestral del Producto Interno Bruto (PIB) de 2,01%, al tercer trimestre de 2024 se evidenció una recuperación progresiva del consumo de los hogares, un

tímido avance de la inversión y una mejora de las cifras externas, gracias, en parte, a los buenos precios del café. En el mismo periodo, el déficit de la cuenta corriente bajó al 1,6% del PIB, lo que es inferior a su promedio histórico (2,5%) y a lo registrado en 2022 (6%). Los ingresos externos por concepto de remesas alcanzaron máximos históricos, triplicándose como porcentaje del PIB (3%) en la última década. Por el lado de la oferta, el comportamiento ha sido dispar: contracción en manufacturas y



El crecimiento económico ha sido modesto, dado que ocurre en medio de un ajuste destinado a moderar el gasto y llevar la inflación al rango meta, entre 2% y 4%.

Tabla de proyecciones macro	
Estimaciones al cierre del año	2025
Inflación	3,5% - 4,5%
Tasa de Política Monetaria	6,5% - 7,5%
Producto Interno Bruto (PIB)	2,5% - 3%
Tasa de cambio	\$4.150 - \$4.550



minería, y señales de un despertar en el comercio y la construcción, desde niveles bajos.

Tras regresar a un dígito de inflación, el Banco de la República continuó con cautela el ciclo de recorte de tasas de interés —iniciado a finales de 2023—, al observar un afianzamiento en el proceso de desinflación. Lo anterior, por cuenta del rubro de alimentos y regulados, pero con rigidez en los servicios, especialmente arrendamientos y comidas fuera del hogar. En cuanto a los bienes, la inflación anual es prácticamente inexistente dada la reducción en los precios internacionales y a una demanda interna anualizada aún negativa. Podemos decir que el sacrificio en el crecimiento ha valido la pena, ya que la inflación se está acercando cada vez más a la meta del 3%.

Vale la pena destacar que en el año que termina, el recorte en las tasas de interés, la disminución del porcentaje de dinero que los bancos deben mantener en reserva en un 1% y señales de recuperación contribuyeron

a una mejora en los desembolsos de crédito y a una reducción de la morosidad en la cartera total. Sin embargo, los niveles de incumplimiento siguen elevados respecto a la historia reciente. Una encuesta realizada por el Banco de la República, entre las entidades financieras, reveló que la percepción de la demanda de crédito alcanzó su nivel más alto desde mediados de 2022. **Desde diciembre de 2023, el crecimiento real de la cartera ha sido menos negativo. Al cierre del tercer trimestre, varios indicadores han mejorado como el indicador de solvencia (18,8), el indicador de liquidez (200,2) y el coeficiente de fondeo (115,6).**

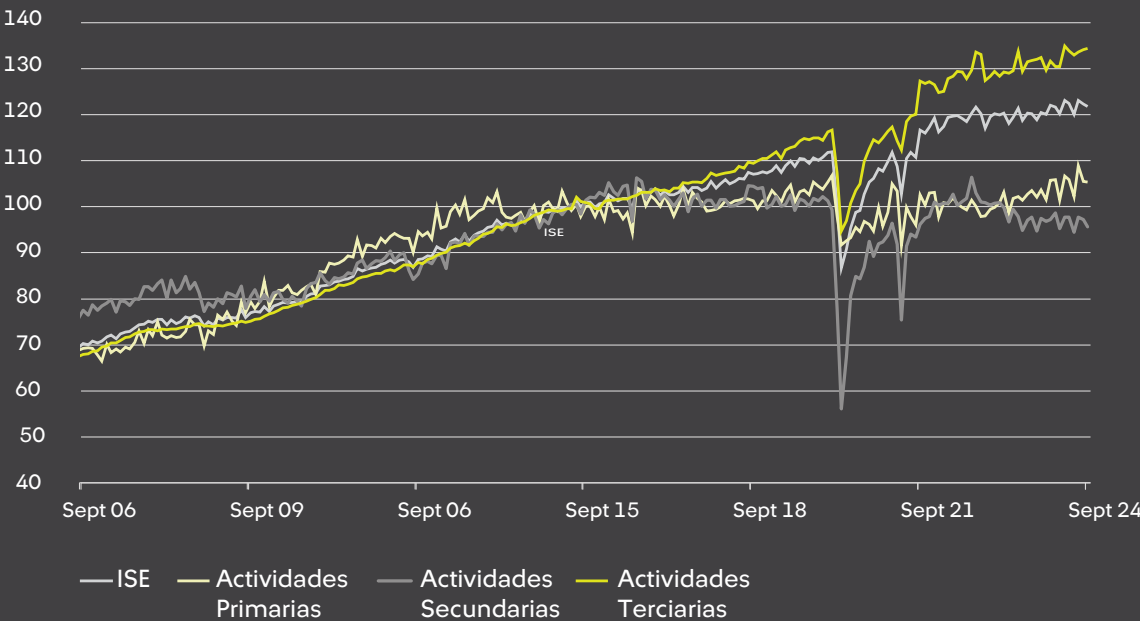
De tal manera, en 2024 la economía colombiana avanzó en su proceso de normalización de crecimiento económico, inflación, tasas de interés y desequilibrios externos. Algunos riesgos se reflejaron en el aumento de la percepción de riesgo país (CDS -Credit Default Swap), los menores volúmenes de negociación y en la elevada tasa de cambio, así como la baja inversión, las vulnerabilidades fiscales y factores idiosincráticos que demandarán atención en 2025.



Los ingresos externos por concepto de remesas alcanzaron máximos históricos, triplicándose como porcentaje del PIB (3%) en la última década.

Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE)

Índices de referencia 2015 - Datos ajustados por efecto estacional y calendario



*El ISE o Índice de Seguimiento Económico es un índice sintético que proporciona una medida de la evolución de la actividad real de la economía en el corto plazo. Cuenta con tres índices de actividad económica; el Primario, que mide las actividades económicas relacionadas con la agricultura, la ganadería, la silvicultura, la pesca y la minería. El Secundario, que se enfoca en las actividades industriales, incluyendo la manufactura, la construcción y la producción de energía y el Terciario, que abarca las actividades del sector servicios, como el comercio, el transporte, las comunicaciones, la educación y la salud.

Fuente: DANE.

Mayor riesgo fiscal podría limitar recortes de tasas de interés



Para 2025, esperamos que la economía colombiana continúe su proceso de recuperación, que la inflación se desacelere aún más y alcance el rango meta, y que la tasa del Banrep llegue a su nivel más bajo de este ciclo de recortes.

La recuperación económica en 2025 estará impulsada por la mejora en las condiciones financieras, gracias a los efectos rezagados de los recortes de tasas de interés ya implementados y a los adicionales que esperamos se registren en el primer semestre. A esto se suma un mayor gasto estimado en cerca de 18,1% del PIB, lo que representaría el nivel más alto de la historia (sin considerar los años de pandemia) y superior al promedio de los diez años previos al Covid (16%). Sin embargo, la recuperación estará por debajo del nivel potencial de la economía, debido al estancamiento de algunos sectores, la subejecución presupuestal y la política cautelosa del Banco de la República. **El crecimiento esperado se ubica entre 2,5%**

y 3% en 2025, desde un rango, posiblemente, de entre 1,4% y 1,9% en 2024. En cuanto a las tasas de interés, considerando algunos riesgos persistentes, el nivel de tasas más altas a nivel global y el menor ritmo de recortes, anticipamos rebajas de 25 puntos básicos en lugar de 50.

El consumo privado se verá favorecido por el aumento de los salarios, la reducción de la inflación, el incremento en los precios de la vivienda y una mejor dinámica del ahorro e inversión, el crédito personal y corporativo. Aunque la inversión seguirá rezagada, se espera una ligera mejora, debido a que partimos de niveles muy bajos. En cuanto al comercio internacional, enfrentará riesgos

debido a la caída en los precios del petróleo y la recuperación de la demanda interna.

Luego de cinco años de incumplir el rango meta, la inflación volverá a situarse dentro de este y, con alta probabilidad, cerrará el año entre 3,5% y 4,5%, gracias a la disminución en los precios de servicios, el menor efecto de indexación y una menor probabilidad de afectación por fenómenos climáticos. Sin embargo, existen riesgos al alza en los precios, derivado de la definición del salario mínimo, el repunte de los precios de los bienes durables desde niveles bajos, efectos fiscales y la depreciación del peso colombiano.

Existen riesgos al alza en los precios debido a la definición del salario mínimo, el repunte de los precios de los bienes durables desde niveles bajos, los efectos fiscales y la depreciación del peso colombiano.

En cuanto a otros riesgos para las inversiones, pensamos que la principal preocupación es la fiscal. Las finanzas públicas enfrentan presiones derivadas de los bajos ingresos de la Nación (bajo recaudo de la DIAN), la débil recuperación económica (baja inversión), recortes de gasto insuficientes (28,4 billones de pesos, que podrían ser más por subejecución) y el creciente riesgo en los gastos (reformas). Entre los temas más serios que dejó 2024 se destaca la aprobación de la reforma al Sistema General de Participaciones (SGP), que no definió claramente las competencias de las regiones y, luego, el ajuste de las transferencias, lo que abre la puerta a mayores riesgos fiscales. Esto limitará la capacidad del Gobierno para implementar cambios, dado que tiene compromisos con las regiones sobre los ingresos futuros.

Las reducciones de gasto dependerán, principalmente, de las regiones y, en menor medida, de la Nación, lo que las hará más difíciles.

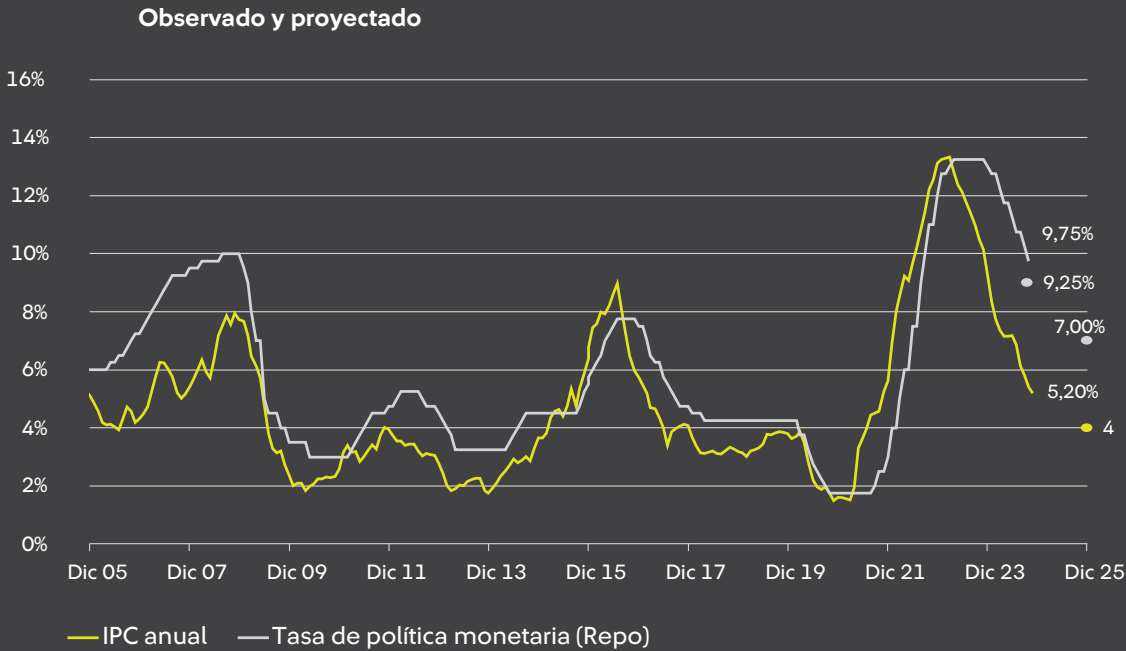
Aunque consideramos que, por ahora, la Regla Fiscal se cumplirá gracias a la subejecución presupuestal, todo anticipa que transitaremos por una senda de endeudamiento más elevada. Esto puede implicar un mayor costo del endeudamiento y, como consecuencia, un crecimiento económico más débil. En 2025, estaremos atentos a las definiciones de esta y otras reformas.

De igual forma, seguiremos de cerca las implicaciones del cambio de políticas bajo el gobierno de Donald Trump y el panorama político local, en particular la implementación de la reforma pensional, la discusión de la reforma laboral, la configuración de las responsabilidades del nuevo Sistema de General de Participaciones, la nueva estructura de la Junta Directiva del Emisor en febrero y, hacia finales del año, el ambiente preelectoral de cara a las elecciones presidenciales previstas para mayo de 2026.



El crecimiento económico que esperamos para 2025 se sitúa entre el 2,5% y el 3%, desde un rango, posiblemente, de entre el 1,4% y el 1,9% en 2024.

Inflación anual y tasa de intervención del Banco de la República



Cifras proyectadas a diciembre de 2025. Cifra de inflación observada a noviembre de 2024

Fuente: DANE y Banco de la República



Acciones colombianas se recuperan en 2024



Tras cuatro años de desvalorizaciones, en 2024 el mercado local de renta variable redujo su brecha frente a las demás bolsas de Latinoamérica. En el índice MSCI Colcap se evidenció una mejora tanto en el monto como en el número de operaciones registradas en la bolsa colombiana.

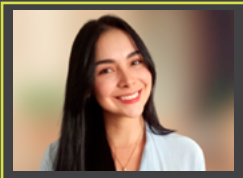
La renta variable local despidió el 2023 con un fantasma: el riesgo que Colombia fuera reclasificada como mercado frontera debido a la limitada liquidez de algunas especies, lo que comprometía el cumplimiento de los criterios para conservar su categoría de emergente, lo que no se materializó. Sin embargo, durante 2024, tras varios años consecutivos en rojo, el índice MSCI Colcap logró que parte de su valor atrapado se revelara, impulsado por una mejora en el monto y número de operaciones registradas. De hecho, el volumen total negociado fue cerca de 1,3 veces más alto que en 2023. Lo anterior estuvo impulsado, entre otros factores, por el ingreso de Cementos Argos al índice MSCI Small Cap EM, como resultado de una serie de medidas implementadas por la compañía, que incluyeron un plan de recompra

de acciones y alianzas estratégicas como la realizada con Summit Materials, entre otras.

De esta manera, **el mercado accionario colombiano ha mostrado un sólido desempeño en lo corrido del año, con un retorno superior al 14% en moneda local (con cifras al 15 de diciembre).**

Factores como eventos corporativos favorables, mejores dinámicas económicas y una política monetaria más flexible han respaldado el desempeño de la bolsa colombiana. Además, las valoraciones atractivas del mercado permitieron el incremento en los precios observado. Al inicio del año, el índice Colcap tenía un múltiplo P/E (relación entre el precio y las ganancias por acción) considerablemente inferior a su promedio de los últimos 10 años, lo que atrajo a compradores estratégicos al mercado bursátil.

En 2024, el volumen total negociado de la bolsa de valores de Colombia fue aproximadamente 1,3 veces más alto que el registrado en 2023.



Manuela Gálvez
Analista de Estrategias de Inversión

 **CLIC**
para ver el video



¿Cuál es nuestra perspectiva sobre el desempeño del activo en 2025?

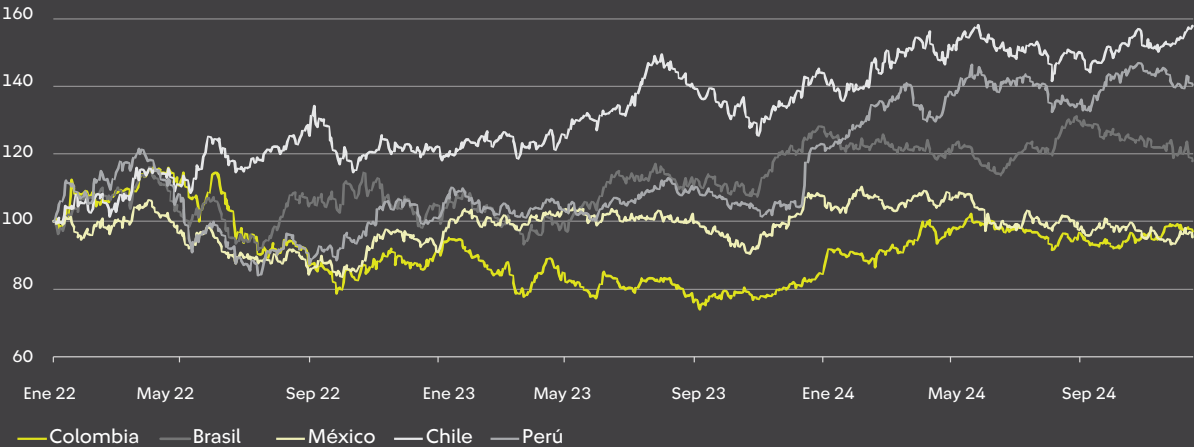
Consideramos que las condiciones están dadas para que el comportamiento de la bolsa local continúe siendo favorable en 2025. Aunque el crecimiento económico sigue débil hay señales de recuperación que ofrecen una perspectiva favorable. Asimismo, proyectamos que la inflación continúe desacelerándose y que el Banco de la República mantenga el recorte de tasas de interés, lo que debería beneficiar a este tipo de activo, dado que un menor costo de la deuda favorece el aumento de las utilidades corporativas. Por otro lado, las valoraciones del mercado permanecen atractivas a pesar del crecimiento registrado.

Al cierre de noviembre, el índice presentaba un múltiplo P/E

(relación entre el precio y las ganancias por acción) de aproximadamente 5 veces, que se mantiene por debajo de su promedio histórico y de otros países de la región.

Entre los factores a monitorear, destacamos el ruido fiscal que podría registrarse en los próximos meses; no obstante, la renta variable local ha mostrado resiliencia y una menor sensibilidad a los riesgos idiosincráticos. Bajo este escenario, identificamos buenas oportunidades en la bolsa colombiana y anticipamos un desempeño positivo para 2025.

Evolución de los principales índices de renta variable de Latam (Índice base 100 = 31 diciembre 2021)



Cifras con corte al 15 de diciembre de 2024
Fuente: Bloomberg



La renta fija local avanzó con ganancias limitadas por incertidumbre



Durante 2024, la renta fija local registró avances en medio de la flexibilización monetaria del BanRep. Sin embargo, la incertidumbre fiscal y el contexto internacional limitaron las ganancias. De cara al próximo año, estos dos factores influenciarán el desempeño de la deuda en Colombia.

Como lo anticipamos a principios del 2024, este año el Banco de la República continuó con su proceso de flexibilización monetaria, soportado en la trayectoria favorable de la inflación en el país. A pesar de la cautela del Emisor, la tasa de interés de referencia se redujo en más de 300 puntos básicos (pbs), alcanzando un nivel no observado desde 2022. Esto favoreció a la renta fija local, y el índice COLTES, que mide el desempeño de los títulos de deuda pública, registró un retorno cercano al 4% (dato hasta mediados de diciembre), en comparación con el último registro del año anterior.

Aunque el comportamiento general de este tipo de activo fue positivo, varios desafíos impactaron particularmente a los títulos de mayor duración, generando un empinamiento en

la curva de rendimientos. Esto se traduce en un aumento de la diferencia entre las tasas de interés de los bonos a largo plazo y los de corto plazo. **La incertidumbre local, en medio del trámite de varias reformas, acentuó las preocupaciones sobre las finanzas públicas.** A esto se suma que el recaudo tributario sorprendió a la baja, lo que obligó a recortar el gasto público. Sin embargo, persisten dudas sobre si estos ajustes han sido suficientes.

Así mismo, la Ley que modifica el Sistema General de Participaciones genera diversas alertas sobre el impacto fiscal. De manera similar, el Presupuesto General de la Nación para 2025 causó inquietud al estar sujeto a la aprobación del proyecto de Ley de Financiamiento, finalmente archivada en el Congreso. Todos estos factores han incrementado la prima de riesgo de Colombia, afectando negativamente el desempeño de la deuda local.

La tasa de interés de referencia del Banco de la República disminuyó en más de 300 puntos básicos (pbs), alcanzando un nivel no observado desde 2022.



Además, en el plano internacional, las expectativas en torno a las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal marcaron la pauta para la renta fija global, lo que limitó las ganancias a nivel local debido a la presión ejercida por el aumento en las tasas de los títulos del Tesoro de Estados Unidos.

Prevedemos un 2025 con alta volatilidad, en un contexto de incertidumbre fiscal como el principal factor que influirá en el desempeño de la renta fija local. Si se evidencia una evolución positiva de las finanzas públicas, que permita el cumplimiento de la Regla Fiscal para 2024 y un escenario menos retador para 2025, podría generarse una mejora en la prima de riesgo que hoy incorporan los títulos, con precios que desde esa óptica lucen muy atractivos. No obstante, lo anterior dependerá de los ajustes que efectivamente se apliquen sobre el presupuesto o de los niveles de su ejecución.

Por otra parte, lo que suceda con la política monetaria, tanto local como internacional,

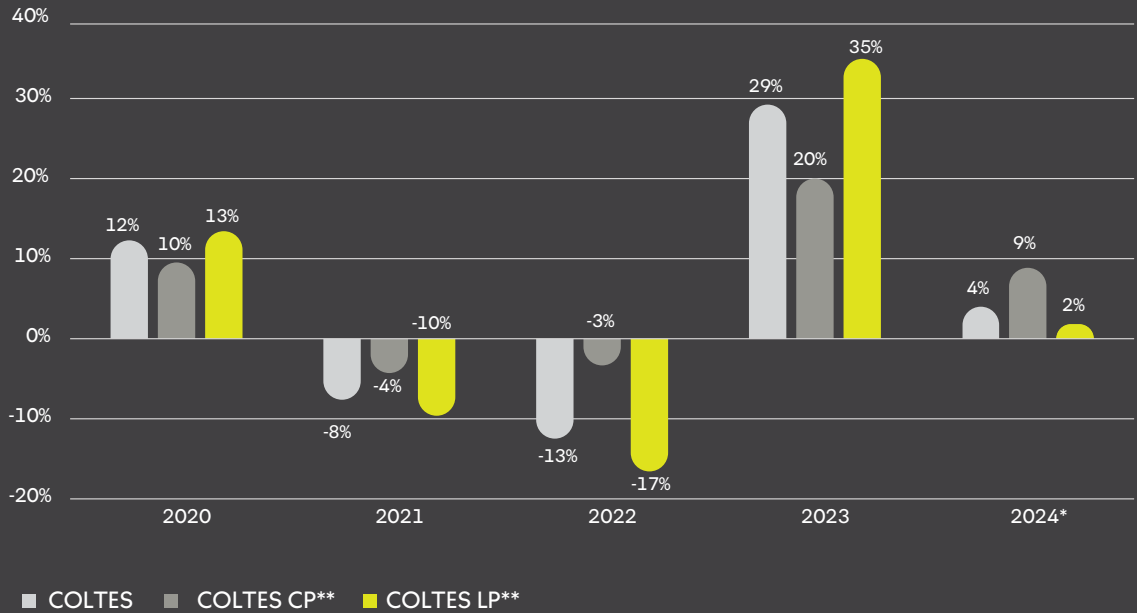
será determinante. De hecho, **el progreso de la actividad económica local y el comportamiento de la inflación serán factores clave para lo que resta de este ciclo de recortes de tasas de interés por parte del Banco de la República.** Una tasa terminal más alta podría conducir a un menor espacio de valorización para los títulos por esta vía, situación que estará sujeta, además, a lo que ocurra en el plano internacional, que podría habilitar o restringir recortes de mayor magnitud por parte del Emisor. Frente a este tema, estimamos que, al cierre del 2025, la tasa de política monetaria en nuestro país se situará entre 6,5% y 7,5%.

Pensando en 2025, la diversificación seguirá siendo la clave y será cada vez más importante en la construcción de un portafolio, con el objetivo de identificar fuentes adicionales de retorno en el largo plazo y maximizar los rendimientos, en un escenario en el que las tasas de interés mantendrán su tendencia a la baja.



Esperamos que al cierre del 2025 la tasa de política monetaria en Colombia se sitúe entre 6,5% y 7,5%.

Rentabilidad de los índices de renta fija local COLTES



*Cifras con corte al 15 de diciembre de 2024.
**El índice COLTES CP mide el desempeño general de los títulos de deuda de menos de 5 años.
**El índice COLTES LP mide el desempeño general de los títulos de deuda con plazo superior a 5 años.
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Fortaleza del dólar se mantendría en 2025

Una combinación de factores locales y externos condujeron a la depreciación del peso colombiano en 2024. Para el próximo año esperamos que la fortaleza del dólar continúe.

Luego de un primer semestre de baja volatilidad, en el que la tasa de cambio se mantuvo relativamente estable por debajo de los \$4.000 pesos por dólar, la segunda mitad del 2024 trajo consigo una tendencia alcista que solo se corrigió, parcialmente, hacia la recta final del año. **En noviembre, la cotización del dólar en Colombia alcanzó los \$4.500, un nivel no observado desde mayo de 2023.** Factores internos y propios del contexto internacional presionaron las monedas de la región, lo que condujo a una depreciación del peso colombiano.

Por el lado externo, las elecciones presidenciales en México, celebradas a inicios de junio, se tradujeron en una debilidad del peso colombiano, debido a la alta correlación entre nuestra moneda y el peso mexicano. Posteriormente, el dólar se fortaleció

a nivel global como consecuencia de la resiliencia de la economía estadounidense, lo que llevó a la Reserva Federal a adoptar una postura menos agresiva respecto a los recortes de tasas de interés. A esta situación se sumó, a inicios de noviembre, la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales.

A su vez, la caída en los precios del petróleo y el carbón, principales exportaciones de Colombia, también contribuyó a la depreciación del peso. Y, en el ámbito interno, la incertidumbre política y fiscal, junto con los recortes por parte del Banco de la República y sus implicaciones en el estrechamiento del diferencial de tasas de interés frente a EE. UU., han sido factores clave en la desvalorización de la moneda local, que a mediados de diciembre ya superaba el 10% al compararse con el cierre del 2023.



Estimamos que la depreciación del peso en 2025 será moderada, con lo cual nuestro rango proyectado para la tasa de cambio del próximo año está entre los \$4.150 y \$4.550 por dólar.



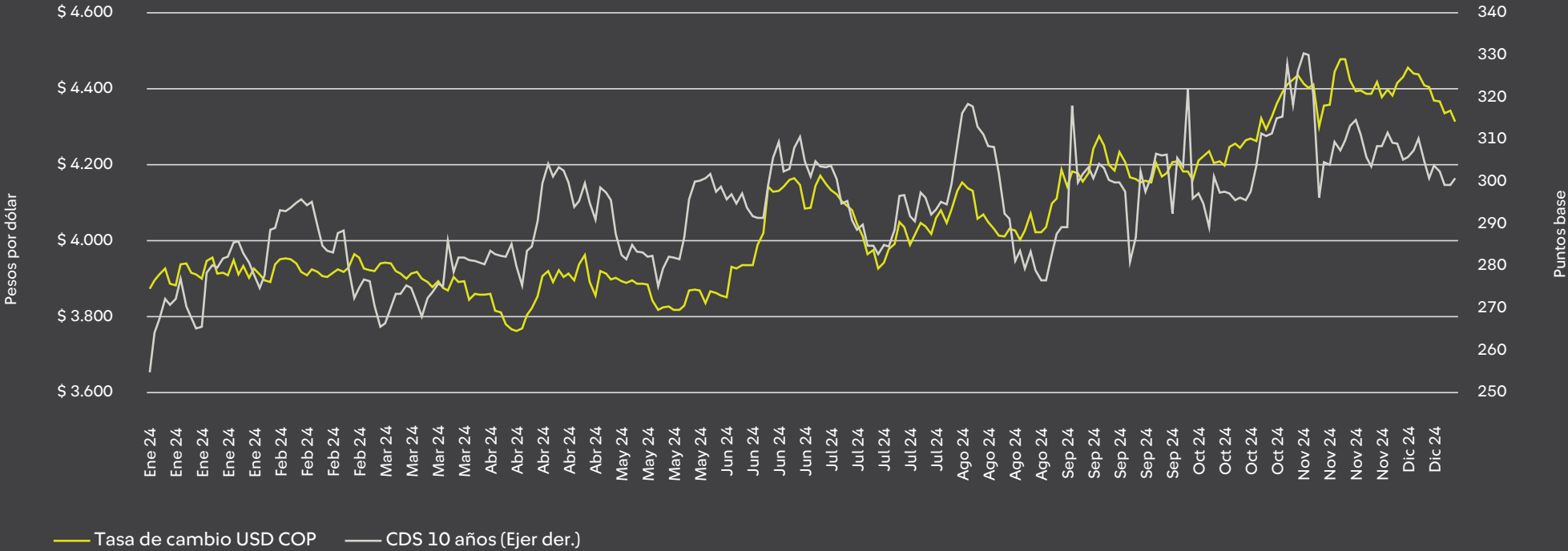
Para 2025, si bien esperamos que un mejor dinamismo de la economía colombiana pueda dar algo de soporte a la moneda, anticipamos que los factores que han venido presionando al peso podrían persistir. En Colombia, el ruido fiscal continuará, lo que podría mantener elevada la prima de riesgo del país y, por ende, la tasa de cambio frente al dólar. Por otro lado, se prevé que la economía de EE. UU., mantenga un desempeño favorable, mientras que la inflación podría mostrar algo de resistencia, lo que

conllevaría a un ritmo de recortes más lento por parte de la Reserva Federal, fortaleciendo aún más el dólar.

Sin embargo, es importante señalar que el peso ya ha experimentado una desvalorización significativa en 2024, por lo que muchos de estos factores adversos ya estarían incorporados en el precio actual. Por ello, **estimamos que la depreciación del peso en 2025 sería limitada, con lo cual nuestro rango proyec-**

tado para la tasa de cambio el próximo año está entre los \$4.150 y \$4.550 por dólar. Finalmente, consideramos que los factores externos tendrán una mayor incidencia en el comportamiento de esta variable en 2025, en medio de un panorama que estaría dominado por la imposición de tarifas arancelarias más altas por parte del nuevo gobierno de EE. UU., a otras regiones del mundo, lo que podría llevar a un aumento en la volatilidad, especialmente durante la primera mitad del año.

Comportamiento de la tasa de cambio USDCOP y de la prima de riesgo de Colombia (medida a través de los CDS a 10 años)



Cifras con corte al 15 de diciembre de 2024
Fuente: LSEG Data & Analytics



Portafolios estratégicos sugeridos por tipo de activo para cada perfil de riesgo

En Protección diseñamos estrategias de inversión para cada perfil de riesgo y plazo de inversión. Estas recomendaciones son la hoja de ruta para guiar a los inversionistas hacia la diversificación necesaria para minimizar los riesgos de concentrarse en un único activo.

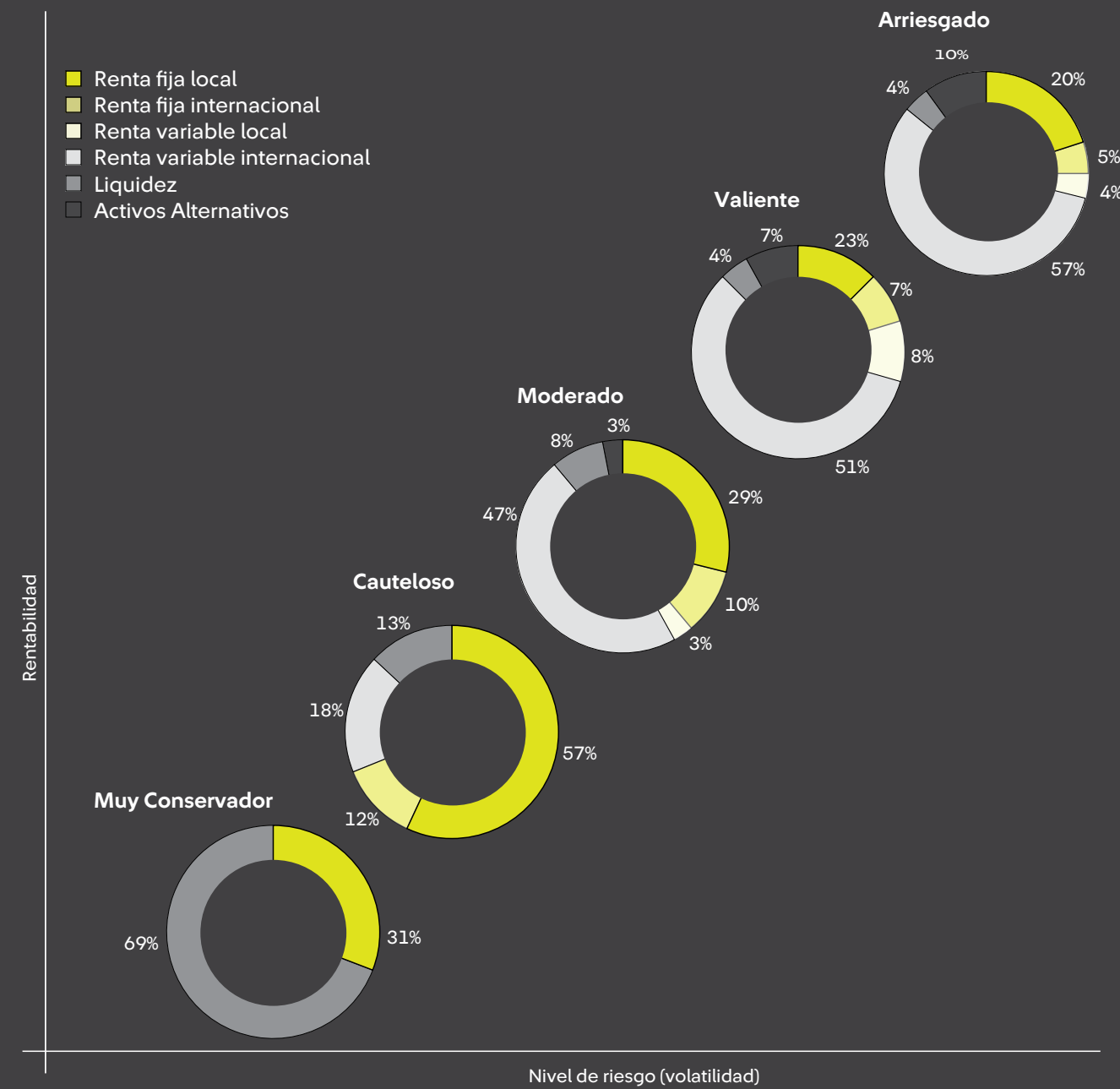
Durante el 2023 y 2024, se registraron retornos altos en la mayoría de tipos de activos, que permitieron un desempeño muy favorable en las rentabilidades de los diferentes portafolios y recomendaciones de inversión. **Para los próximos años (10 años), aunque los retornos lucen más acotados, nuestra perspectiva sigue siendo moderadamente optimista, por lo que insistimos en nuestro llamado a la diversificación.**

A continuación presentamos la composición por categorías de activos de nuestras reco-

mendaciones estratégicas de inversión para cada uno de los perfiles de riesgo. Estas resultan de un proceso de optimización para determinar el nivel adecuado de participación que cada tipo de activo debería tener dentro de una estrategia de inversión, con un horizonte de mediano-largo plazo, según el nivel de riesgo deseado.

De esta manera, se logra una composición diversificada, que optimiza la relación riesgo-retorno de la inversión para atravesar de la mejor forma posible, a lo largo del tiempo, las diferentes coyunturas de mercado.

Portafolios estratégicos sugeridos por tipo de activo para cada perfil de riesgo



La inclusión de activos alternativos dentro de una estrategia diversificada mejora la relación riesgo-retorno en el largo plazo. A continuación presentamos, para cada perfil de riesgo, los retornos y volatilidades esperadas de una estrategia diversificada que no incluye activos alternativos versus los retornos y volatilidades esperadas de una estrategia que sí incluye activos alternativos, con un horizonte de inversión de 10 años. Como se puede observar, la inclusión de activos alternativos, permite mejorar el retorno esperado del portafolio en el largo plazo, y mejora también la relación riesgo-retorno de la estrategia.



La composición de una recomendación estratégica de inversión a mediano y largo plazo debe incluir activos alternativos. Esta clase de activo mejora la diversificación y la relación riesgo-retorno a largo plazo de una estrategia. Diferentes estudios globales muestran que la asignación de activos alternativos debería ubicarse entre el 30%-50% del total del portafolio. Sin embargo, por la dispersión en sus retornos, el grado de sofisticación y conocimiento requerido, y la iliquidez de este, deben

incluirse con el mayor cuidado y análisis. Por tanto, desde nuestra óptica, es preferible limitar la participación entre un 0% y un 10% del total del portafolio, de acuerdo con el perfil de riesgo del inversionista. Así, en el ejercicio que presentamos a continuación, consideramos estos elementos para lograr la composición sugerida entre los diferentes tipos de activos, incluyendo los alternativos, para cada una de las recomendaciones estratégicas sugeridas por perfil de riesgo.

A continuación, presentamos la comparación de los retornos y volatilidades esperadas de una estrategia diversificada, para cada perfil de riesgo, que no incluye activos alternativos versus los que sí, con un horizonte de inversión de 10 años. **Como se puede observar, la inclusión de activos alternativos mejora el retorno esperado del portafolio en el largo plazo y la relación riesgo-retorno de la estrategia.**

Portafolio diversificado SIN activos alternativos

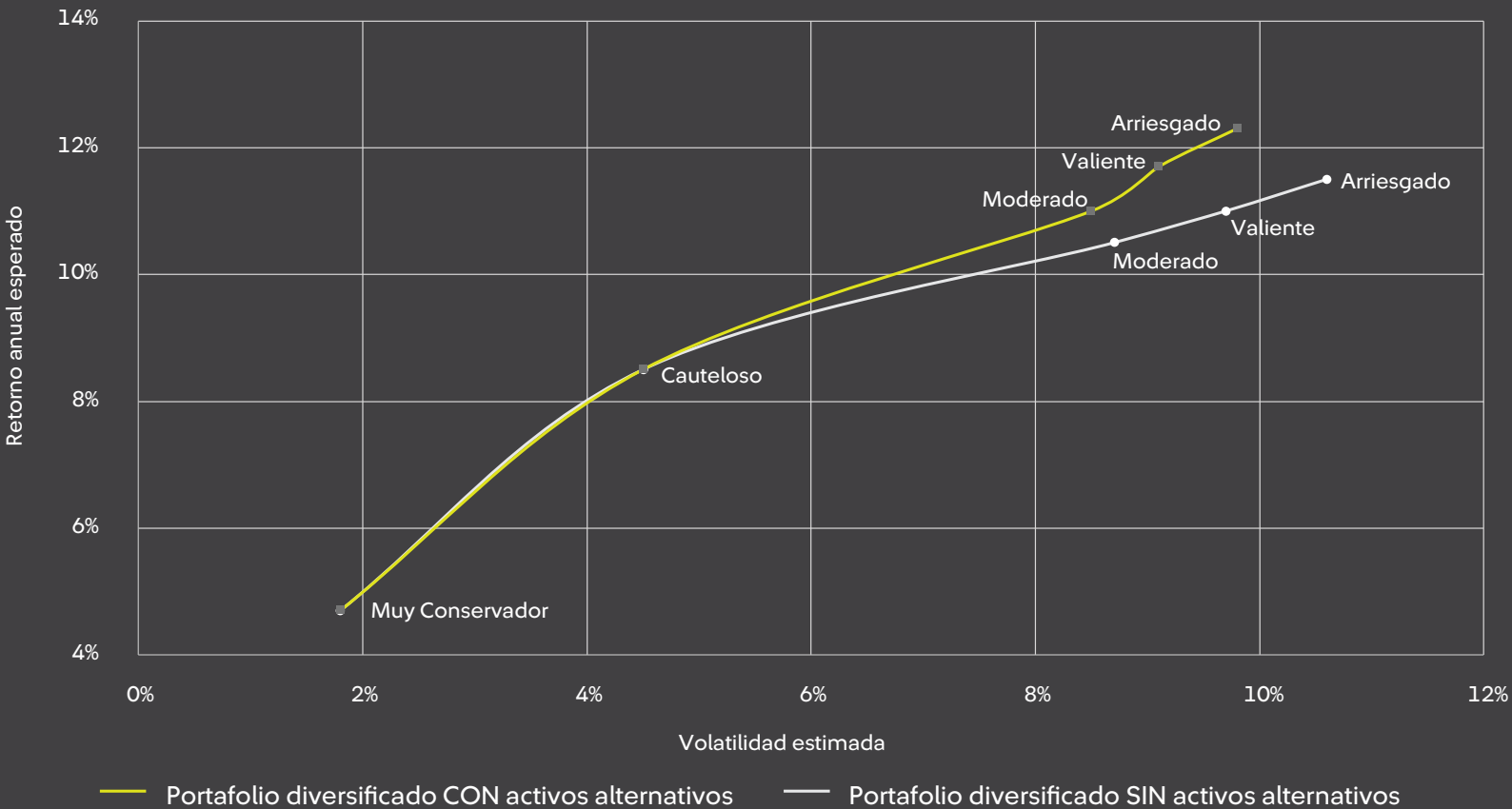
	Retorno esperado (anualizado)	Volatilidad estimada	Relación Riesgo-Retorno
Muy Conservador	4,7%	1,8%	2,6
Cauteloso	8,5%	4,5%	1,9
Moderado	10,5%	8,7%	1,2
Valiente	11,0%	9,7%	1,1
Arriesgado	11,5%	10,6%	1,1

Portafolio diversificado CON activos alternativos

	Retorno esperado (anualizado)	Volatilidad estimada	Relación Riesgo-Retorno
Muy Conservador	4,7%	1,8%	2,6
Cauteloso	8,5%	4,5%	1,9
Moderado	11,0%	8,5%	1,3
Valiente	11,7%	9,1%	1,3
Arriesgado	12,3%	9,8%	1,3

* En el caso del perfil Muy Conservador y Cauteloso no hay diferencia en los datos, considerando que dentro de nuestro portafolio estratégico sugerido no hay participación de activos alternativos.

Relación Retorno - Riesgo esperada de los Portafolios Estratégicos sugeridos en el largo plazo



Protección

Visión Protección 2025

Informe anual de mercados

Diciembre 2024

Tu futuro
desde hoy

