



PANORAMA

2025

Gerencia de Investigaciones Económicas

NAVEGANDO EL ATERRIZAJE SUAVE:
TASAS MÁS BAJAS, NUEVOS RIESGOS

Nuestro equipo



Wilson Tovar García

Gerente Investigaciones Económicas



María Alejandra Martínez

Directora Investigaciones Económicas



Jahnisi Cáceres Gómez

Analista Renta Variable



Laura Fajardo Rojas

Analista Divisas



Diana González Santos

Analista Renta Fija



Natalia Toloza Acevedo

Practicante

Índice

1. Macroeconomía	5
1.1. Economías desarrolladas	6
1.1. Estados Unidos	6
1.1. Eurozona	10
1.1. Reino Unido	11
1.1. Japón	12
1.2. Economías emergentes	14
1.1. China	14
1.1. Latinoamérica	16
1.3. Colombia	18
1.4. Materias primas	25
2. Análisis Sectorial	27
2.1. Sector financiero	28
2.2. Sector construcción	29
2.3. Sector energético	30
2.4. Sector comercio	31
3. Divisas	32
3.1. Dólar estadounidense	33
3.2. Euro (EUR)	35
3.3. Libra esterlina (GBP)	36
3.4. Yen Japonés (JPY)	38
3.5. Monedas LatAm	39
3.6. Peso colombiano (COP)	42
4. Renta Fija	45
4.1. Estados Unidos	46
4.2. Economías desarrolladas	49
4.3. Economías emergentes	52
4.4. Colombia	55
5. Renta Variable	62
5.1 Global	63
5.2 Estados Unidos	64
5.3 Posicionamiento por región	66
5.4 Local	68
5.5 Emisores	71

Conclusiones clave

- La economía mundial sigue sintiendo los efectos de la pandemia, las tensiones en Europa del Este y Oriente Medio, y unas condiciones financieras restrictivas que se han prolongado más de lo previsto, en especial en las economías desarrolladas. Los mercados financieros seguirán inmersos en las expectativas de política monetaria, en especial por el impacto en los activos del diferencial de tasas entre Estados Unidos y otras economías. Entre los factores de riesgo a monitorear será fundamental la situación fiscal y de endeudamiento, además de las condiciones climáticas, y los conflictos geopolíticos y el nuevo orden multipolar con sus efectos en las relaciones diplomáticas y la dinámica comercial.
- En Colombia, el crecimiento económico se verá impulsado por menores costos financieros y una dinámica comercial más favorable. La inflación seguirá disminuyendo, aunque sujeto a varios riesgos en el horizonte, que, en todo caso, le permitirá al Banco de la República seguir con sus planes de flexibilización monetaria. El mercado financiero seguirá asimilando el desafío fiscal que enfrenta el país, en medio de un menor recaudo tributario, altos pagos de interés, costos fiscales por las reformas sociales y el incremento en el presupuesto anual.
- En divisas, el comportamiento del DXY enfrentarán desafíos por la política monetaria de la Reserva Federal y factores políticos en EE.UU., mientras que otras monedas desarrolladas, como el euro, libra esterlina y yen japonés, podrían respaldarse por divergencias en políticas monetarias y situaciones económicas locales. El peso colombiano estará condicionado por el diferencial de tasas de interés entre Colombia y EE.UU., las elecciones presidenciales en EE.UU., además por factores internos como el déficit fiscal y la percepción de riesgo país.
- En renta variable, aunque el mercado estadounidense sigue siendo atractivo, los riesgos de sobrevaloración están impulsando a los inversores hacia la diversificación. Los inversionistas más conservadores podrían mirar hacia Europa, mientras que los que buscan mayor riesgo considerarán Latinoamérica. Factores como la reducción en el atractivo de la renta fija para personas naturales, retornos competitivos en dividendos y un crecimiento económico sostenido crearían un entorno favorable para el buen desempeño del MSCI Colcap.
- En renta fija, en 2024, los bonos del Tesoro de EE.UU. respondieron a la volatilidad y ajustes de la Fed, alcanzando rendimientos de hasta 4.76% en medio de tensiones inflacionarias. A medida que el ciclo de recortes de tasas avance gradualmente en 2025, la situación fiscal y la creciente necesidad de emisión de deuda a largo plazo mantendrán elevada la prima de plazo. Esto da a los bonos de mediano plazo una ventaja en cuanto a estabilidad y rendimiento, en contraste con los bonos a largo plazo, que enfrentarán mayores riesgos y volatilidad.

1

Macroeconomía

El crecimiento económico global para 2024 y 2025 se proyecta en torno al 3.1%, con una recuperación moderada pero aún afectada por riesgos significativos. La economía mundial sigue sintiendo los efectos de la pandemia, las tensiones en Europa del Este y Oriente Medio, y las condiciones financieras más restrictivas que se han extendido más de lo esperado. Aunque las economías emergentes muestran un panorama algo más optimista que las avanzadas, su crecimiento permanece bajo en comparación con niveles históricos. Muchas de ellas enfrentan presiones fiscales debido a conflictos geopolíticos, lo que podría llevar a un aumento en el gasto en defensa y apoyo fiscal. Además, las tasas de interés más altas han incrementado el costo de la deuda, complicando la sostenibilidad para economías de menores ingresos. En Asia, las economías emergentes liderarán el crecimiento, con China e India representando aproximadamente la mitad de la expansión global, pese a factores externos adversos.



Economías desarrolladas

Tabla 1. Nuestras proyecciones económicas

		2022	2023	2024	2025
Estados Unidos	PIB real (variación anual, %)	2.50%	2.90%	2.60%	2.00%
	Inflación (var. anual %)	6.41%	3.24%	2.20%	1.90%
	Tasa de política monetaria (fin de año, %)	4.50%	5.50%	4.50%	3.25%
Eurozona	PIB real (variación anual, %)	3.32%	0.39%	0.70%	1.10%
	Inflación (var. anual %)	9.20%	2.93%	2.10%	2.30%
	Tasa de depósito (fin de año, %)	2.00%	4.00%	3.00%	2.00%
Reino Unido	PIB real (variación anual, %)	4.84%	0.34%	0.90%	1.30%
	Inflación (var. anual %)	10.53%	3.99%	2.40%	2.10%
	Tasa de política monetaria (fin de año, %)	3.50%	5.25%	4.50%	3.50%
Japón	PIB real (variación anual, %)	1.16%	1.68%	0.20%	1.20%
	Inflación (var. anual %)	3.87%	2.92%	1.90%	1.80%
	Tasa de política monetaria (fin de año, %)	-0.10%	-0.10%	0.40%	0.75%

Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Estados Unidos

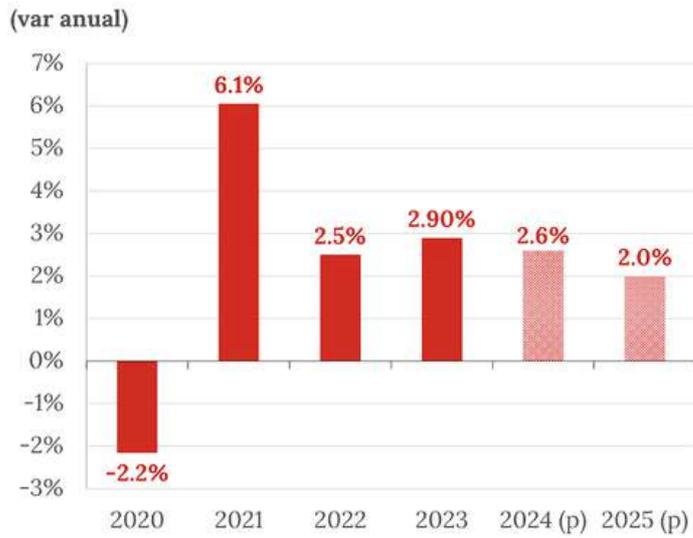
En 2024, la economía estadounidense demostró resiliencia en el consumo y el empleo pese a las altas tasas de interés. Las políticas estrictas se contrarrestaron con el crédito privado y el estímulo fiscal de 2021, que impulsaron la acumulación de riqueza. No obstante, factores externos y la reducción de estímulos han comenzado a ralentizar el crecimiento, alineando el desempeño de EE. UU. con otras economías avanzadas.

Para el cierre de 2024 y durante 2025 la política monetaria se espera que sea menos restrictiva, aunque su transición hacia condiciones más flexibles será cuidadosa. La Reserva Federal recortó su tasa en septiembre por primera vez, en 50 puntos básicos, con expectativas de dos reducciones adicionales de 25 puntos cada una en noviembre y diciembre.

Estimamos un crecimiento económico del 2.6% para 2024, con posibles repuntes hasta el 2.9% en escenarios optimistas, y una desaceleración a 2.0% en 2025 (**Gráfica 1**), principalmente por el impacto acumulado de las políticas monetarias. El consumo de los hogares, que hasta ahora ha crecido por encima del 3.0%, podría moderarse en respuesta a condiciones de crédito más ajustadas y una menor disponibilidad de financiamiento.

El índice de precios al consumidor (IPC) muestra una desaceleración gradual, con una inflación general proyectada en 2.2% para finales de 2024, y una posible caída por debajo del 2% en 2025, situándose incluso bajo la meta de la Reserva Federal. La inflación subyacente, excluyendo alimentos y energía, podría mantenerse sobre el 2% hasta 2026 por presiones en servicios, especialmente en bienes raíces. Con una tasa de desempleo estimada entre 4.1% y 4.5%, el mercado laboral sigue estable, aunque su leve aumento podría aliviar presiones salariales.

Gráfica 1. PIB real



Gráfica 2. Senda tasa Reserva Federal



Fuente: Bloomberg, Fed - Investigaciones Económicas Accivalores

Siempre y cuando la inflación y la salud del mercado laboral lo permita, el FOMC podría continuar un ciclo gradual de reducción de tasas en 2025, estabilizándolas entre 3.0% y 3.25% (**Gráfica 2**). Las tasas altas de 2024 afectaron la inversión inmobiliaria, pero los próximos recortes podrían aliviar en parte estos efectos, aunque la construcción residencial seguirá débil a corto plazo. La construcción no residencial, limitada por altos costos de financiamiento, podría reactivarse hacia finales de 2025 con una política más neutral.

En el balance de riesgos, en 2025, cambios en aranceles y políticas industriales en EE. UU., China y Europa elevan el riesgo de una guerra comercial, mientras los conflictos geopolíticos podrían presionar la inflación. Aunque el déficit comercial mejoró, la debilidad en la Eurozona y China puede limitar las exportaciones, afectando el crecimiento del PIB. La deuda pública, superando el 120% del PIB, también plantea riesgos fiscales. Las proyecciones fiscales sugieren que el déficit presupuestario de EE.UU. se mantendrá alto, impulsado también por un aumento en los costos de salud y seguridad social debido al envejecimiento de la población, así como por una presión creciente para invertir en defensa y en programas que aseguren la competitividad económica del país a nivel global.

“Siempre y cuando la inflación y la salud del mercado laboral lo permita, el FOMC podría continuar un ciclo gradual de reducción de tasas en 2025”



	Kamala Harris	Donald Trump
Economía	<p>En un gobierno liderado por Kamala Harris, la política fiscal estará marcada por la expiración de los recortes fiscales de 2017, lo que significa un aumento en los impuestos para las grandes corporaciones y los más ricos. Esta política podría reducir el déficit proyectado, ya que aumentaría los ingresos del gobierno. Sin embargo, a pesar de estos ajustes, el déficit gubernamental seguirá siendo una preocupación, con una proyección de 6.3% del PIB entre 2024 y 2034, y la deuda pública podría incrementarse hasta el 122% del PIB. En materia de crecimiento no se perciben cambios significativos para la economía en el corto plazo y se mantendría el 'statu quo'.</p>	<p>Una administración de Donald Trump extendería los recortes fiscales de 2017, impulsando el consumo y la inversión a corto plazo, pero incrementando el déficit a largo plazo. También podría hacer que se centrara más en la política interior que en la exterior creando un impulso al crecimiento aproximado de entre el 2.1% y el 2.3% • Sus propuestas, como la implementación de aranceles adicionales, aumentarían la deuda pública en mayor medida que las de Harris. El arancel del 10% en todas las importaciones y uno de hasta el 60% en productos chinos que propone, reducirían el PIB en cerca de 0.36% para 2026 y un 1.4% para 2028, afectando especialmente la manufactura, el empleo y las exportaciones. • A esto se suma la caída en el número de trabajadores por su política migratoria, lo que aumentaría los costos laborales, afectaría la producción en sectores sensibles al comercio y elevaría la inflación en 3.5 pp, especialmente en sectores dependientes de mano de obra inmigrante, además el costo de mantener un plan de deportación como el que propone Trump se aproxima a los US\$100 mil millones, cuando el presupuesto de 2023 del ICE para el traslado y deportación fue de apenas US\$327 millones, logrando expulsar del país a cerca de 140 mil personas. • Finalmente, Trump podría intervenir en la política de la Reserva Federal, aumentando el riesgo país, provocando salida de capitales y depreciando el dólar. En general, presionaría por tasas de interés bajas, lo que podría generar presiones inflacionarias. Se proyecta un aumento de la inflación de 3.2 pp por esta vía.</p>
Renta Fija	<p>Harris, con una política fiscal más moderada, podría mantener la estabilidad en los bonos del Tesoro, lo que a su vez mitigaría los efectos en los rendimientos de los mismos. Al no depender tanto de tasas de interés artificialmente bajas, podría reducir la presión inflacionaria y promover un entorno económico más equilibrado. Es un entorno más positivo para la renta fija.</p>	<p>En el caso de Trump, los rendimientos de los bonos del Tesoro se elevarían debido a la percepción de un mayor riesgo económico e inflacionario, generando volatilidad en los mercados financieros, la cual aproximamos en al menos un rango de 20 - 30 pbs al alza afectando principalmente la parte media y larga de la curva.</p>



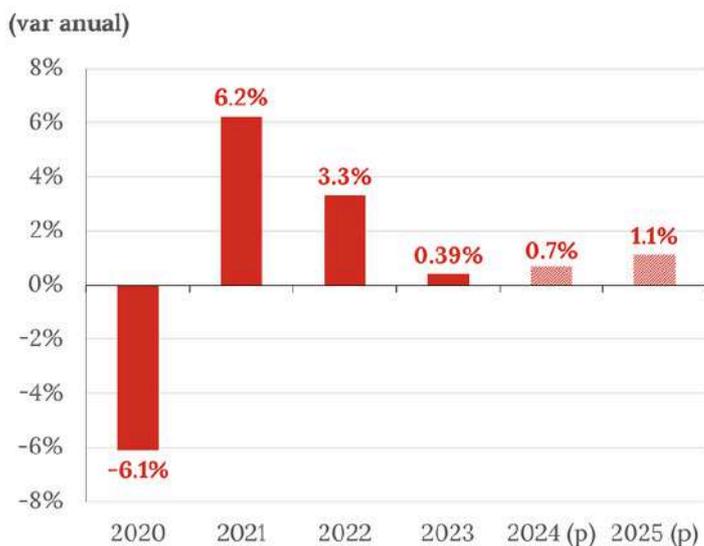
	Kamala Harris	Donald Trump
Renta Variable	<p>La afinidad política de Kamala Harris podría mantener estable la relación comercial entre Estados Unidos y China, lo que beneficiaría sectores con una fuerte dependencia de dicho mercado, como el automotriz y la agricultura. Estos sectores podrían aprovechar un eventual repunte en la economía asiática, impulsando sus exportaciones y dinamizando la actividad económica bilateral.</p> <p>Sin embargo, desde una perspectiva más amplia, creemos que una victoria de Harris podría no ser tan favorable para el desempeño del S&P 500. Esto se debe, en gran parte, a su propuesta de aumentar el impuesto corporativo al 28%, lo que afectaría negativamente las ganancias por acción y reduciría las expectativas de crecimiento de las compañías. Este incremento fiscal podría restar atractivo a las acciones que tradicionalmente ofrecen dividendos estables, impactando la rentabilidad esperada por los inversores y, potencialmente, limitando el crecimiento de los índices bursátiles</p>	<p>El enfoque proteccionista de Trump, que incluye aranceles más altos a importaciones chinas, revive tensiones comerciales similares a las de su mandato anterior. En 2018, sus políticas arancelarias afectaron sectores clave como tecnología, automóviles y manufactura, mientras que China respondió con medidas que impactaron la agricultura y energía en EE.UU. A pesar de esto, el sector tecnológico prosperó durante 2016-2020.</p> <p>Se anticipa que una nueva guerra comercial podría generar volatilidad, pero sectores como la tecnología podrían continuar creciendo, especialmente con el creciente enfoque en la protección de la propiedad intelectual, un tema clave en la era de la inteligencia artificial. Lo que respaldaría nuevos máximos en los índices bursátiles.</p>
Divisas	<p>Es probable que el índice DXY enfrente presiones bajistas bajo el mandato de Harris. Su política más moderada y su enfoque menos confrontativo en el comercio global podrían reducir la demanda del dólar como cobertura frente a la volatilidad.</p>	<p>El dólar probablemente experimentaría un impulso adicional al alza debido a las políticas proteccionistas, como el aumento de aranceles a las importaciones chinas, migratorias, entre otras percibidas como inflacionarias. Esto generaría una mayor aversión al riesgo global, lo que impulsaría al dólar como refugio seguro.</p>

Los hogares europeos están ahorrando a niveles sin precedentes, con tasas de ahorro en la eurozona por encima del 15%, superando las cifras previas a la pandemia, lo que refleja un estado de incertidumbre económica en la región. En efecto, en comparación con otras economías, la Eurozona ha enfrentado desafíos para sostener su crecimiento económico, sobre todo en sectores como la industria y en países como Francia, Italia y Alemania, que son los más grandes de la región. Además, la moderación de la demanda externa, influida por la debilidad en China y otros mercados, también limita el crecimiento económico en la región.

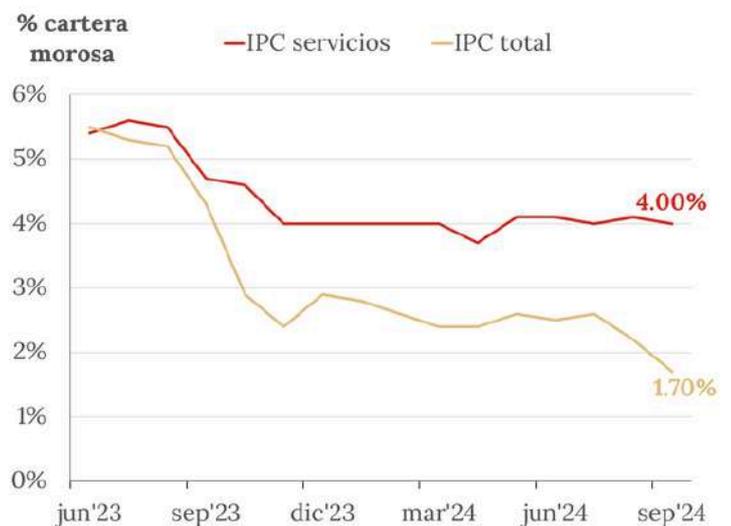
En particular, estamos esperando que la economía de la Eurozona crezca apenas un 0.7% en el 2024. El enfriamiento, junto con una inflación por debajo del 2%, podría permitir al Banco Central Europeo reducir 25 puntos básicos adicionales a fin de año, dejando la tasa de depósito en 3%. En efecto, el balance de riesgos del emisor está cambiando, ya que las políticas restrictivas frenan la economía y la inflación se modera más rápido de lo esperado.

Para el 2025, esperamos una recuperación con una tasa de crecimiento del 1.1% (**Gráfica 3**), impulsada por el gasto de los consumidores y la inversión, gracias al aumento de salarios reales, mayor confianza inversora y una posible reducción de tasas, con la expectativa de que la tasa de depósitos alcance el 2.0% si la inflación lo permite. Sin embargo, el sector manufacturero seguirá siendo un lastre durante la primera mitad del año.

Gráfica 3. PIB real



Gráfica 4. IPC servicios Eurozona



Fuente: Bloomberg, Eurostat - Investigaciones Económicas Accivalores

Fuente: EIA - Investigaciones Económicas Accivalores

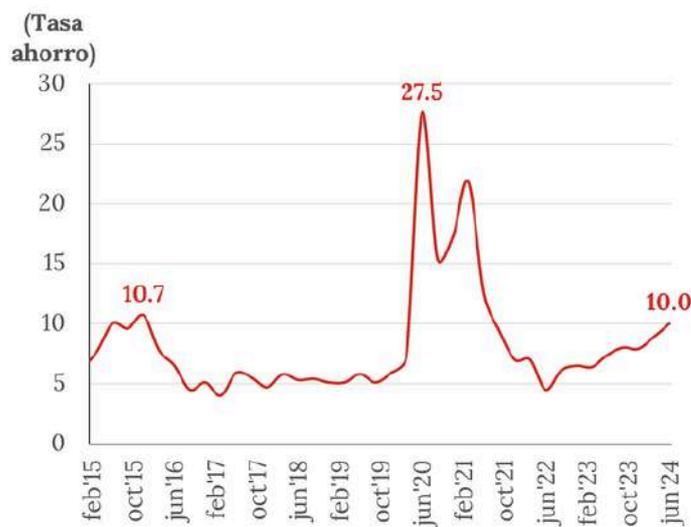
Para el 2025 y lo que resta de 2024, será clave monitorear varios riesgos: la inflación en los servicios (**Gráfica 4**), el aumento de los costos laborales (ya que los salarios superan el crecimiento de la productividad), el desempeño del comercio exterior, eventos climáticos extremos, el impacto del Plan Presupuestario Estructural en Italia y la caída de los precios inmobiliarios en Alemania. También es crucial observar las políticas fiscales de Francia y Alemania, y el estímulo económico de China, que creemos solo brindará un alivio temporal a la Eurozona. La situación geopolítica, incluyendo el conflicto en Ucrania y en Oriente Próximo, y la volatilidad del precio del petróleo afectarán los costos energéticos, mientras la transición energética avanza. Además, una posible victoria de Trump podría incrementar las tensiones comerciales globales, impactando negativamente el comercio entre Europa y China y forzando a las empresas europeas a reducir su dependencia del mercado chino.

| Reino Unido

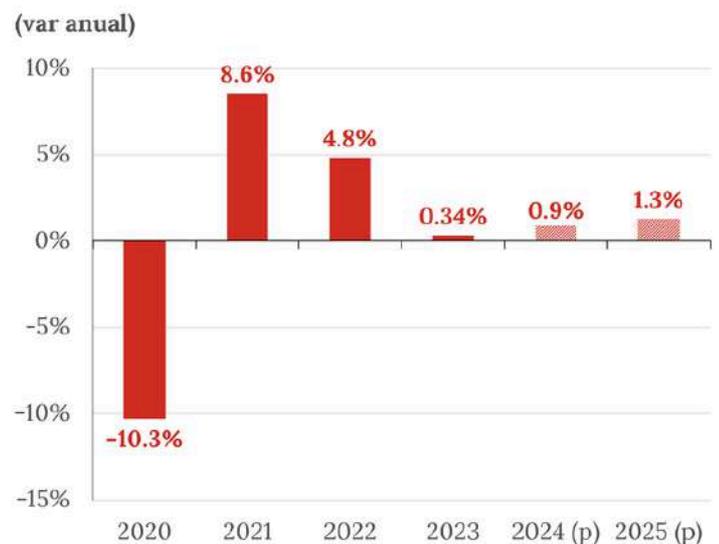
Creemos que la economía británica puede crecer 0.9% en 2024, con un escenario alcista de 1.0%. La demanda ha estado disminuyendo como resultado del enfriamiento del mercado laboral, con menos vacantes y más pérdidas de empleo. Mientras la inflación lo siga permitiendo, al mismo tiempo que el mercado laboral continúe mostrando señales de enfriamiento, el Banco de Inglaterra podría reducir las tasas a 4.50% este año, manteniendo un enfoque cauteloso.

“La demanda inglesa ha estado disminuyendo como resultado del enfriamiento del mercado laboral, con menos vacantes y más pérdidas de empleo”

Gráfica 5. Tasa de ahorro



Gráfica 6. PIB real



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores



La disminución de la inflación y el recorte de las tasas de interés por parte del Banco de Inglaterra debería darle apoyo a la economía del Reino Unido el próximo año y reactivar su crecimiento. Preveemos que la economía británica podría crecer un 1.3% en 2025, impulsada en parte por el aumento de la inversión empresarial, ya que la flexibilización monetaria y el optimismo económico darían a las empresas mayor confianza para invertir en nuevos proyectos. Asimismo, esperamos que los consumidores también recuperen poder adquisitivo gracias a mayores salarios reales y una tasa de ahorro sólida (**Gráfica 5**). Cabe destacar que el primer ministro Keir Starmer, cuyo Partido Laborista asumió el poder en julio de 2024, está enfocado en impulsar el crecimiento económico. Sin embargo, persisten riesgos bajistas debido a desafíos fiscales y efectos del Brexit, que aún afectan sectores como comercio, inversión extranjera y turismo.

En los meses siguientes, es probable que el Banco de Inglaterra mantenga prudencia respecto a nuevos recortes, dadas las incertidumbres en torno a los choques de oferta y las proyecciones a largo plazo. Estimamos que la inflación cerrará en 2.4% en 2024 y se reducirá a 2.1% para finales de 2025 (**Gráfica 6**). Bajo este contexto, la tasa de interés podría cerrar 2025 cerca de 3.5%. Los riesgos incluyen el bajo crecimiento de la productividad, los desafíos fiscales y el entorno geopolítico, que podrían reactivar las presiones inflacionarias.

Entre los riesgos, consideramos que el bajo crecimiento de la productividad y la inversión y los desafíos globales relacionados con la geopolítica y los eventos climáticos estarán en la mira. También, los desafíos fiscales y los altos niveles de deuda seguirán presionando las finanzas del país. Además, a pesar de que los precios de la energía parecen estar moderándose, el contexto geopolítico podría implicar presiones adicionales en la inflación.

| Japón

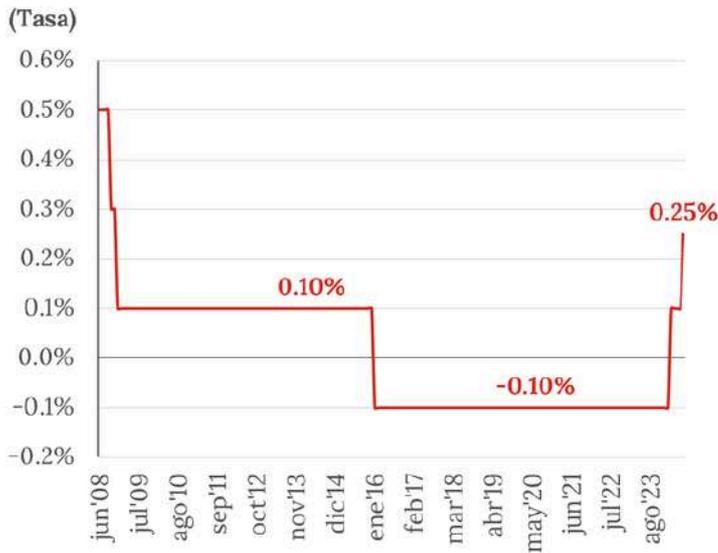
Durante 2024, la demanda interna ha mostrado una recuperación sólida en varios sectores, lo que sugiere que la economía ha superado el estancamiento y se dirige hacia una recuperación gradual. El panorama para el consumo privado en el resto del año es positivo, impulsado por los incrementos salariales acordados en primavera, los pagos de bonos de verano y el aumento esperado en el ingreso disponible debido a la reducción de impuestos. Además, el fin del endurecimiento monetario en el extranjero beneficiará las exportaciones japonesas.

“Dentro de los riesgos a tener en cuenta está la cautela del consumidor japonés”

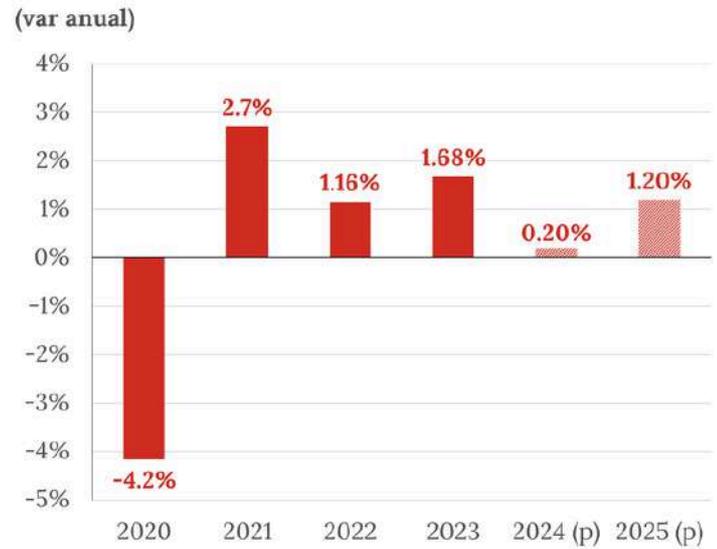
Ahora bien, dentro de los riesgos a tener en cuenta está la cautela del consumidor ante la preocupación por los altos precios de los productos y fenómenos climáticos inusuales. Además, las advertencias sobre el terremoto de la Fosa de Nankai, sobre las cuales Japón empieza a prepararse, podrían hacer que los consumidores adopten un comportamiento más conservador.

Este año, el Banco de Japón ha subido su tasa a 0.25% (**Gráfica 7**) y generando un efecto de carry trade que afectó a los mercados financieros globales. Aunque en nuestro escenario base no consideramos otro aumento este año, tampoco descartamos la idea de que se de uno a final de año, aunque el emisor considerará la evolución del mercado laboral en Japón, donde el desempleo ha crecido y las ofertas laborales han disminuido, pese a la escasez estructural de mano de obra.

Gráfica 7. Tasa de política monetaria



Gráfica 8. PIB real



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

En 2025, creemos que la economía japonesa podría seguir expandiéndose, aunque manteniendo un ritmo de recuperación moderado. En particular, esperamos un crecimiento de 1.2% anual (**Gráfica 8**), con el consumo privado como principal motor gracias a los aumentos salariales y el fortalecimiento corporativo. En cuanto a la política monetaria, creemos que el aumento de salarios reales y la inflación permitan al Banco de Japón continuar subiendo tasas en 2025, ayudando a superar el estancamiento económico. Con un nuevo gobernador, habrá mayor cautela, pero se proyecta un cierre de tasa en 0.75%. Aunque las tasas podrían subir, no prevemos un impacto significativo en la inversión debido a su moderación.

A pesar del optimismo, varios factores pueden frenar el crecimiento. Aunque la inflación en alimentos y energía ha disminuido, los costos laborales y logísticos podrían elevar los precios de servicios. Los riesgos geopolíticos, como el conflicto en Medio Oriente, podrían aumentar el precio del crudo, afectando el consumo privado. También preocupa la desaceleración de economías clave como Estados Unidos y China, la evolución del turismo, la producción automotriz y la demanda global de semiconductores.

Economías emergentes

Tabla 2. Nuestras proyecciones económicas

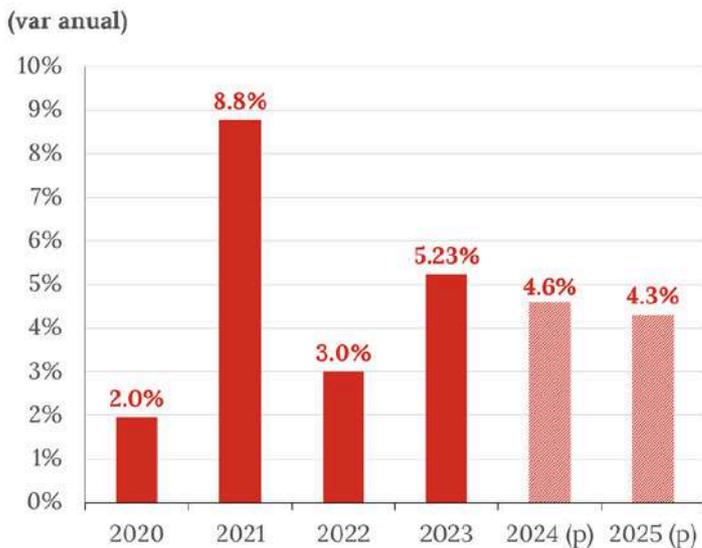
		2022	2023	2024	2025
China	PIB real (variación anual, %)	3.00%	5.23%	4.60%	4.30%
	Inflación (var. anual %)	1.81%	-0.26%	1.00%	2.00%
Latinoamérica	PIB real (variación anual, %)	4.18%	2.29%	2.00%	2.50%
	Inflación (var. anual %)	14.86%	17.21%	13.00%	6.80%

Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

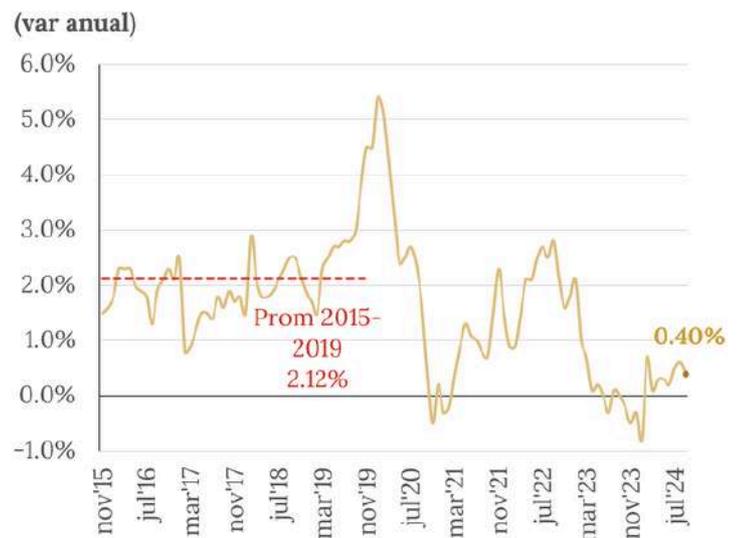
China

China, la segunda economía más grande del mundo, enfrenta presiones deflacionarias y lucha por impulsar el crecimiento a pesar de varias medidas de política adoptadas recientemente para estimular el consumo. Luego de haber crecido 5.3% en 2023, los siguientes meses lucen retadores. Los principales indicadores económicos apuntan a un segundo semestre del 2024 débil, con crecimientos lentos en ventas minoristas, inversión y producción industrial, además de una reducción de existencias y menor demanda de viviendas.

Gráfica 9. PIB real



Gráfica 10. Índice de Precios al Consumidor (IPC)



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores



Creemos que el PIB de China para el 2024 puede crecer entre 4.6% y 4.8% (**Gráfica 9**), que sería menor a la meta del Gobierno de 5%, debido a las debilidades que afronta el sector inmobiliario del país y la débil demanda interna en general. Además, la depreciación del yuan y la desinflación (**Gráfica 10**) están afectando el gasto de los hogares. Vale la pena recordar que, a finales de septiembre, Pekín implementó una serie de medidas de estímulo, que incluyen incentivos fiscales, monetarios y de apoyo al mercado inmobiliario, con el fin de restaurar la confianza en la economía, aunque los resultados no parecen estar a la altura de lo esperado.

En 2025, esperamos que el crecimiento económico de China se desacelere aún más, a pesar de los recientes esfuerzos de estímulo. Proyectamos un crecimiento de la economía china entre 4.3% y 4.5%, debido a la persistente debilidad del mercado inmobiliario, la baja confianza de los consumidores e inversores, y las tensiones globales. Los precios de la vivienda seguirán en niveles bajos y puede que el crecimiento de los salarios enfrenten presiones bajistas. El apoyo fiscal recientemente anunciado podría impulsar el crecimiento a corto plazo, pero creemos que en el largo plazo dependerá de reformas estructurales más profundas.

Consideramos que para tener un mejor desempeño económico, sería beneficiosa una política gubernamental más proactiva. Además, con los recientes recortes de tasas de interés por parte de la Reserva Federal, el Banco Popular de China (PBOC) tiene más margen para flexibilizar su política monetaria. Hasta el momento, era poco probable que el banco central recortara las tasas de interés de manera agresiva debido a que eran relativamente bajas en comparación con las de Estados Unidos; sin embargo, creemos que con la nueva coyuntura hay espacio para reducciones adicionales. El PBOC priorizará evitar condiciones de financiación más estrictas, incluso con la debilidad del yuan. En todo caso, creemos que, dada la baja confianza y la presión sobre los precios, el estímulo fiscal sería más efectivo para impulsar el crecimiento que una moderada flexibilización monetaria.

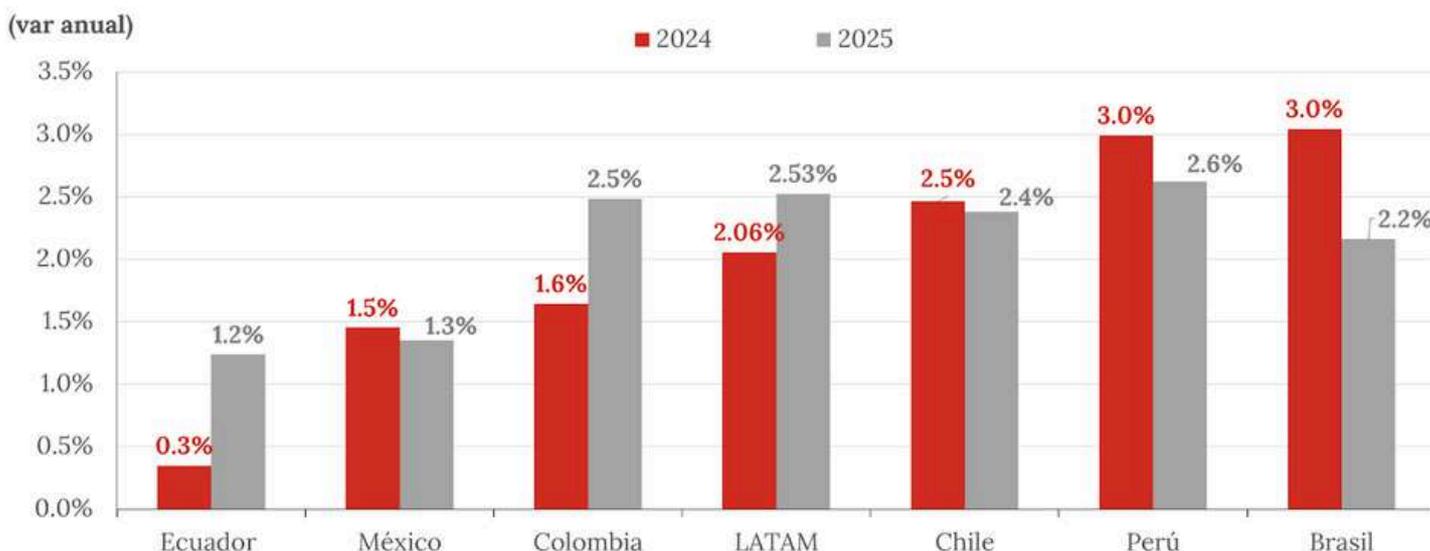
“En 2025, esperamos que el crecimiento económico de China se desacelere aún más, a pesar de los recientes esfuerzos de estímulo... debido a la persistente debilidad del mercado inmobiliario, la baja confianza de los consumidores e inversores, y las tensiones globales.”

En 2025, los riesgos internos y externos persisten. Los riesgos a la baja incluyen el creciente proteccionismo, el aumento de las tensiones geopolíticas, condiciones climáticas adversas, el deterioro del mercado inmobiliario, una deflación sistémica y un crecimiento económico global más lento. En el mediano plazo, será importante la evolución de la cadena de suministro y las barreras al comercio y la inversión. La competencia entre EE. UU. y China seguirá en la mira, pero algunas estrategias podrían seguir moderando las tensiones y creando canales de comunicación, como la visita del asesor de seguridad estadounidense a Pekín. Sin embargo, el cambio en la Casa Blanca, con la llegada de Donald Trump, podría agravar las tensiones geopolíticas. Además, con el aumento de los salarios en China, el país ha empezado a trasladar su producción a lugares más rentables, como Myanmar, Vietnam, Indonesia y algunos países africanos. México también se ha beneficiado de esta deslocalización de la producción, que podría tener implicaciones para su crecimiento, empezando por una menor demanda de mano de obra.

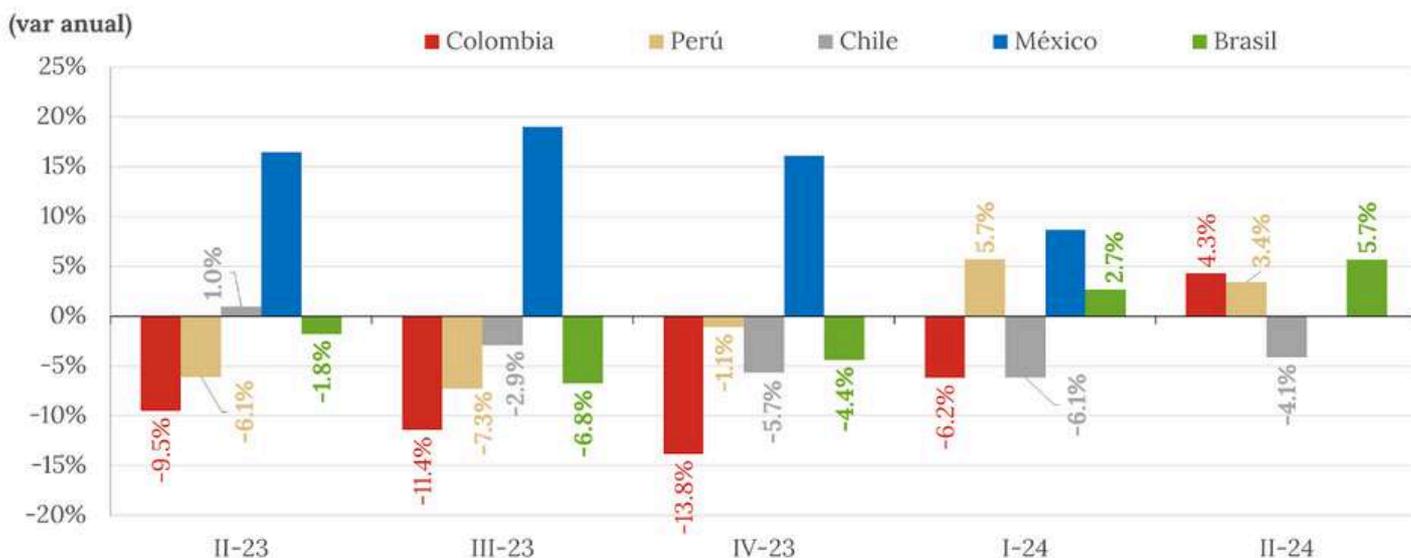
| Latinoamérica

La región enfrenta un panorama de inversión y crecimiento en 2024 más bajo entre los mercados emergentes, en especial por debilidades estructurales y la incertidumbre política, aunque han demostrado una notable resiliencia frente a la reciente volatilidad global. En 2024, Latinoamérica proyecta un crecimiento de 2.0%, inferior al 2.2% de 2023, debido a políticas monetarias y fiscales más restrictivas para controlar la inflación. La dependencia de materias primas y la baja inversión interna limitan su avance en la cadena de valor global.

Gráfica 11. Expectativas PIB real



Gráfica 12. Formación Bruta de Capital



Fuente: DANE, INEGI, Banco Central de Chile, Banco Central de Brasil, INEI - Investigaciones Económicas Accivalores

Se espera que el crecimiento regional se recupere al 2.5% en 2025, apoyado en la flexibilización monetaria y mejores condiciones de inversión (**Gráfica 11**). Aunque, en el caso de Brasil, es probable que el crecimiento enfrente desafíos debido a la inflación, altos costos de financiamiento, incertidumbre política y fenómenos meteorológicos, junto con dudas sobre el ajuste monetario. Pero, en la mayoría de los países, la estabilidad financiera global y el consumo sostendrán el crecimiento, con recuperación gradual de la inversión. Colombia y Chile siguen rezagados en inversión (**Gráfica 12**), mientras México destaca por mayor inversión impulsada por *nearshoring*.

Si la inflación lo permite, en 2025 la mayoría de los bancos centrales reducirán sus tasas de interés, con Brasil como posible excepción en el corto plazo debido a políticas restrictivas. La región enfrentará el reto de equilibrar la lucha contra la inflación con el crecimiento económico. Las altas tasas de EE. UU. seguirán ejerciendo presión, aunque una flexibilización de la Reserva Federal en 2025 aliviaría la salida de capitales y facilitaría recortes en tasas locales.

Los principales riesgos para la región incluyen conflictos políticos internos que afectan la confianza inversora, fragmentación comercial, efectos de las elecciones en EE. UU. en acuerdos comerciales y migratorios, las tensiones geopolíticas globales, los movimientos migratorios en la región desde Venezuela y las condiciones climáticas en agricultura, energía y la infraestructura. El crecimiento y la inflación en Sudamérica estarán afectados por el clima adverso, aunque la demanda de energía verde podría impulsar algunas economías, ofreciendo crecimiento y empleo en la región. La volatilidad en precios de materias primas como petróleo, carbón y cobre se mantendrá, mientras que la baja inversión doméstica limita el crecimiento a largo plazo, manteniendo a América Latina vulnerable a estos cambios.

Para impulsar el crecimiento en 2025, América Latina debe enfocarse en reformas estructurales para mejorar la competitividad e inversión en infraestructura, educación y tecnología, integrándose mejor a cadenas globales. Aunque hay oportunidad para atraer IED, Argentina, Brasil y Colombia enfrentarán desafíos. Diversificar sectores más allá de minería e hidrocarburos y equilibrar la influencia de China en infraestructura y energía será clave para reducir vulnerabilidades geopolíticas y fortalecer otras áreas productivas.

“la mayoría de los bancos centrales reducirán sus tasas de interés, con Brasil como posible excepción en el corto plazo debido a políticas restrictivas. La región enfrentará el reto de equilibrar la lucha contra la inflación con el crecimiento económico”

Tabla 3. Nuestras proyecciones económicas

	2022	2023	2024	2025
Crecimiento del PIB (var.anual %)	7.30%	0.60%	2.10%	3.00%
Tasa de desempleo nacional (%PEA, promedio)	11.20%	10.20%	10.40%	10.15%
Inflación (var.anual %, fin de periodo)	13.13%	9.28%	5.56%	3.69%
Inflación básica (var.anual %, fin de periodo)	9.23%	8.81%	5.71%	3.46%
Tasa Banrep (tasa, fin de periodo)	12.00%	13.00%	9.00%	6.00%
IBR Overnight nominal (tasa, fin de periodo)	11.14%	12.26%	8.50%	5.60%
Balance fiscal GNC (% PIB)	-5.30%	-4.20%	-5.60%	-5.20%
Deuda neta GNC (%PIB)	60.1%	52.8%	56.0%	56.5%
Balance comercial (USD millones, total)	-14,536	-9,676	-10500	-12000
Balance en cuenta corriente (% PIB)	-6.26%	-2.70%	-2.7%	-3.7%
Tasa de cambio (USD/COP, promedio)	4,808	3,874	4050	4180
Precio de petróleo (USD por barril, promedio)	100.9	82.49	81.0	74.0

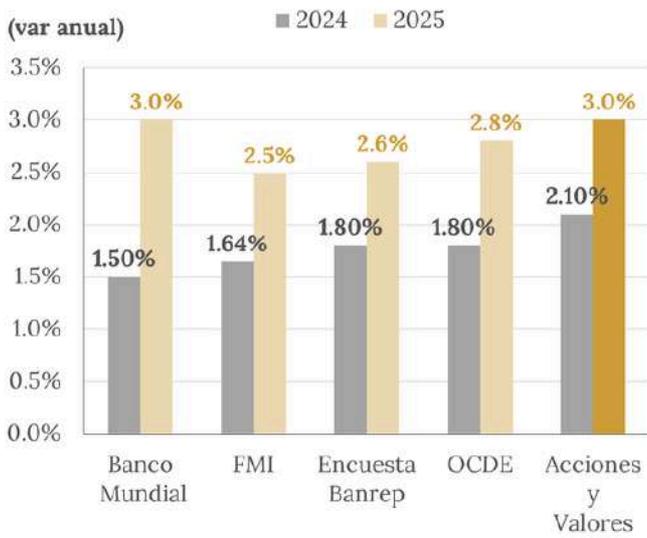
Fuente: DANE, Banrep, Minhacienda, EIA- Investigaciones Económicas Accivalores

a. Actividad económica

Los indicadores recientes sugieren que la economía colombiana continuará recuperándose en la segunda mitad de 2024, con un crecimiento anual proyectado del 2.8%. Esta recuperación está impulsada por el sector primario, destacando la producción agrícola (banano y café) y la ganadería, así como por una leve mejora en la demanda en el sector terciario, especialmente en servicios públicos, entretenimiento, transporte y finanzas. A pesar de la debilidad en el sector secundario, marcado por la contracción en la industria manufacturera y el estancamiento en la construcción, los sectores primario y terciario han mostrado un comportamiento favorable.

La demanda interna ha comenzado a mostrar signos de recuperación, impulsada por la inversión en maquinaria y equipo, y una ligera mejora en el consumo privado, favorecido por tasas de interés más bajas, una mejoría moderada en el crédito, y el aumento de los salarios reales. El empleo ha mejorado marginalmente, y la tasa de desempleo se ha estabilizado, lo que ha impulsado un crecimiento moderado en el consumo de bienes duraderos y servicios.

Gráfica 13. Expectativas PIB analistas



Gráfica 14. Expectativas PIB real, por gasto



Fuente: Banco Mundial, FMI, Banrep, OCDE, Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Durante el tercer trimestre de 2024, estimamos un crecimiento interanual del 3%, con una expansión constante en el sector primario y un consumo público estable. El incremento de remesas y transferencias gubernamentales ha apoyado el consumo, especialmente en el sector servicios.

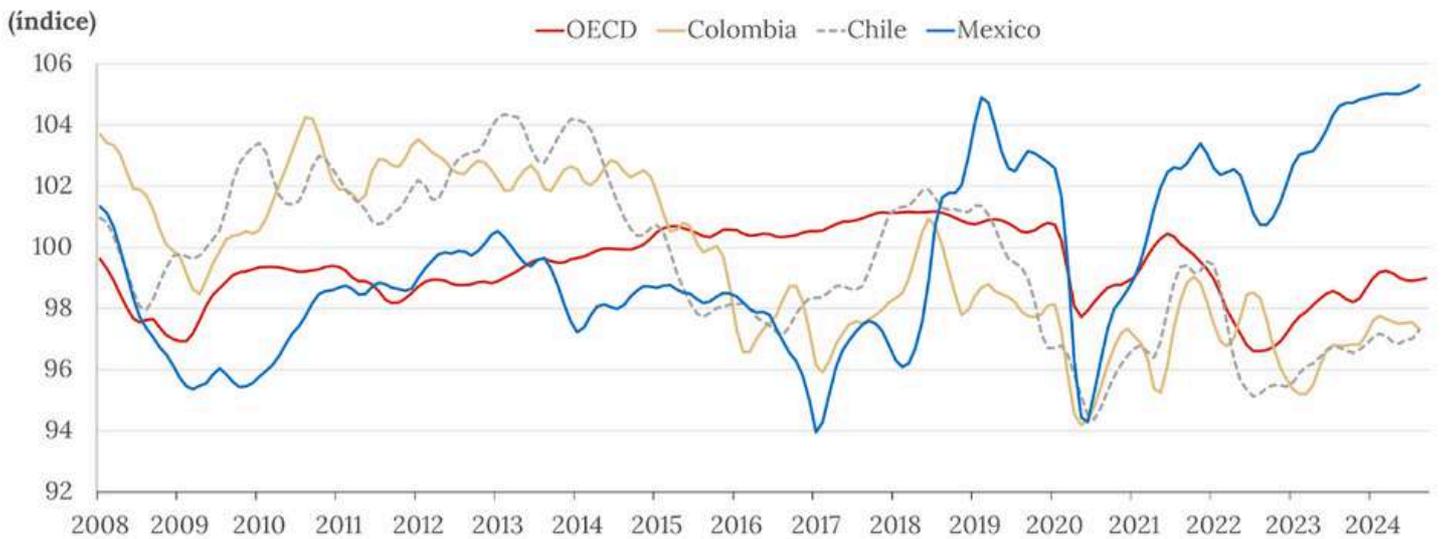
Para el cierre de 2024, se espera un impulso en la inversión, principalmente en proyectos de infraestructura clave como el metro de Bogotá y las iniciativas 5G, aunque la inversión en vivienda sigue rezagada. La formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipo ha mostrado una recuperación parcial, alcanzando niveles superiores a los previos a la pandemia.

Las exportaciones han crecido gracias a la demanda de productos como carbón, petróleo, café y banano por parte de los socios comerciales principales, mientras que las importaciones han mostrado un leve repunte, reflejando la mejora en la demanda interna. Proyectamos un crecimiento del 2.1% para 2024, aún por debajo del potencial de la economía, pero por encima de las estimaciones de varios analistas (**Gráfica 13 y 14**). Para 2025, se anticipa una mayor aceleración con un crecimiento del 3%, impulsado por menores costos financieros y una dinámica comercial más favorable.

“Proyectamos un crecimiento del 2.1% para 2024, aún por debajo del potencial de la economía, pero por encima de las estimaciones de varios analistas. Para 2025, anticipamos una mayor aceleración con un crecimiento del 3%, impulsado por menores costos financieros y una dinámica comercial más favorable.”

El panorama de crecimiento enfrenta riesgos mixtos, con predominio de factores a la baja. La baja confianza del consumidor, comparativamente menor frente a la región (**Gráfica 15**), junto con ajustes fiscales previstos, podrían afectar el consumo público y privado. Además, una política monetaria contractiva prolongada podría restringir la inversión en sectores de alta intensidad de capital. Las perspectivas de crecimiento de socios comerciales, particularmente China, representan un riesgo adicional para el comercio regional. El entorno económico de 2025 también estará marcado por la volatilidad en mercados energéticos, efectos de fenómenos climáticos sobre el sector agrícola, y tensiones geopolíticas que pueden impactar en exportaciones e inversión extranjera. En general, el balance de riesgos para 2025 sugiere un entorno incierto, con presiones inflacionarias y desafíos en el crecimiento económico, tanto internos como externos.

Gráfica 15. Confianza de los consumidores



Fuente: OCDE - Investigaciones Económicas Accivalores

b. Mercado laboral

Para el segundo semestre de 2024, se espera una tasa de desempleo estable, con un promedio anual de 10.4% a nivel nacional y del 10.3% en las principales ciudades. Según la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH) de agosto, el mercado laboral muestra estabilidad y una menor tasa de crecimiento en la población fuera de la fuerza laboral, apoyada en la mejora de empleo en zonas rurales y cabeceras. La tasa global de participación (TGP) se ubicó en 64.5%. Para 2024, se proyecta que la tasa de desempleo desestacionalizada oscile entre el 9.6% y el 10.3%, con un valor central de 9.8%. Para 2025, se estima un promedio entre el 9.4% y el 10.5%, influenciado por la incertidumbre sobre los efectos de la reforma laboral en trámite.

c. Inflación

Entre junio y septiembre, la inflación anual descendió, ubicándose en 5.81% en septiembre frente al 6.12% de agosto y el 9.3% de diciembre de 2023. La inflación subyacente (sin alimentos ni regulados) también disminuyó, pasando del 8.4% en diciembre de 2023 al 5.8% en septiembre de 2024. Esta tendencia refleja menor presión de demanda y una tasa de cambio real negativa, que, junto con menores costos internacionales, ha contribuido a la desaceleración de precios, a pesar de la depreciación nominal de octubre y del impacto de El Niño sobre los preceaderos. La inflación de alimentos cayó más de lo previsto, especialmente en preceaderos. Se estima que la inflación cerrará en 2024 cerca del 5.5%, con una convergencia lenta hacia la meta de 2025, proyectada en 3.6% (**Gráfica 16**). Riesgos para esta previsión incluye volatilidad cambiaria y ajustes en servicios públicos y transporte, así como presiones en energéticos derivados de un eventual escalamiento de las tensiones geopolíticas que afecten el precio del petróleo.

Gráfica 16. Expectativas inflación



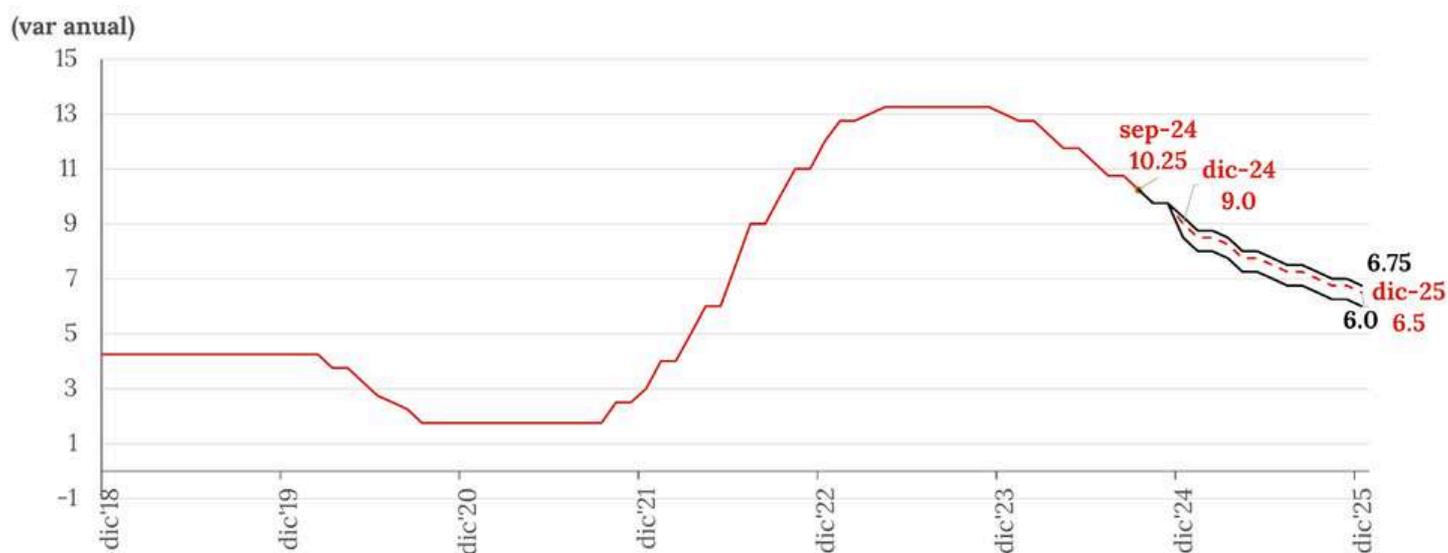
Fuente: DANE - Investigaciones Económicas Accivalores

d. Tasa de interés

La política monetaria en Colombia ha seguido un camino de relajación, similar al de otros países de la región. Se espera que el Banco de la República continúe reduciendo las tasas de interés, facilitando el crédito y estimulando consumo e inversión. La tasa de política monetaria podría cerrar en 2024 entre 8.75% y 9.25%, y entre 6.75% y 6% para 2025 (**Gráfica 17**), alineada con la moderación de tasas a nivel global y la expectativa de menor inflación.

“Los riesgos para la inflación incluye volatilidad cambiaria y ajustes en servicios públicos y transporte, así como presiones en energéticos derivados de un eventual escalamiento de las tensiones geopolíticas que afecten el precio del petróleo.”

Gráfica 17. Expectativas tasa de política monetaria



Fuente: Banrep - Investigaciones Económicas Accivalores

e. Sector externo

Colombia ha mostrado mejoras en su balanza de pagos, con un aumento del 17.7% en remesas y una moderación en las importaciones. Sin embargo, el déficit externo sigue siendo un desafío, impulsado por la caída en precios de exportaciones clave como el petróleo y el carbón. Se proyecta que el déficit de cuenta corriente aumentará al 2.7% del PIB en 2024, desde el 2.5% de 2023, debido a menores ingresos por exportaciones y una recuperación de la demanda interna. Para 2025, el déficit podría ampliarse al 3.5% del PIB debido a mayores importaciones y pagos de intereses de deuda externa. La inversión extranjera directa seguirá siendo la principal fuente de financiamiento, con crecimiento en sectores como la construcción y obras civiles, y mayor contribución del sector público.

f. Balance fiscal

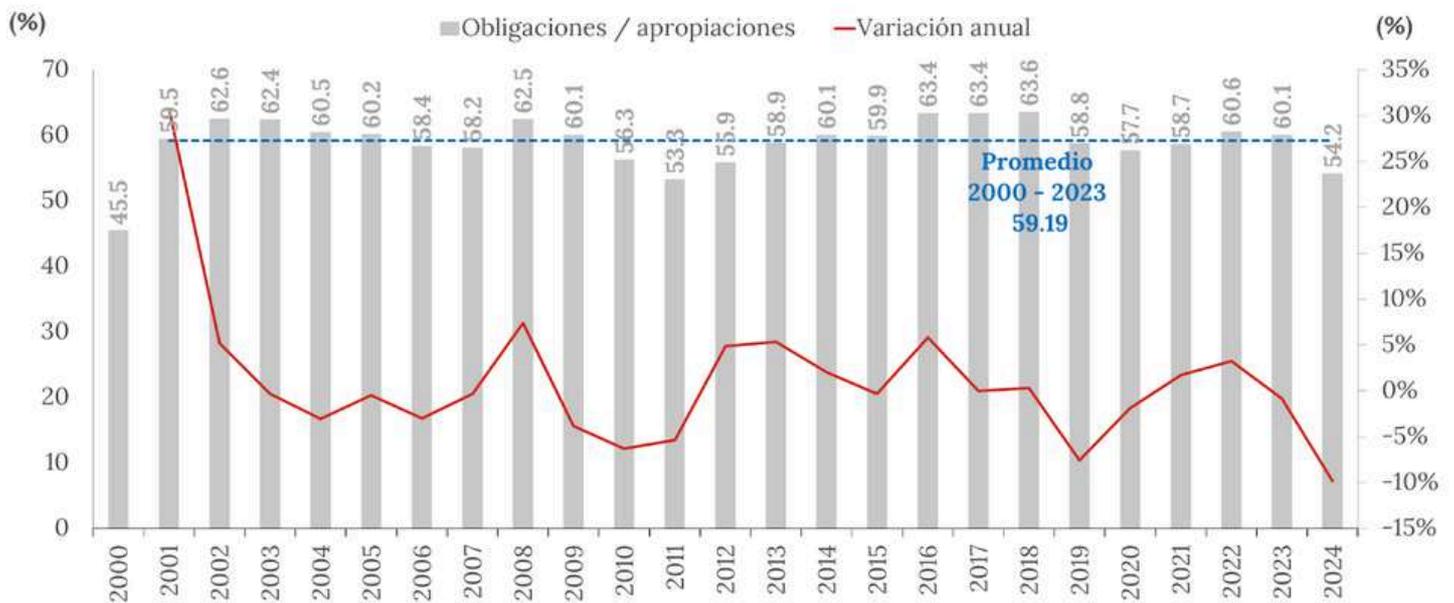
Aunque varios países han corregido sus desequilibrios externos, la deuda acumulada por la pandemia y su alto costo siguen limitando el espacio para mayor gasto e inversión pública. Colombia no es la excepción; desde entonces, el déficit fiscal ha seguido siendo un desafío clave. Incluso, los agentes del mercado y las calificadoras de riesgo se encuentran evaluando la probabilidad del cumplimiento de la regla fiscal.

El Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) del Ministerio de Hacienda proyecta que el déficit fiscal en 2024 será del 5.6% del PIB, un incremento considerable luego de haberlo reducido al 4.2% en 2023. Para empezar, una de nuestras preocupaciones es que esta cifra utiliza completamente el espacio permitido por la regla fiscal, por lo que cualquier eventualidad puede poner en riesgo el cumplimiento de la misma.

Entre los temas más álgidos está que la capacidad de generar ingresos tributarios ha sido insuficiente. De acuerdo con las últimas cifras de la DIAN, hay riesgos por un desfase de casi \$8 billones hasta el corte de septiembre de 2024 según las metas del CARF, pues deberíamos estar en \$214.9 billones y se han acumulado \$206.83 billones. Incluso luego de la decisión del Gobierno de congelar \$20 billones del presupuesto, el rezagado del recaudo sigue sin compensarse.

En materia de gastos, vemos una menor ejecución presupuestal entre enero y septiembre comparando frente a los años anteriores (**Gráfica 18**), aunque la composición sigue predominando en gastos de funcionamiento. En general, si bien una menor ejecución presupuestaria ayudaría a atenuar el gasto primario (funcionamiento + inversión) y la disminución de las tasas de interés promedio, interna y externa, permitiría una menor presión por el pago de los intereses, todavía hay riesgos: los gastos sociales de la pandemia aún no han retomado su normalidad (**Gráfica 19**) y el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) se verá afectado por la menor alza en el precio del ACPM en 2024. Además, de acuerdo con las últimas cifras del Ministerio de Hacienda, el déficit primario ya se acerca al -1.2% del PIB, lo cual supera la meta para este año de -0.9% del PIB. Esto significaría que, para alcanzar esa meta, y cumplir con la regla fiscal, los siguientes meses se debería equilibrar, lo que requeriría un importante recorte de gastos, asumiendo que los recortes tributarios no recuperarán el rezago de los \$8 billones. Además, será clave que el ajuste se haga en funcionamiento y no inversión, pues esto tendría efectos de mediano y largo plazo en el crecimiento económico.

Gráfica 18. Ejecución presupuestal entre enero y septiembre

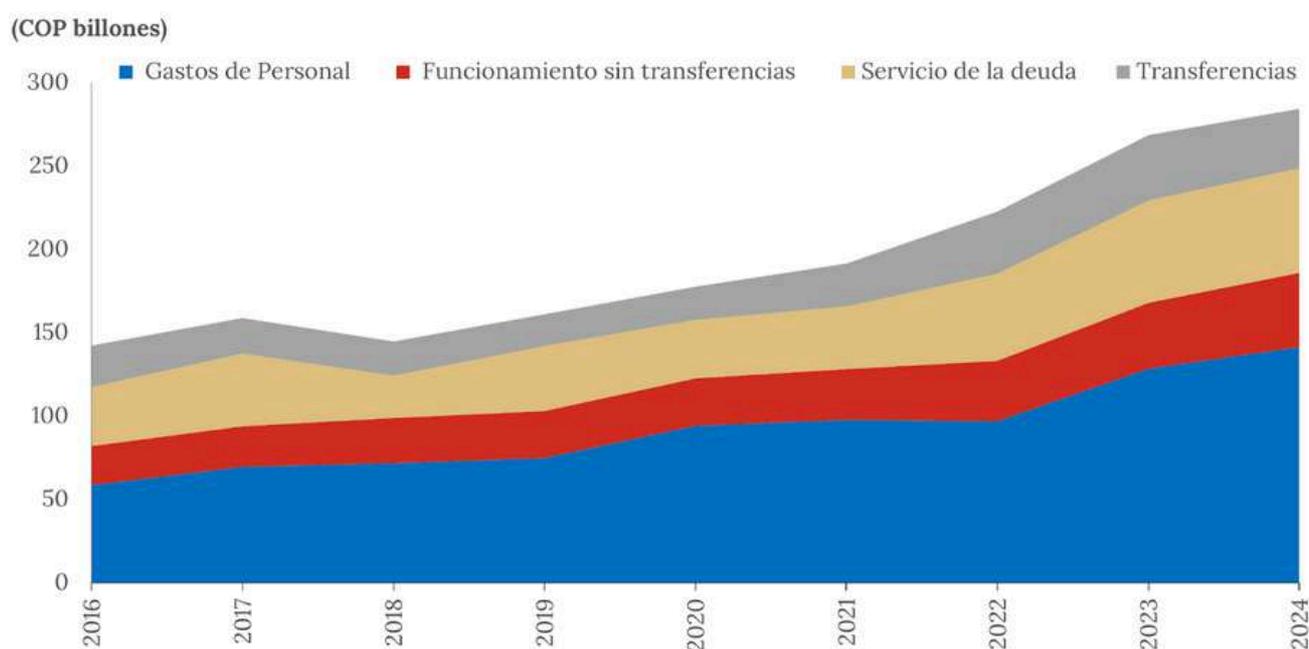


Fuente: Minhacienda- Investigaciones Económicas Accivalores

El mercado financiero aún asimila el desafío fiscal que enfrenta Colombia, agravado por un proyecto de acto legislativo que propone un aumento significativo en las transferencias del Gobierno a las regiones vía el Sistema General de Participaciones (SGP). Creemos que el balance total de 2024 puede ser de -5.6% con posibilidad de hasta -5.7%, en una situación que el recaudo no reaccione en los siguientes meses, lo requeriría que se realice un recorte presupuestario y subejecute en rubros de funcionamiento e inversión.

Por su parte, creemos que la deuda se podría ver presionada al alza por una tasa de cambio más alta a lo que estimaba el MFMP, lo que llevaría a un mayor cálculo de la deuda externa. En 2025, las mayores necesidades de financiamiento, en medio de una propuesta de Presupuesto elevada, dificultad en el consenso para el incremento del precio del ACPM e incertidumbre sobre la gestión de la DIAN en el recaudo tributario, puede llevar al déficit a aumentar a 5.1%, posiblemente 5.2%. Para cumplir las últimas metas del Gobierno, será necesario que el Gobierno siga subejecutando el presupuesto en 2025, además de contemplar recortes adicionales. Además, noticias como que Colombia no cumple con las condiciones del Fondo Monetario Internacional para refinanciar su deuda le siguen sumando nerviosismo al mercado por la situación fiscal.

Gráfica 19. Presupuesto obligado por sectores, entre enero y septiembre



Fuente: Minhacienda- Investigaciones Económicas Accivalores

f. Balance de riesgos

Internamente, los riesgos inflacionarios están ligados a servicios como alquileres y energía, además de potenciales incrementos en gas y servicios regulados. Externamente, la volatilidad en precios del petróleo y la política monetaria de EE.UU. añaden incertidumbre. Aunque la inflación en EE.UU. ha mostrado mejoría, los precios de alimentos y condiciones climáticas continúan siendo factores de riesgo; de hecho, informes como los del Potsdam Institute prevén que el cambio climático elevaría la inflación alimentaria en un 3.2% anual hasta 2035.

En el corto plazo, existen factores alcistas en el crecimiento, respaldados por indicadores económicos favorables, aunque hacia el mediano plazo predominan riesgos a la baja, especialmente por los desafíos fiscales y la incertidumbre en la inversión privada.

Materias primas

a. Petr6leo

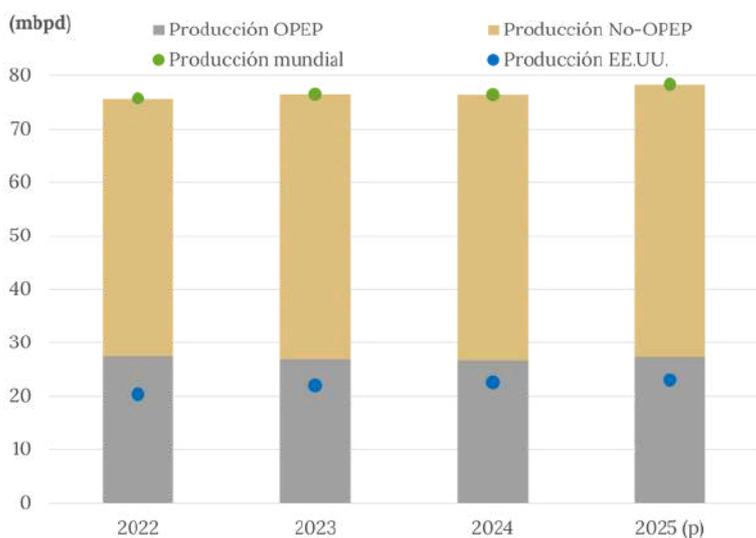
Entre enero y octubre de 2024, el precio del petr6leo promedi6 USD\$81.35 por barril, mostrando estabilidad en los primeros meses del a6o. Entre marzo y abril, los recortes de producci6n de la Organizaci6n de Pa6ses Exportadores de Petr6leo+ (OPEP+ incluye a Rusia) impulsaron los precios al alza, pero en septiembre se produjo una ca6da significativa, alcanzando un m6nimo de USD \$69.35 por barril, debido a la debilidad de la econom6a China. No obstante, los precios se recuperaron r6pidamente, presionados por los conflictos en Medio Oriente entre Israel, L6bano e Ir6n, que generaron temores sobre posibles interrupciones en la producci6n, manteni6ndose cerca del promedio anual.

La decisi6n de la OPEP+ de aumentar la oferta de crudo en 180 kbpd a partir del 1 de diciembre forma parte de su estrategia para revertir gradualmente las reducciones implementadas a principios de a6o y cumplir con el objetivo de estabilizar los precios. El l6nea con lo anterior, se espera que Libia, miembro de la Organizaci6n, recupere su nivel de producci6n, que ha promediado los 1.2 millones de bpd en los 6ltimos a6os, y que fue interrumpido en septiembre debido a conflictos pol6ticos y econ6micos. Siguiendo esta tendencia, para el pr6ximo a6o se proyecta un incremento global de la producci6n de 2 millones de bpd, de los cuales el 70% provendr6 de pa6ses no pertenecientes a la OPEP+, principalmente Estados Unidos, Canad6 y Brasil, generando el 35% del crudo (**Gr6fica 20**).

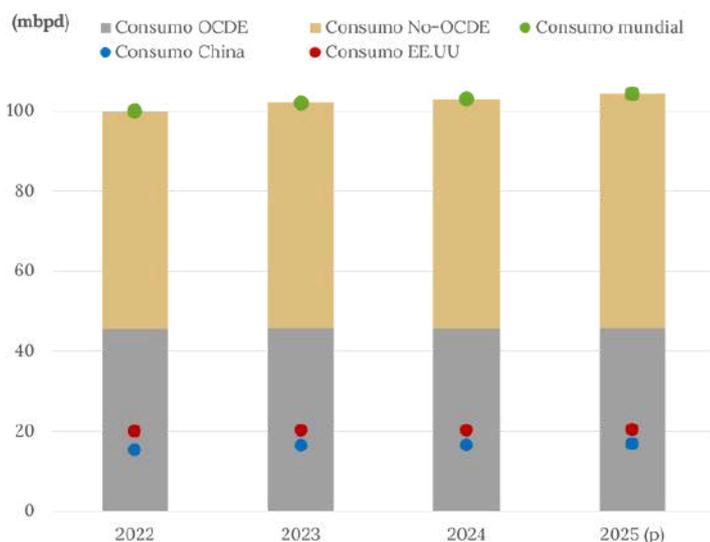
“Para el 2025 se proyecta un incremento global de la producci6n de 2 millones de bpd, de los cuales el 70% provendr6 de pa6ses no pertenecientes a la OPEP+, principalmente Estados Unidos, Canad6 y Brasil, generando el 35% del crudo”

Por otro lado, la econom6a de China, que representa cerca del 15% del consumo mundial de petr6leo, contin6a mostrando se6ales de debilidad, a pesar de los esfuerzos del gobierno para impulsar el crecimiento. Como se espera que en 2025 el crecimiento de China sea lento, el mercado estima una demanda de crudo por debajo de lo previsto, estimando un aumento de solo 100 kbpd. Tambi6n, se redujo la demanda prevista para Estados Unidos a 20.5 millones de bpd, lo cual reduce las expectativas de demanda total del crudo pues entre Estados Unidos y China se demanda cerca del 40% del petr6leo a nivel mundial (**Gr6fica 21**).

Gr6fica 20. Producci6n de crudo



Gr6fica 21. Demanda de crudo



Fuente: EIA - Investigaciones Econ6micas Accivalores

Al cierre de 2024, las tensiones geopolíticas en Medio Oriente han llevado los precios a la baja, en este escenario y si se el enfriamiento económico se posiciona a nivel global, esperamos que el precio del crudo pueda bordear los USD\$70 durante el año 2025. Pese a lo anterior, precios bajos serían contenidos con esfuerzos de reducción de oferta, por lo que vemos más probable un rango comprendido entre los USD\$74 y USD\$76 en 2025.

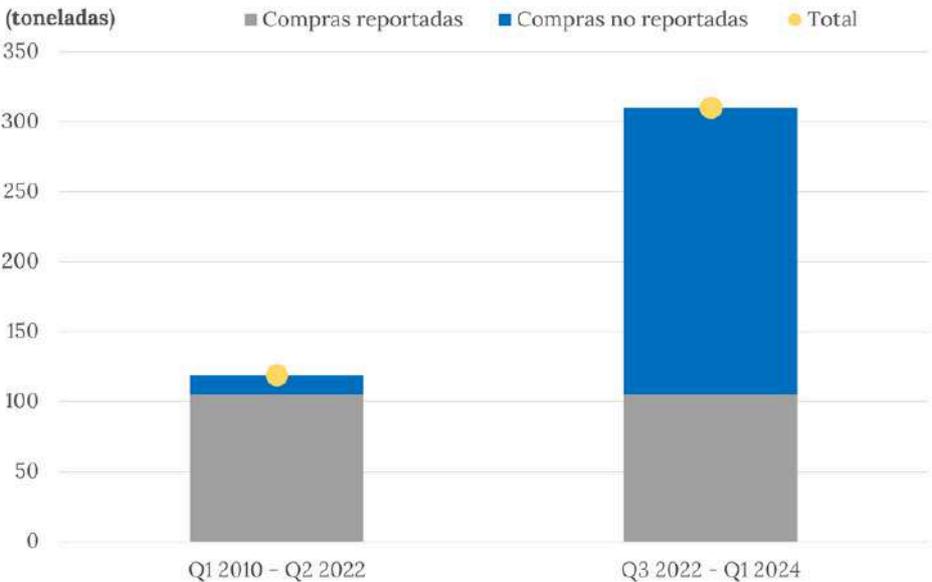
b. Oro

El oro ha mantenido una clara tendencia alcista a lo largo de 2024, con un incremento aproximado del 32% y un precio promedio de USD\$2,342 por onza. Tradicionalmente considerado como un activo refugio en tiempos de alta volatilidad e incertidumbre económica, el oro ha atraído una demanda significativa en medio de un entorno global de inestabilidad. Desde el inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania en 2022, los bancos centrales han acelerado sus compras de oro, en algunos casos triplicando las adquisiciones previas. Esta dinámica, sumada a las sorpresas inflacionarias en Estados Unidos, ha impulsado los precios de las materias primas, en especial del oro (**Gráfica 22**).

Se espera que la tendencia se mantenga en los siguientes periodos especialmente presionada por las compras del Banco de Rusia y el Banco Popular de China. Los inversores occidentales también han renovado su interés en el oro debido a la creciente incertidumbre política y económica a nivel global. Los conflictos geopolíticos y ahora, la proximidad de las elecciones presidenciales en Estados Unidos han aumentado la volatilidad en los mercados financieros, fortaleciendo la demanda de materias primas, especialmente del oro. Sumado a lo anterior, las expectativas de que los bancos centrales continúen una senda de recortes de tasas, incluida la Fed, genera una migración de capital desde activos con menores rendimientos hacia el activo refugio.

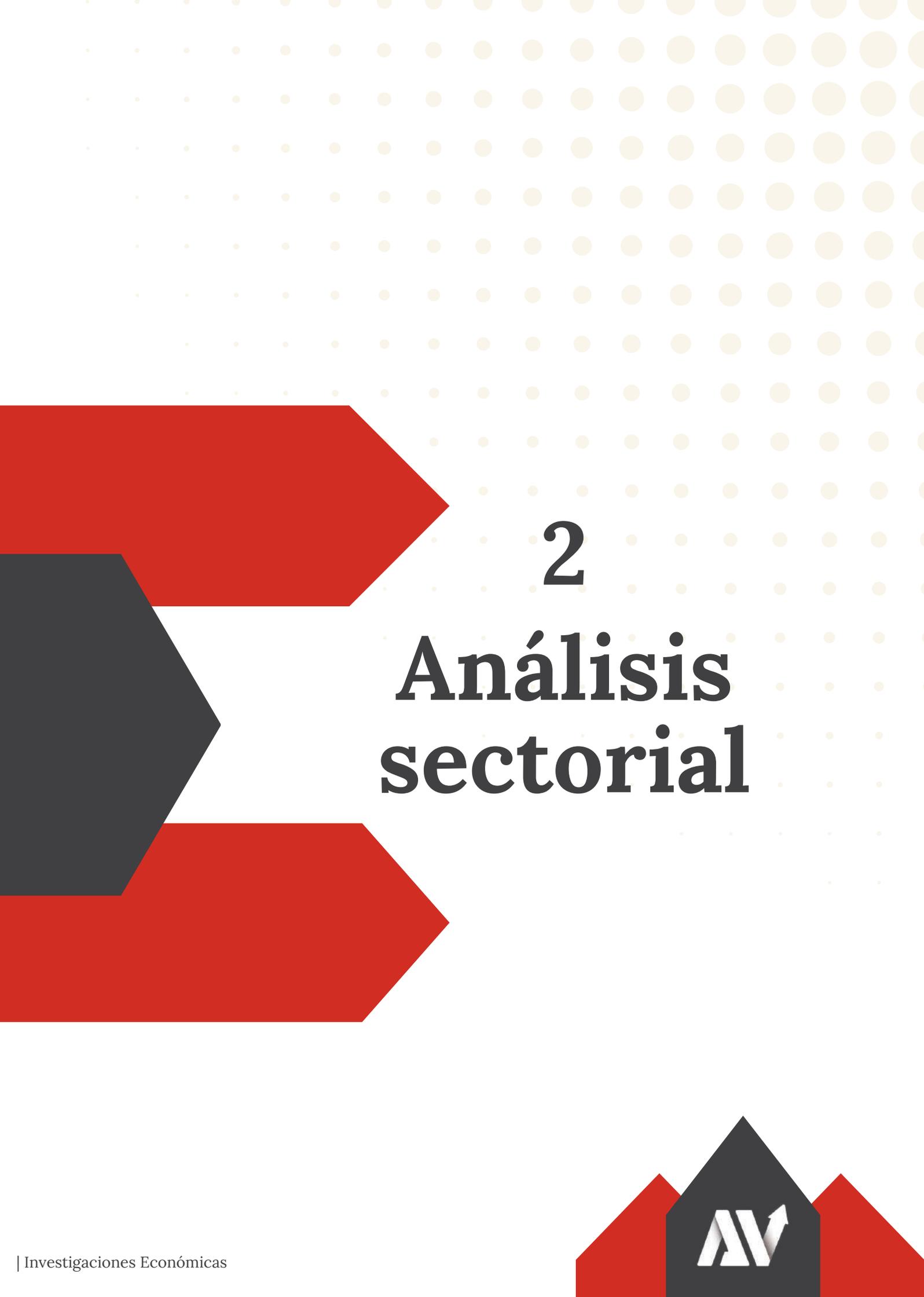
Basándonos en los fundamentos actuales, estimamos que el precio del oro podría situarse en torno a los USD\$2,700 para finalizar 2024 y USD\$2,800 para 2025.

Gráfica 22. Demanda de crudo



Fuente: Goldman Sachs - Investigaciones Económicas Accivalores

* Las compras reportadas se basan en los datos reales de las compras de oro que los bancos centrales envían a la base de datos de Estadísticas Financieras Internacionales (IFS) del Fondo Monetario Internacional (FMI). Las compras no reportadas es información confidencial sobre ventas y compras no registradas.



2

Análisis sectorial

| Sector financiero

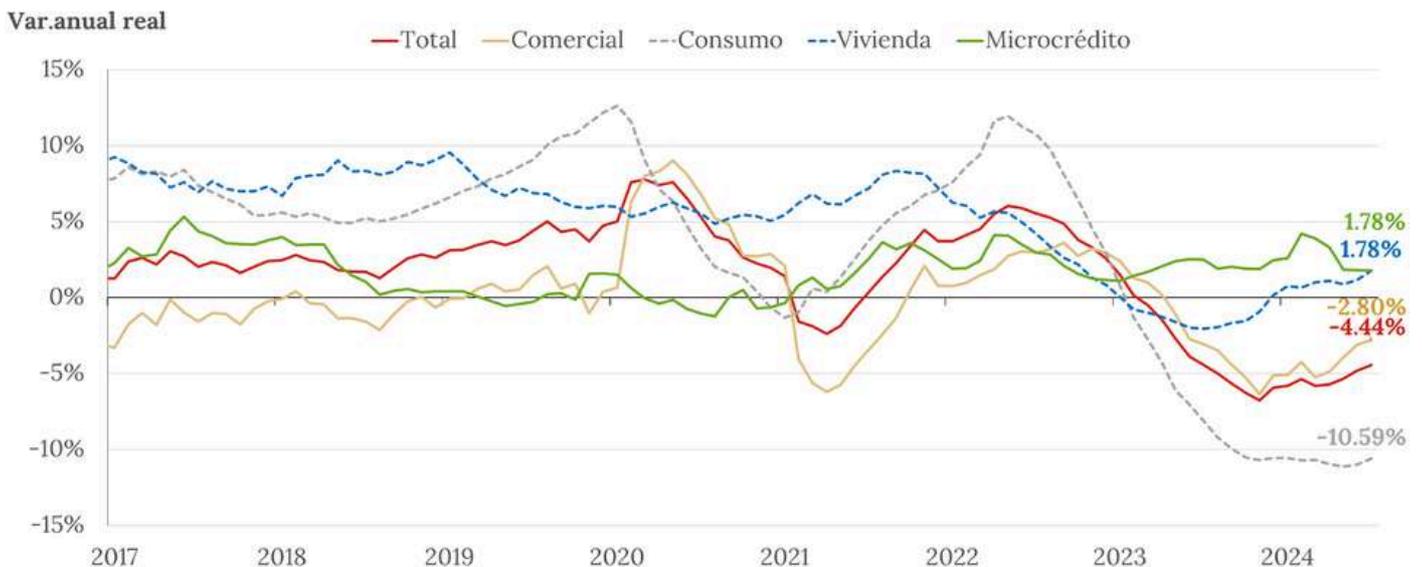
En 2024, el sector financiero colombiano enfrentó un entorno desafiante por la incertidumbre económica, inflación y ajustes monetarios. A pesar de la estabilidad general, el contexto macroeconómico de los últimos años provocó desafíos en el sector. De hecho, el debilitamiento del crédito no se limitó a Colombia, también afectó a países como Brasil, Argentina, Chile y Perú. En Colombia, el incremento en la morosidad de la cartera elevó los gastos en provisiones debido al mayor riesgo crediticio. Esos mayores gastos, aunados a mayores costos de captación y presiones sobre los ingresos por intereses, impactaron la rentabilidad de los bancos.

En 2025, el mercado de crédito seguirá una recuperación gradual, con mejora en la colocación de cartera y calidad de activos. El siguiente año, el mejor panorama macroeconómico le dará impulso al crédito y dinamismo al sector financiero. Además, las decisiones de política monetaria influirán en los requisitos crediticios y se espera un crecimiento positivo de la cartera, aunque el proceso será más lento en el segmento de consumo.

“El mercado de crédito seguirá una recuperación gradual, con mejora en la colocación de cartera y calidad de activos”

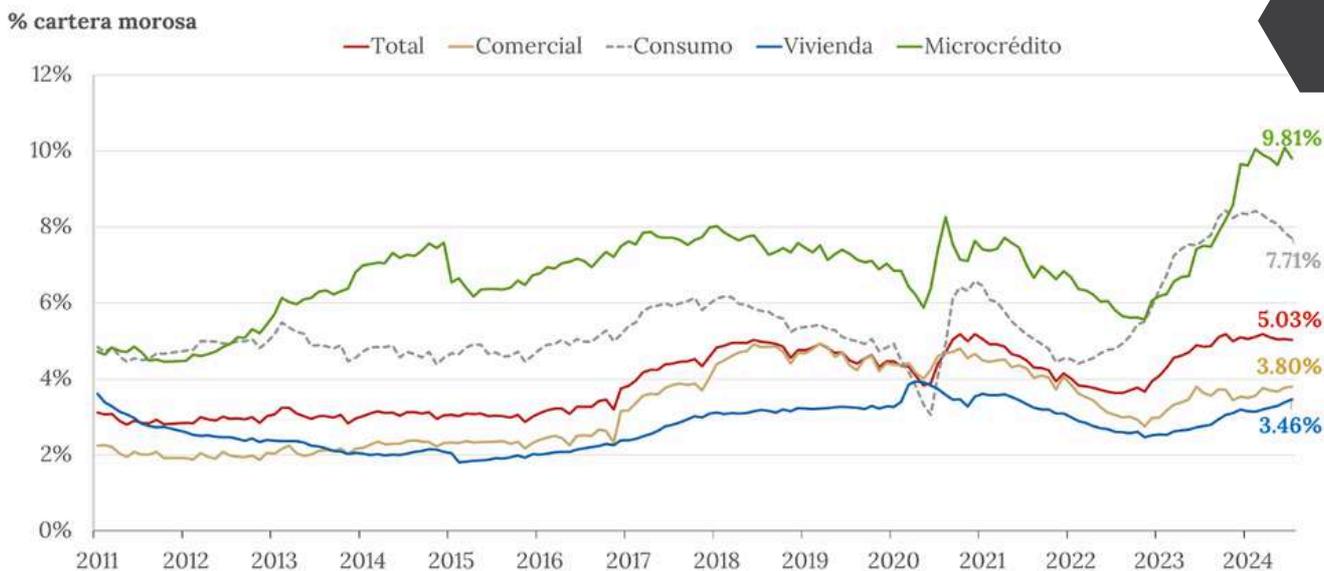
El indicador de cartera morosa ha comenzado a corregirse, aunque sigue elevado, particularmente en los segmentos de consumo y microcrédito (**Gráfica 23**). La contracción del crédito en los hogares (**Gráfica 24**) ha ayudado a mitigar el deterioro en los indicadores de morosidad, mientras el ahorro retoma su tendencia positiva. A pesar de varios meses de tasas negativas en la cartera bruta, se observa una recuperación gradual en los créditos de vivienda y microcrédito, aunque el segmento de consumo aún muestra signos de rezago en su recuperación.

Gráfica 23. Saldo cartera bruta



Fuente: Superfinanciera - Investigaciones Económicas Accivalores

Gráfica 24. Saldo cartera bruta



Fuente: Superfinanciera - Investigaciones Económicas Accivalores

Creemos que, en los siguientes meses, los indicadores de desempeño seguirán siendo sólidos, manteniéndose por encima de los mínimos regulatorios en términos de solvencia, liquidez y con un coeficiente de fondeo estable superior al 100%. La regulación y supervisión financiera, junto con un marco prudencial adecuado, permitirán al sistema financiero mantener un balance positivo. En la región, de igual forma, los bancos de la región están bien capitalizados, con reservas robustas que permiten absorber pérdidas potenciales.

| Sector construcción

El sector de la construcción en Colombia enfrentó importantes desafíos en 2023 y 2024, evidenciados por una contracción del 18% en edificaciones durante el primer trimestre de 2024, a pesar de la reducción en algunos costos. No obstante, en el segundo trimestre de 2024, el valor agregado del sector creció 2.4% anual, impulsado principalmente por un incremento del 14.4% en la construcción de carreteras, vías de ferrocarril y otras obras de ingeniería civil. Además, las actividades especializadas para la construcción subieron 2.4%. No obstante, la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales continuó disminuyendo, con una caída del 2.8%.

El sector de obras civiles mostró una notable recuperación en el segundo trimestre de 2024, después de cinco trimestres de contracción, gracias a los avances en proyectos 4G, el inicio de proyectos 5G y el progreso del Metro de Bogotá. A esto se suma la desaceleración del crecimiento en los costos de construcción de carreteras, lo que facilitó el avance de las obras, aunque el sector aún se encuentra un 36% por debajo de los niveles previos a la pandemia. La caída en edificaciones, por su parte, fue resultado de la disminución en la demanda de vivienda, afectada por el alza en las tasas de interés, la inflación y los cambios en los subsidios.

A pesar de este contexto desafiante, se espera que la moderación de las tasas de interés hacia finales de 2024 facilite una recuperación del sector en 2025. Además, se prevé que las políticas gubernamentales orientadas a apoyar la vivienda, junto con la implementación de subsidios, impulsen las ventas y dinamicen el sector, siempre que los factores económicos adversos se estabilicen. No obstante, factores de riesgo también continúan, el entorno sigue siendo complejo debido al elevado costo de financiamiento y la baja confianza del consumidor, que han impactado tanto la oferta como la demanda de nuevas viviendas.

Sector energético

Los cambios regulatorios y la nueva estrategia medioambiental impulsados por el Ministerio de Minas y Energía han intensificado las preocupaciones en torno al sector minero-energético. La política que rechaza la firma de nuevos contratos de exploración y explotación ha generado inquietud sobre la suficiencia energética del país, ya que los niveles de reservas han disminuido, y la discusión sobre un posible déficit de gas se ha vuelto más relevante.

El debate sobre los contratos de exploración ha puesto el foco en los niveles de reservas probadas, especialmente en cuanto a los años de vida útil. Estos han disminuido de 7.5 años en 2022 a 7.1 años en 2023, lo que, en un escenario pesimista, implicaría que el país cuenta con apenas 7 años de autonomía energética. A pesar de que la producción de petróleo no ha variado sustancialmente desde la pandemia, alcanzando los 777 mil barriles diarios (kdpd), la situación general del sector es preocupante. El 90% de la producción está controlada por el gobierno a través de Ecopetrol, mientras que el sector privado muestra un rezago significativo, con una disminución en la inversión. Esto se refleja en el número de taladros activos en el país, que según cifras de Campetrol, han caído a 109, comparado con el promedio de 128 en 2023 y los 153 observados en 2022 (**Gráfica 25**).

Desde 2019, el potencial de producción de gas en Colombia ha disminuido, mientras la demanda ha seguido una tendencia alcista, acelerándose con los años. Esta brecha entre oferta y demanda proyecta un déficit de suministro de gas, amenazando la sostenibilidad energética del país. Para 2025, se anticipa un déficit del 7.5% en contratos en firme (aquellos que ya están garantizando el suministro), equivalente a 76.5 Gbtud*. Aunque se han planteado diferentes soluciones al problema, como el potencial de producción offshore, la solución más viable en el corto plazo es la importación de gas por Cartagena y Buenaventura. Sin embargo, según un estudio realizado por Promigas, se estima que la mezcla en igual proporción de gas importado y suministro nacional tendría un efecto de incremento en promedio cercano al 30% en el precio de la factura para el consumidor final (**Gráfica 26**).

“Se estima que la mezcla en igual proporción de gas importado y suministro nacional tendría un efecto de incremento en promedio un 30% la factura para el consumidor final.”

Gráfica 25. Número de taladros activos en Colombia



Fuente: Campetrol - Investigaciones Económicas Accivalores

Gráfica 26. Producción potencial de gas local



Fuente: Mineros - Investigaciones Económicas Accivalores

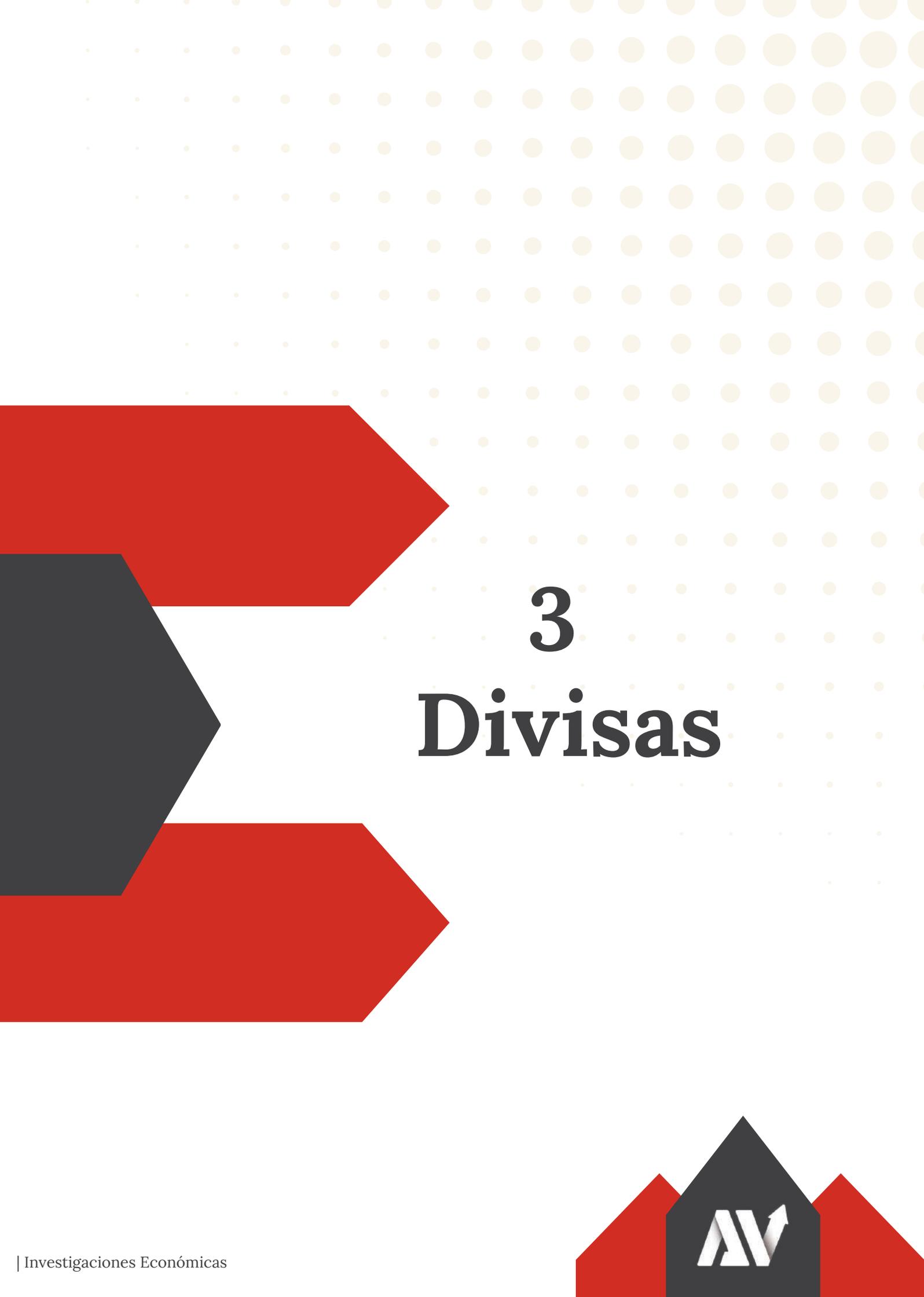
| Sector comercio

En 2024, el sector retail en Colombia atravesó un ajuste, con una leve recuperación del gasto de los hogares en la segunda mitad del año y una confianza económica moderada. La inflación desacelerada y las reducciones en las tasas de interés ofrecieron cierto alivio, permitiendo mejores condiciones de consumo, particularmente en bienes durables. Sin embargo, el consumo se mantuvo contenido, afectando principalmente a los hogares de ingresos bajos y medios, cuyo gasto apenas comenzó a estabilizarse en el tercer trimestre. A pesar de una caída del 0.04% en el gasto real en septiembre, los hogares de altos ingresos mostraron un repunte.

Las tasas de interés más bajas, con la tasa de usura en el mínimo de 28.17% en octubre, impulsaron ligeramente las ventas de electrodomésticos, autos y muebles. El comercio físico sigue siendo relevante en Colombia, aunque el e-commerce continúa ganando terreno, representando aproximadamente un 2% del total del comercio, mostrando un potencial de crecimiento en el ámbito digital. La confianza en 2025 puede beneficiarse de una política monetaria menos restrictiva, aunque dependerá de la estabilidad laboral y los precios de bienes básicos. Se anticipa un repunte en el gasto no esencial, impulsado por festividades y remesas.

“La confianza en 2025 puede beneficiarse de una política monetaria menos restrictiva, aunque dependerá de la estabilidad laboral y los precios de bienes básicos.”

En Tendencias en E-commerce y Entretenimiento, el avance hacia una estrategia omnicanal será crucial en 2025, con el retail físico y digital integrándose para captar diversos segmentos de mercado. La demanda en entretenimiento y experiencias (comidas fuera del hogar, conciertos) sigue creciendo, impulsada por la preferencia de los jóvenes por experiencias. Con un crecimiento del PIB esperado en 3%, el retail podría beneficiarse de un mercado laboral fortalecido y menores costos de financiamiento, aunque enfrentará desafíos en sectores con presión inflacionaria en servicios como transporte y vivienda.



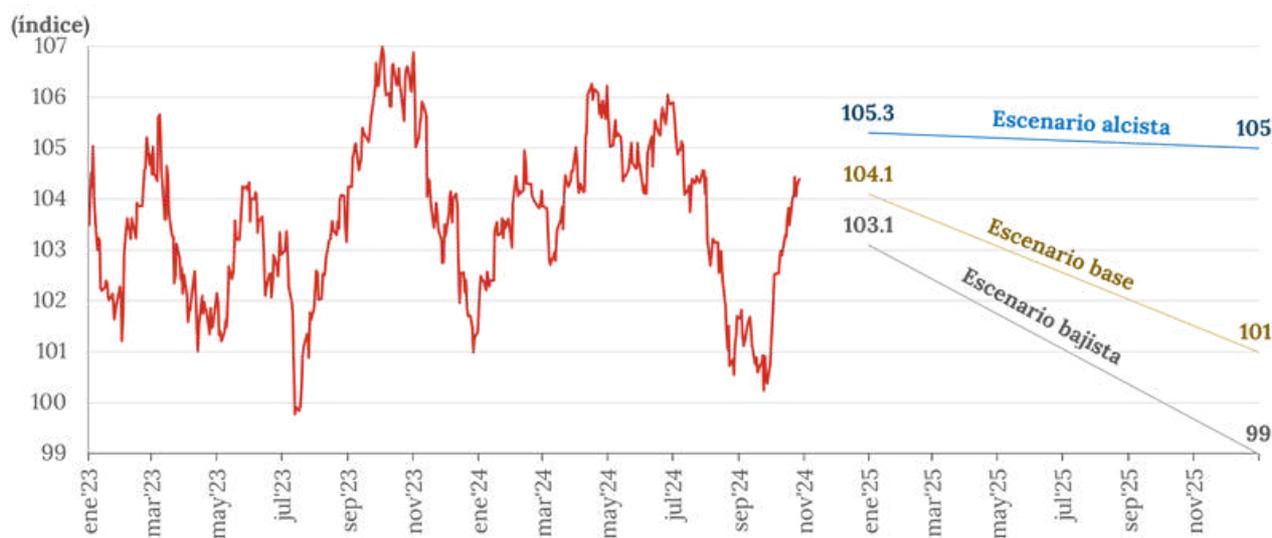
3

Divisas

Dólar estadounidense

El comportamiento del Dólar Estadounidense (DXY) en 2024 ha sido mixto, marcado por las expectativas sobre la política monetaria de la Reserva Federal y factores de incertidumbre global. Durante el primer semestre, el dólar se mantuvo estable por encima de 102 unidades, respaldado por la cautela de la Reserva Federal, pero limitado por expectativas de recortes de tasas. A medida que la narrativa de recesión en EE.UU. tomó fuerza, alcanzó máximos de 106 unidades, aunque nuevos datos económicos descartaron esa expectativa. Tras el primer recorte de tasas en septiembre, cayó a mínimos del año hasta las 101 unidades, pero superó las 104 unidades en el cuarto trimestre debido a la incertidumbre electoral y el optimismo de los datos económicos.

Gráfica 27. Perspectivas índice DXY cierre 2024-2025



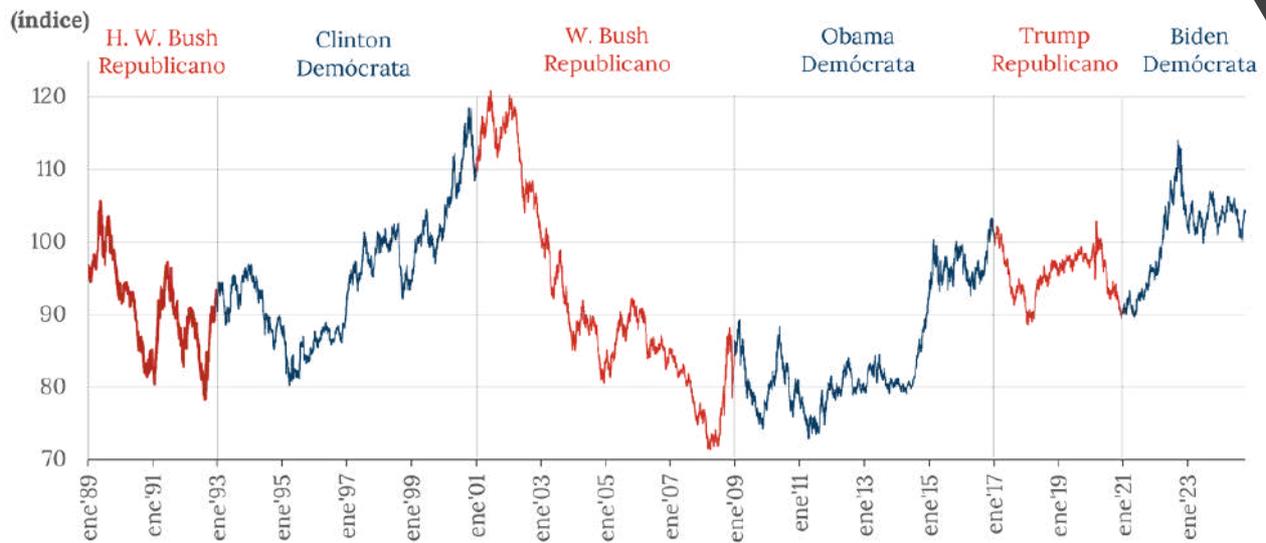
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

En el último trimestre de 2024, esperamos que el comportamiento del dólar siga marcado por gran volatilidad, especialmente debido a la combinación de factores económicos y políticos. Las elecciones presidenciales en EE.UU. son un punto de inflexión clave, ya que la incertidumbre en torno a las políticas económicas del próximo presidente influirá sin duda en la trayectoria de la divisa de referencia global. Teniendo en cuenta nuestras expectativas de recortes de tasas para fin de año y las recientes encuestas electorales, la tendencia alcista del dólar podría persistir hasta el cierre del 2024. En el escenario base, el dólar cerraría el 2024 en 104.1 unidades (**Gráfica 27**).

En 2025, su comportamiento estará determinado en gran medida por la velocidad de ajuste de la política monetaria de la Reserva Federal. Durante la primera mitad del año, esperamos que los recortes de tasas proyectados no sean lo suficientemente agresivos como para generar una depreciación sostenida del dólar, por lo que una mayor divergencia en las políticas monetarias a nivel global respalda su fortaleza.

El inicio del nuevo periodo presidencial en EE.UU. será un factor determinante para el comportamiento del dólar en 2025, que históricamente ha mostrado una tendencia de fortalecimiento durante gobiernos demócratas, mientras que en gobiernos republicanos ha promediado sesgos de depreciación. En el escenario de base, consideramos que las políticas económicas y las tensiones geopolíticas que surjan influirían en la debilidad del dólar particularmente durante el segundo semestre del año (**Gráfica 28**).

Gráfica 28. Comportamiento del índice DXY según el partido gobernante

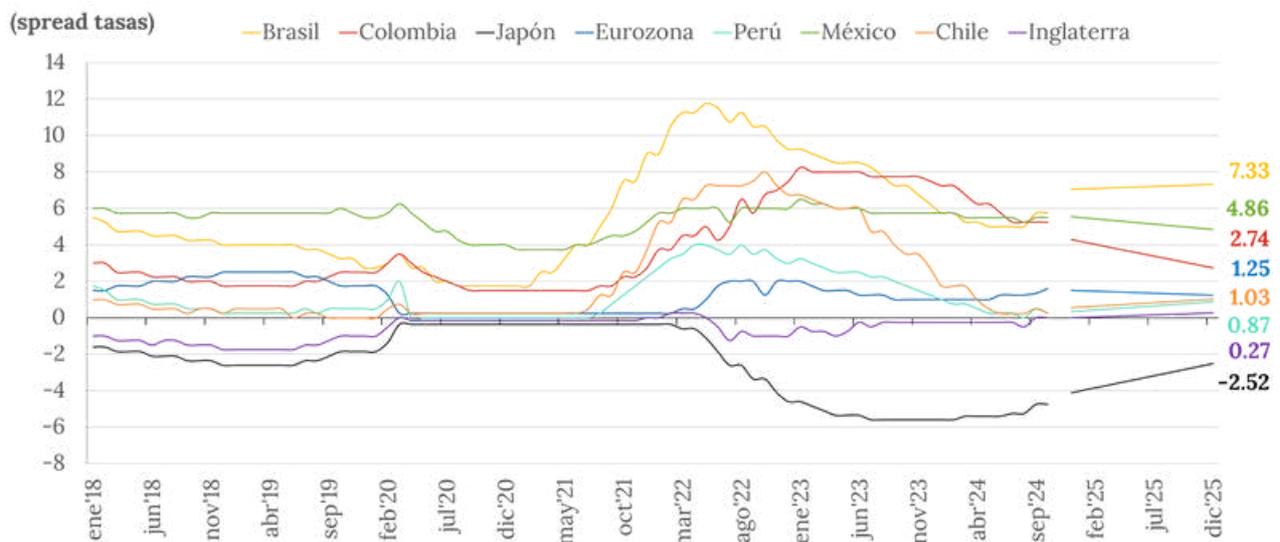


Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

En la segunda mitad del 2025, la narrativa de mejores rendimientos para el dólar podría perder relevancia. Se anticipa que la tasa de interés en el Reino Unido será más alta, lo cual presionará a la baja el dólar, mientras se monitorea el panorama macroeconómico global (**Gráfica 29**). Esperamos que el crecimiento proyectado de EE.UU. hacia el segundo semestre de 2025 añada presiones bajistas al índice. Un menor diferencial de tasas entre EE.UU. y economías desarrolladas, como la Eurozona y el Reino Unido, junto con una recuperación económica más acelerada en estos países, debilitará el atractivo del dólar, incentivando a los inversores a diversificar sus portafolios hacia otras economías desarrolladas.

Otro fundamental determinante en el desempeño del dólar serán los déficit gemelos, se espera una reducción del déficit fiscal desde -6.5% del PIB en 2024 hasta -6.3% del PIB para 2025 lo que debería liberar presiones para la moneda, aunque, la reducción del déficit en cuenta corriente no es significativa (-0.1%). Por lo tanto, siendo persistentemente más negativo que otras economías desarrolladas los efectos de apreciación serán limitados. Además, el dólar ha mostrado una correlación positiva con el petróleo, especialmente en episodios impulsados por la oferta, lo cual genera inflación y presiona el crecimiento, que a su vez, limita su recuperación. En este sentido, nuestro escenario base anticipa que el dólar cerrará el 2025 cerca de las 101 unidades (**Gráfica 27**).

Gráfica 29. Diferencial de tasas EE.UU. vs otras economías desarrolladas

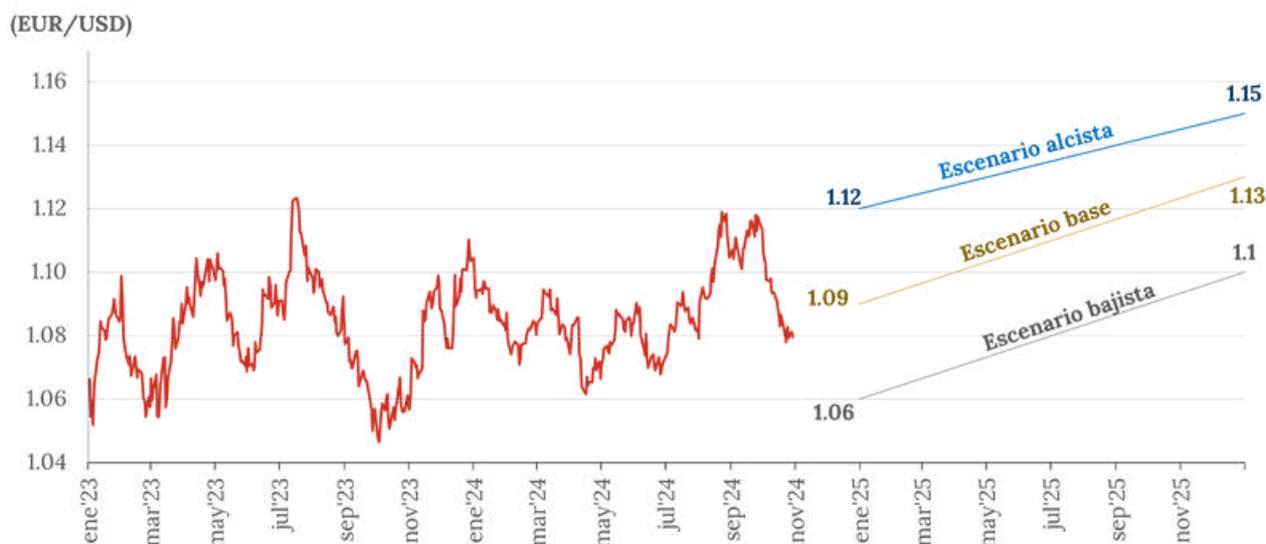


Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Euro (EUR)

El euro ha enfrentado importantes desafíos en 2024 debido a una recuperación económica desigual en la Eurozona, lo que ha alimentado las expectativas de que el Banco Central Europeo continuará recortando las tasas de interés, debilitando así el panorama para esta divisa en los próximos trimestres. Durante gran parte del 2024, el EUR/USD ha operado en un rango estrecho, ya que la moderación de la inflación y el enfriamiento de la demanda externa, especialmente desde China, han limitado el crecimiento en la región. En un panorama de mayor velocidad de reducción de tasas en Europa frente a EE.UU y elecciones presidenciales en ese país, esperamos que el euro cierre el 2024 en la zona de los 1.09 dólares (**Gráfica 30**).

Gráfica 30. Perspectivas EUR/USD cierre 2024-2025



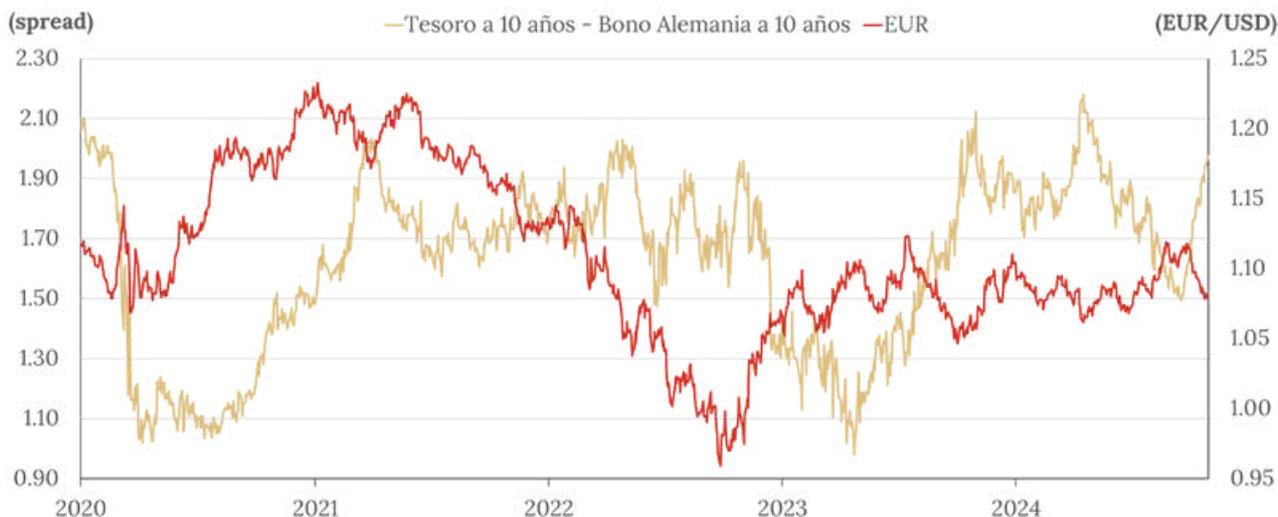
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Para el primer semestre de 2025, el EUR/USD podría enfrentar movimientos a la baja mientras el Banco Central Europeo mantiene una política monetaria más laxa que la Reserva Federal. Esto podría resultar en una mayor divergencia de tasas entre ambos países, debilitando aún más el euro frente al dólar (**Gráfica 31**). En el peor de los casos, el euro podría caer por debajo de 1.06, especialmente si las condiciones económicas en EE.UU. permanecen más robustas de lo esperado.

“Conforme la recuperación económica moderada en la eurozona se materialice, la perspectiva para final de 2025 puede ofrecer apoyo al euro”

No obstante, conforme la recuperación económica moderada en la eurozona se materialice, la perspectiva para final de 2025 puede ofrecer apoyo al euro, permitiendo que el EUR/USD se recupere en comparación con los niveles observados en 2024. Algunos fundamentales que respaldarán esta apreciación de la moneda serán, la disminución del déficit fiscal de la Eurozona y el superávit en cuenta corriente de la región, desde el -3.4% del PIB hasta el -3.1% del PIB y desde el 2.5% del PIB hasta el 2.4% del PIB respectivamente. Aunque el superávit en cuenta corriente disminuye para el 2025, se mantiene alto frente a otras economías desarrolladas, exceptuando Japón. En este sentido, consideramos que el euro podría cerrar 2025 en 1.13 dólares.

Gráfica 31. Euro vs spread bono EE.UU. 10Y - Alemania 10Y



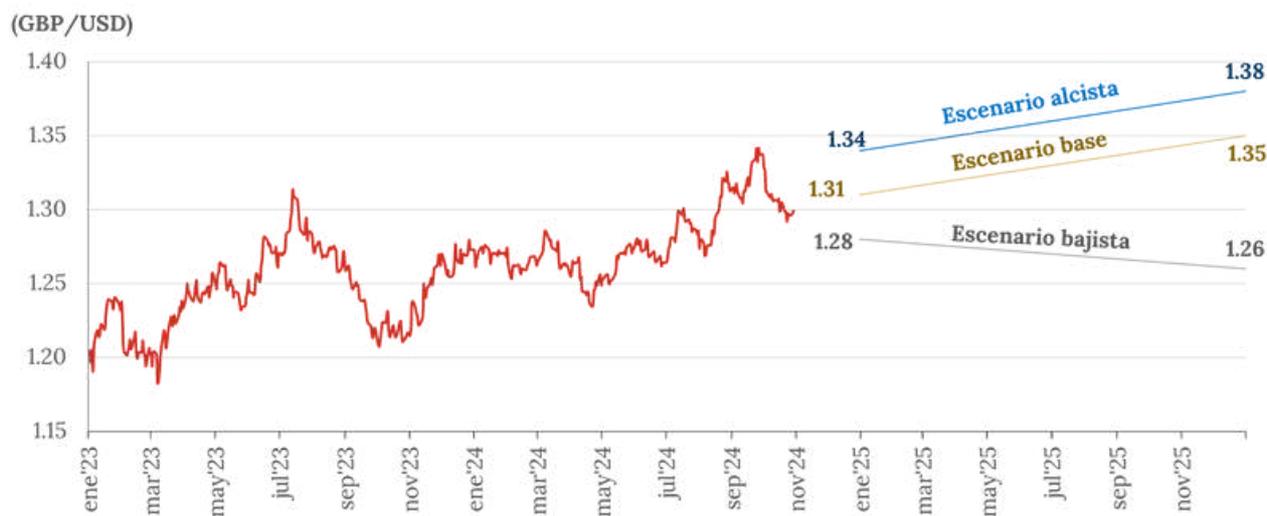
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Finalmente, otro factor relevante será el desempeño del comercio exterior de la eurozona, que ha sido afectado por la debilidad en China y otros mercados clave. Aunque se espera que las exportaciones se recuperen en 2025, cualquier desaceleración adicional en las principales economías asociadas de Europa podría limitar el crecimiento y ejercer presión sobre el euro. La transición energética en Europa también influirá en los mayores costos energéticos y, por ende, en el crecimiento económico, afectando indirectamente al euro.

Libra esterlina (GBP)

La libra esterlina ha enfrentado un entorno económico mixto en 2024 y se espera que mantenga su volatilidad en 2025, influenciada por factores tanto internos como externos. A corto plazo, ha encontrado apoyo en indicadores de crecimiento como el índice PMI, que apunta a cierta estabilidad en el Reino Unido; sin embargo, este impulso sigue siendo frágil y las próximas decisiones del Banco de Inglaterra serán determinantes. Finalizando el 2024, la sincronización del ciclo de flexibilización monetaria en Reino Unido y Estados Unidos liberará presiones de depreciación para la libra esterlina frente al dólar, alcanzando para cierre de 2024 la zona de 1.31 dólares (Gráfica 32).

Gráfica 32. Perspectivas GBP/USD cierre 2024-2025

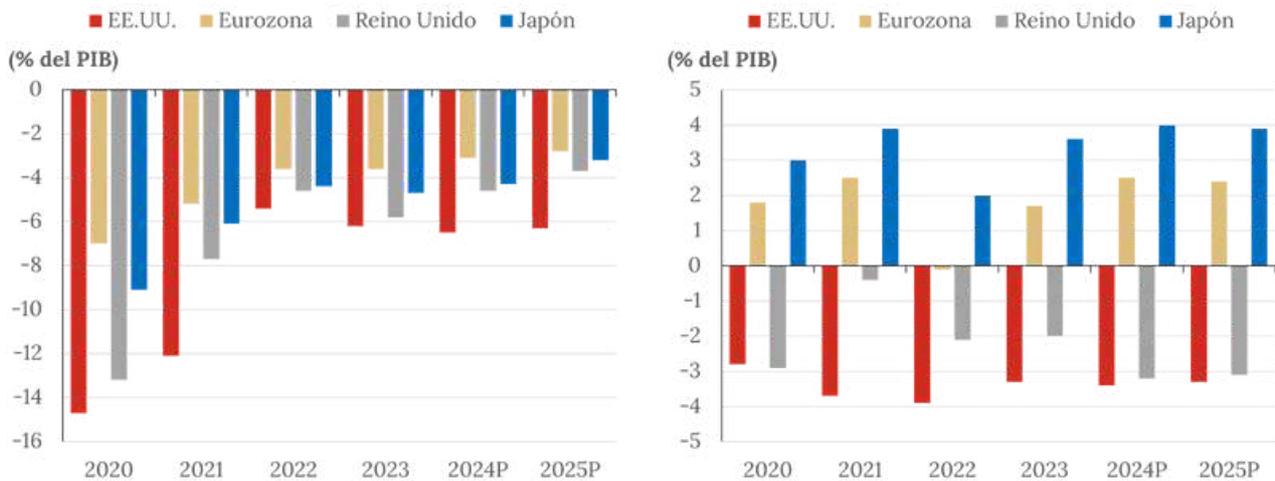


Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Durante 2025, uno de los principales determinantes del comportamiento de la libra será el ritmo de crecimiento económico en el Reino Unido. Esperamos que la economía británica logre recuperarse con mayor solidez y beneficie a la libra. Teniendo en cuenta que es de las economías desarrolladas con mayor crecimiento. Otro factor importante será la evolución de la inflación en ambas economías, debido al impacto que pueda tener en la postura del Banco de Inglaterra. Aunque anticipamos que el ciclo de flexibilización de política monetaria en Reino Unido y EE.UU. se mantendrá sincronizado y cerrarán el año con la misma tasa. Por lo tanto, estos factores en conjunto respaldarán movimientos de apreciación de la libra esterlina durante lo corrido del 2025.

La reducción constante del déficit fiscal en el Reino Unido, proyectada de -4.6% del PIB en 2024 a -2.6% en 2028, contribuirá a mejorar la percepción de riesgo país y respaldará una apreciación de la libra esterlina. Por otro lado, aunque se espera que el déficit en cuenta corriente también disminuya, desde -3.2% del PIB en 2024 a -2.7% en 2029, su nivel sigue siendo relativamente elevado en comparación con los últimos tres años, lo que podría limitar dicha apreciación (**Gráfica 33**). Consideramos que el tipo de cambio GBP/USD cerrará el 2025 en la zona cercana a los 1.35 dólares.

Gráfica 33. Comportamiento balance fiscal y balance en cuenta corriente economías desarrolladas



Fuente: Fuentes nacionales - Investigaciones Económicas Accivalores

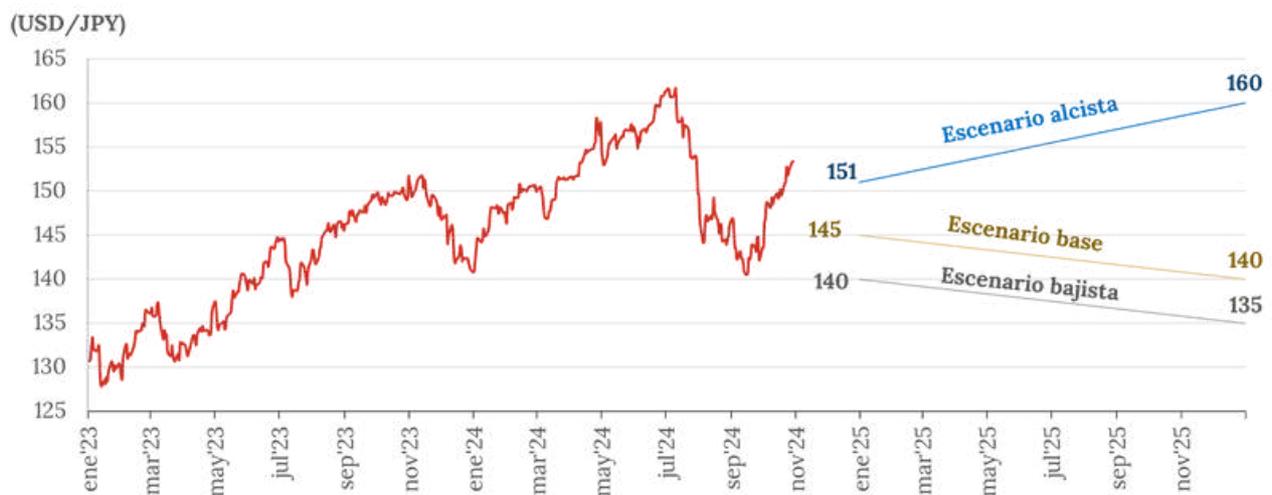
La estabilidad económica global también afectará la libra esterlina. Un contexto de crecimiento moderado y precios controlados en materias primas podría ser favorable para la libra. Sin embargo, una mayor inestabilidad geopolítica o una desaceleración en la demanda global fortalecería al dólar como moneda de refugio, lo que presionaría a la baja al GBP, aunque no es el escenario base. Además, si persisten problemas relacionados con el Brexit, baja inversión y desafíos fiscales, la libra podría debilitarse frente al dólar y otras monedas principales.

“Uno de los principales determinantes del comportamiento de la libra será el ritmo de crecimiento económico en el Reino Unido”

Yen japonés (JPY)

El yen japonés ha mostrado un comportamiento volátil durante 2024, impulsado principalmente por la divergencia en las políticas monetarias entre el Banco de Japón y la Reserva Federal, llevándolo a cotizar en el rango ¥139 - ¥161 por dólar. El Banco de Japón sigue siendo cauteloso, y las próximas decisiones de política monetaria serán clave para determinar el relativo fortalecimiento frente al dólar. La recta final del año 2024 dependerá de las decisiones de política monetaria del Banco de Japón y la Reserva Federal. Teniendo en cuenta que anticipamos recortes graduales de tasas en EE.UU. y un último incremento de tasas este año por parte del Banco de Japón, el yen japonés podría tener espacio de apreciaciones. En el escenario base, esperamos que el yen cierre el año en ¥145 por dólar (**Gráfica 34**).

Gráfica 34. Perspectivas USD/JPY cierre 2024-2025



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Para 2025, se espera que el Banco de Japón continúe su ciclo de normalización monetaria, aunque de forma gradual, particularmente durante el segundo semestre del año. Por lo tanto, el yen podría experimentar movimientos de apreciación, sobre todo, si el significativo crecimiento económico de Japón se materializa para este año (**Gráfica 35**). No obstante, cualquier retraso en la normalización monetaria o una inflación más baja de lo esperado podría limitar el fortalecimiento de la moneda japonesa.

En cuanto al comercio internacional, el mayor dinamismo esperado de las exportaciones frente a las importaciones para el 2025 respaldará el comportamiento de la balanza comercial e impulsará la apreciación del yen. En este sentido, el comportamiento del precio del petróleo será crucial. La caída en los precios de las materias primas podría aliviar presiones y contribuir a una mayor estabilidad en la moneda. Pero, si los precios del crudo aumentan debido a tensiones geopolíticas, como el conflicto en Oriente Medio, Japón podría ver un deterioro en su balanza comercial, lo que ejercería presión adicional sobre el yen.

Adicionalmente, la disminución del déficit fiscal en Japón, que esperamos corresponda al -3.2% del PIB en 2025 frente al -4.3% del PIB en 2024, será un argumento más que limite movimientos de depreciación sobre el yen japonés. Por lo tanto, en nuestro escenario base esperamos que en el 2025, el USD/JPY cierre en la zona de ¥140 por dólar (**Gráfica 34**).

Gráfica 35. Yen japonés vs spread bono EE.UU. 10Y - Japón 10Y

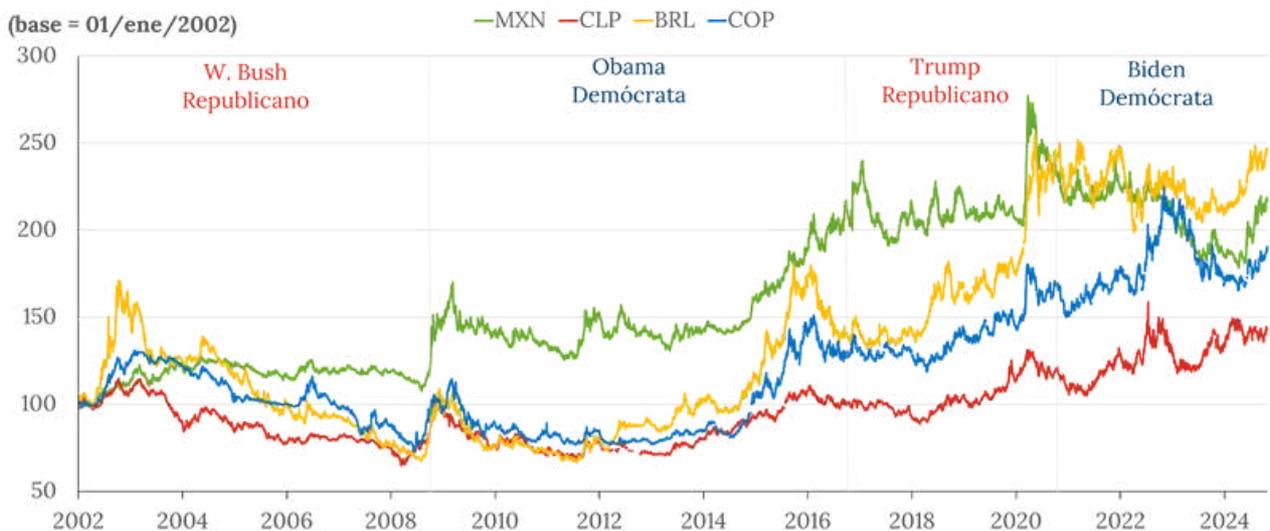


Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Monedas LatAm

En Latinoamérica, las monedas como el peso chileno (CLP), el peso mexicano (MXN) y el real brasileño (BRL) han presentado fuertes presiones de depreciación, debido a factores locales e internacionales. Finalizando el 2024, las elecciones presidenciales en EE.UU. han generado un ambiente de incertidumbre para los mercados emergentes, debido a los posibles efectos en la política económica y comercial de EE.UU. Una victoria del candidato republicano, Donald Trump, podría reintroducir preocupaciones inflacionarias, además de migratorias, particularmente con México. Aunque, una victoria de la candidata demócrata, Kamala Harris, podría no presentar cambios significativos en el sentimiento del mercado y limitar un impulso al alza en las tasas de cambio (Gráfica 36).

Gráfica 36. Comportamiento de las monedas LatAm según el partido gobernante en EE.UU.

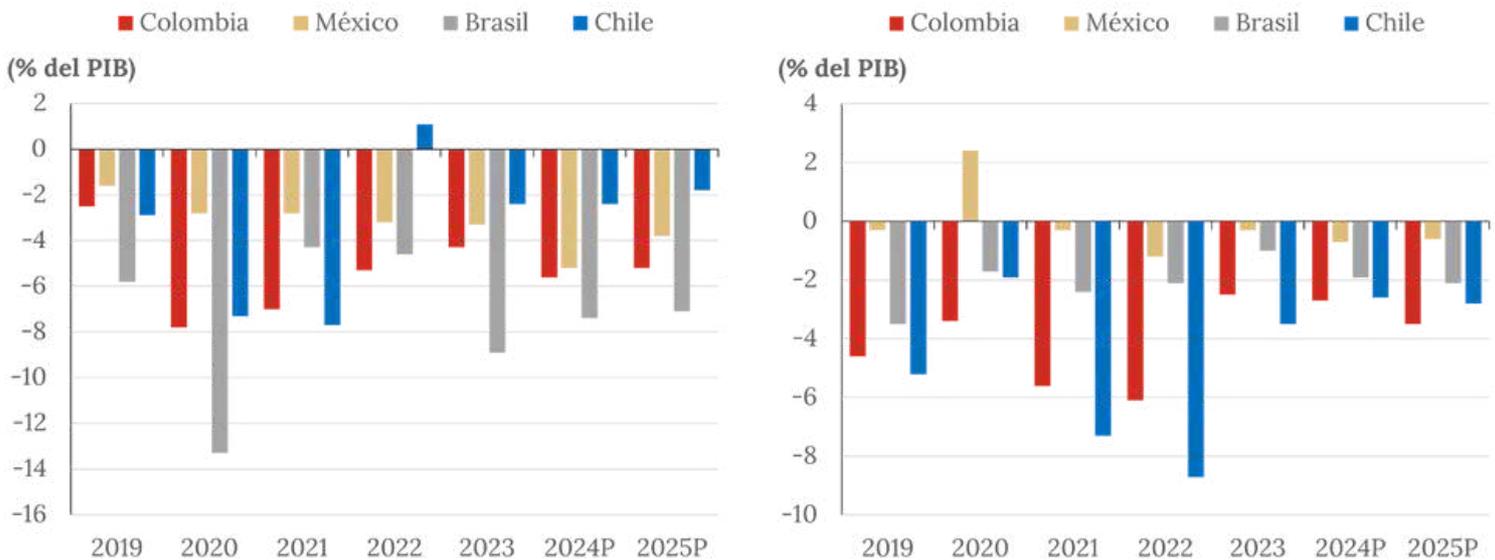


Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Las perspectivas para el MXN, en el último trimestre de 2024 y el 2025, estarán influenciadas por factores internos y externos, con un enfoque particular en la relación económica con Estados Unidos y las políticas monetarias de ambos países. Con una combinación de políticas tecnocráticas y predecibles que probablemente se presentará bajo el mando de Sheinbaum, y mientras los mercados financieros digieran las reformas judiciales sin buscar reformas constitucionales adicionales, creemos que el MXN se mantendrá débil. Dicho esto, factores como los riesgos políticos, la desaceleración de la demanda de exportaciones hacia EE.UU. y el bajo crecimiento del país, podrían presionar a la depreciación del MXN. Sin embargo, el Banxico probablemente mantendrá una política monetaria alineada con la Reserva Federal para evitar una depreciación mayor, lo que mantendría al MXN relativamente estable frente al dólar. En el escenario base, el MXN cerrará el 2024 en MXN 20.00 por dólar.

Para 2025, la dependencia histórica de la economía de México vs la de EE.UU. seguirá siendo un factor clave que condicionará la estabilidad del MXN. Además, esperamos que el déficit fiscal de México se reduzca desde -5.2% del PIB en 2024 a -3.8% del PIB en 2025 y la leve disminución del déficit en cuenta corriente libere presiones de depreciación sobre la moneda. El moderado crecimiento económico del país y el ciclo de flexibilización de tasas gradual del Banxico también será relevante. El panorama político y de riesgo país podría seguir pesando sobre la moneda. Nuestro escenario base, anticipa que el MXN cerrará el 2025 en MXN 19.25 por dólar (**Gráfica 37**).

Gráfica 37. Comportamiento balance fiscal y balance en cuenta corriente economías LatAm



Fuente: Fuentes nacionales- Investigaciones Económicas Accivalores

El CLP en 2024 continuará enfrentando desafíos relacionados con la recuperación de la inversión y el consumo, aunque la inversión minera podría ofrecer cierto soporte. La economía chilena ha mostrado un rezago en términos de inversión interna, lo que podría afectar el crecimiento y, por ende, el comportamiento de su moneda. La demanda externa por materias primas como el cobre, será un factor determinante para el CLP. Si los precios del cobre se mantienen volátiles, el peso podría verse afectado negativamente. En el escenario base, el CLP cerrará el 2024 en CLP 920 por dólar.

“La dependencia histórica de la economía de México vs la de EE.UU. seguirá siendo un factor clave que condicionará la estabilidad del MXN”

En 2025, aunque se espera que el CLP se beneficie de la recuperación económica del país y un menor déficit fiscal, la moneda seguirá siendo vulnerable a las fluctuaciones en los precios de las materias primas. Cualquier desaceleración en el mercado global de cobre podría limitar su apreciación. Aun así, si la demanda global de minerales aumenta, el CLP podría fortalecerse de manera significativa. Además, el mayor déficit en cuenta corriente y la continuación del ciclo de recortes de tasas por parte del Banco de Chile podría reducir el diferencial de tasas frente a EE.UU. presionando a la depreciación del peso chileno. Nuestro escenario base, anticipa que el CLP cerrará el 2025 en CLP 950 por dólar (**Tabla 4**).

Tabla 4. Perspectivas monedas LatAm cierre 2024-2025

Perspectivas Cierre		Peso mexicano (MXN)	Peso chileno (CLP)	Real brasileño (BRL)
2024	Esc. Base	20.00	920.00	5.40
	Esc. Alcista	20.60	940.00	5.55
	Esc. Bajista	18.00	910.00	5.10
2025	Esc. Base	19.25	950.00	5.30
	Esc. Alcista	21.20	965.00	6.15
	Esc. Bajista	16.00	920.00	4.90

Fuente: Investigaciones Económicas Accivalores

El BRL en el último trimestre de 2024 enfrentará un entorno complicado debido a la incertidumbre política, alta inflación y elevados costos de financiamiento. Estos factores podrían limitar el crecimiento de la economía brasileña y mantener al BRL bajo presión. En el escenario base, el BRL cerrará el 2024 en BRL 5.40 por dólar (**Tabla 4**).

En 2025, el BRL podría estabilizarse si se concreta la desaceleración inflacionaria y mejoran las perspectivas fiscales del país, con una reducción prevista del déficit fiscal al -7.1% del PIB. La política monetaria restrictiva del Banco Central de Brasil seguirá siendo un factor determinante, lo que podría limitar el acceso al crédito y afectar el crecimiento económico. El mayor déficit en la cuenta corriente, podría añadir presiones de depreciación sobre el real. Nuestro escenario base, anticipa que el BRL cerrará el 2025 en BRL 5.30 por dólar.

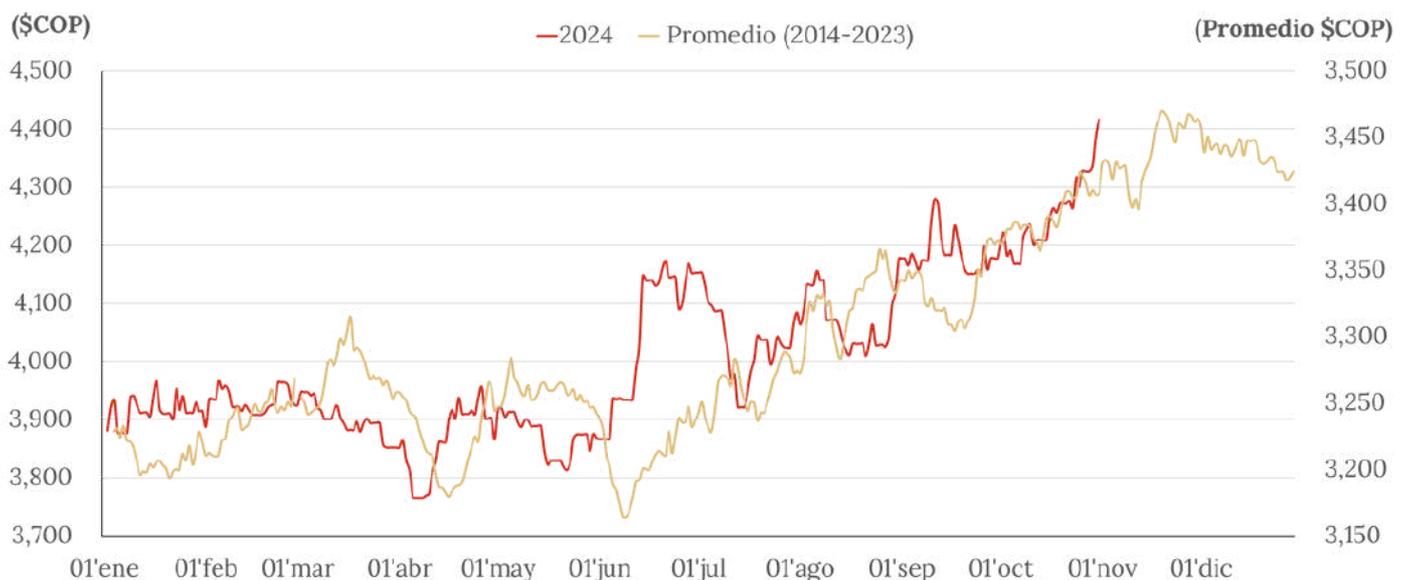
“En 2025, aunque se espera que el CLP se beneficie de la recuperación económica del país y un menor déficit fiscal, la moneda seguirá siendo vulnerable a las fluctuaciones en los precios de las materias primas.”

Peso colombiano (COP)

El 2024 ha sido un año volátil para la tasa de cambio local, alcanzando en el cuarto trimestre nuevos máximos anuales de COP\$4,431 por dólar, nivel no visto desde octubre de 2023. En abril de este año, el peso se cotizaba alrededor de COP\$3,736 por dólar. Hasta septiembre, la volatilidad anual del peso colombiano ha sido relativamente baja (COP\$566.65), en comparación con el promedio de los últimos seis años, pero similar a la registrada en 2008 (COP\$584.99). No obstante, en octubre, en medio del contexto previo a las elecciones presidenciales en EE.UU., la volatilidad mensual ha sido una de las más altas de los últimos 23 años (COP\$172), aunque aún por debajo de la observada en 2008 (COP\$291.5).

En lo corrido del 2024, el USD/COP ha mostrado una tendencia alcista acentuada desde abril, en línea con la estacionalidad histórica de la moneda (**Gráfica 38**). Como lo vemos en la gráfica, el promedio de la estacionalidad del peso colombiano frente al dólar entre 2014 y 2023 tiende a presentar depreciaciones durante el segundo semestre del año. Es relevante mencionar que la magnitud del movimiento se ve exacerbada durante el 2024 debido a factores económicos, políticos y geopolíticos locales e internacionales.

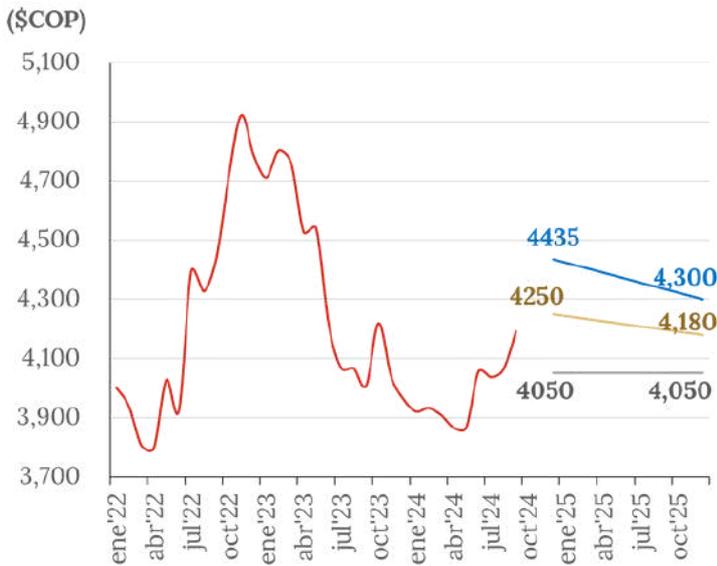
Gráfica 38. Estacionalidad del peso colombiano



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Creemos que la presión alcista sobre el USD/COP podría persistir durante el último trimestre de 2024 y gran parte de 2025, impulsada por varios factores tanto a nivel local como internacional. El ambiente de volatilidad generado por las elecciones presidenciales en EE.UU. podría afectar negativamente las monedas emergentes, incluyendo el peso colombiano, debido a su correlación con otras divisas de la región. Además, los inversionistas han recalibrado las expectativas del diferencial de tasas entre Colombia y EE.UU. para fin de año, por lo que este driver será determinante del comportamiento de la moneda local. Teniendo en cuenta esto y como nuestro escenario base, anticipamos que la tasa de cambio, en el cuarto trimestre de 2024, cerrará en promedio en COP\$4,250 por dólar (**Gráfica 39**).

Gráfica 39. Perspectivas USD/COP TRM promedio 2024-2025



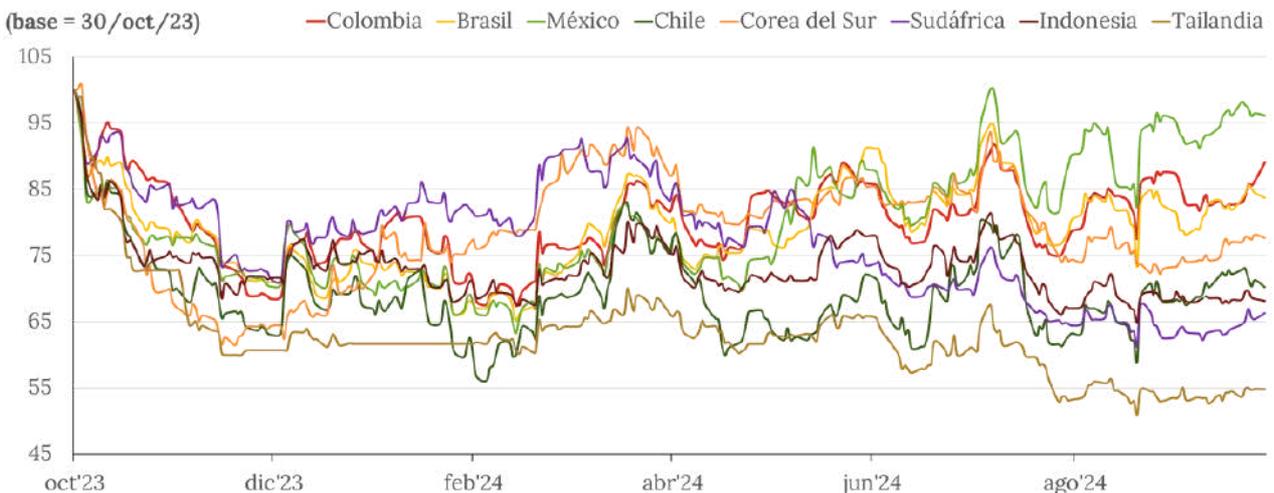
“La presión alcista sobre el USD/COP podría persistir durante el último trimestre de 2024 y a lo largo de 2025”

Fuente: Banrep- Investigaciones Económicas Accivalores

Para 2025, el diferencial de tasas entre Colombia y EE.UU. será un factor clave en la dinámica de la moneda local. Esperamos que el Banco de la República recorte su tasa en alrededor de 200 puntos básicos durante el año, frente a los 150 de la Reserva Federal, lo que pondrá presión sobre el peso. Pese a lo anterior, la tasa real de Colombia cerraría el año en 4.45%, por encima del objetivo de 2.6%, lo que aún mantendría cierto atractivo para los inversionistas en busca de mayores rendimientos, limitando la depreciación del peso frente al dólar.

A medida que la inflación se modere, se espera que la demanda interna avance, lo que incrementará las importaciones, ampliando el déficit en cuenta corriente y afectando la estabilidad de la balanza de pagos. El desequilibrio entre las importaciones más dinámicas y las exportaciones que no logran mantener el ritmo, aumentarán las presiones sobre la financiación de la balanza comercial afectando la estabilidad de la balanza de pagos, debilitando la tasa de cambio local.

Gráfica 40. Comportamiento CDS a cinco años economías emergentes



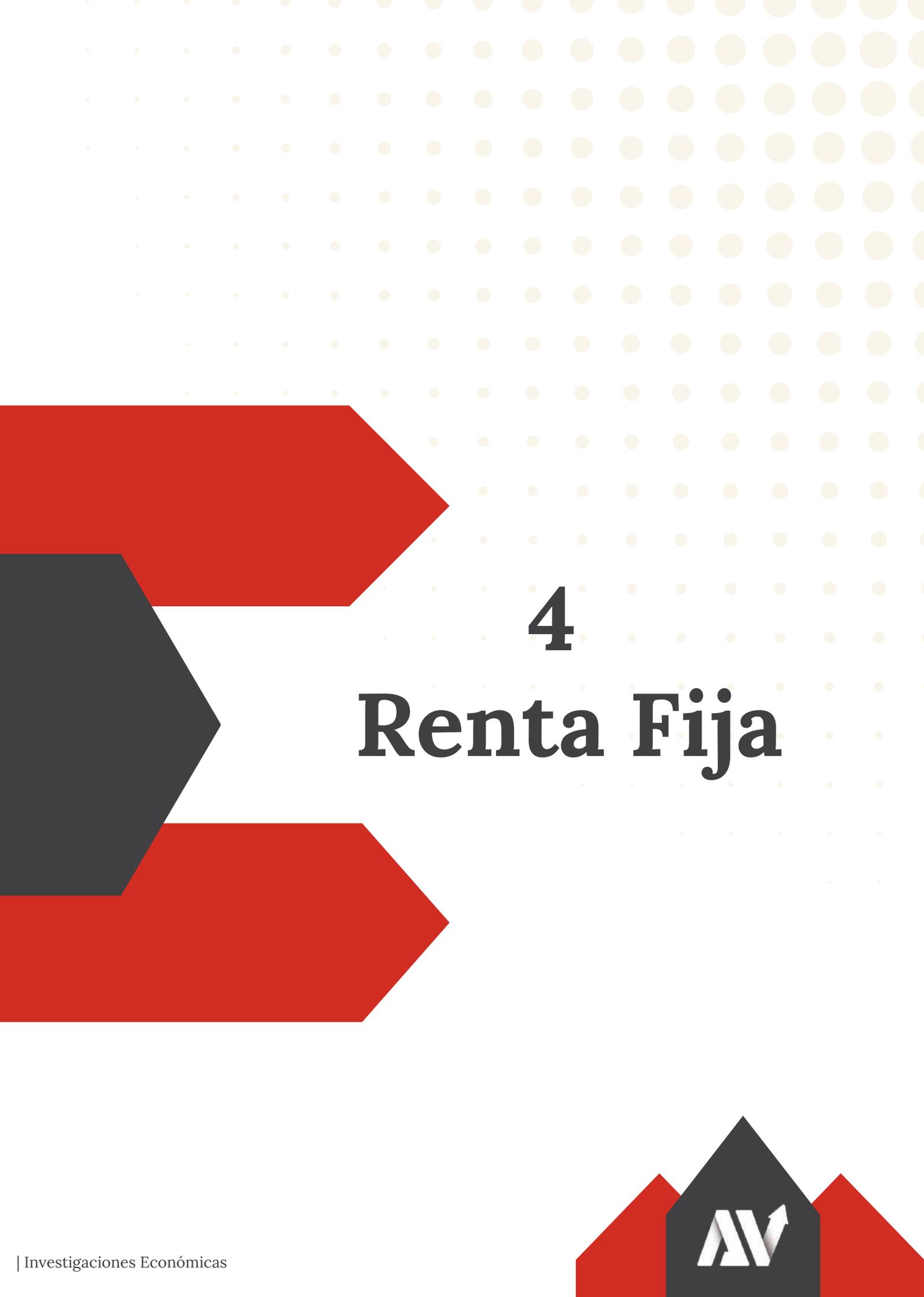
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores



En otro frente, a pesar de que las remesas continúan dinámicas en máximos históricos, su impacto en la tasa de cambio ha sido limitado. Si bien representan un flujo constante y creciente de divisas hacia el país, no han mostrado ser un factor determinante para contrarrestar las presiones externas del mercado cambiario, debido a que no son un flujo estructural. Además, en 2025, su dinamismo estará sujeto a las nuevas medidas migratorias tras las elecciones en EE.UU. Consideramos que durante la segunda mitad del 2025, el panorama electoral en Colombia tomará relevancia, influenciando el comportamiento del peso colombiano. Un aspecto que sumaría volatilidad dada la incertidumbre y percepción de riesgo país.

En materia de riesgo, los Credit Default Swaps (CDS) a cinco años de Colombia, han mostrado una tendencia alcista desde principios de año, siendo además, la más alta respecto a los demás países emergentes como Brasil, Chile, Sudáfrica, Corea del Sur y Tailandia; reflejando la percepción de mayor riesgo país (**Gráfica 40**). Esto debido a las persistentes preocupaciones sobre los retos fiscales, como el incremento de déficit fiscal y las mayores necesidades de endeudamiento. Este deterioro en la confianza de los inversionistas genera mayor aversión al riesgo, aumentando las salidas de capital en los flujos de Inversión Extranjera Directa y los flujos diarios del USD/COP. Incluso, una rebaja en la calificación crediticia del país podría estar en el panorama si no hay mejoras sustanciales en este frente. En este sentido, en el escenario base, esperamos que la tasa de cambio promedio en el 2025 sea COP\$4,180 por dólar, mientras el panorama comercial, político y fiscal se alinee a nuestras expectativas.

Un escenario alcista en los precios del petróleo por factores como incrementos en las tensiones geopolíticas en Medio Oriente o una recuperación económica en China más rápida de lo anticipado, dinamizará las exportaciones del país y liberaría presiones de depreciación hacia la moneda local, si bien este no es el escenario base.

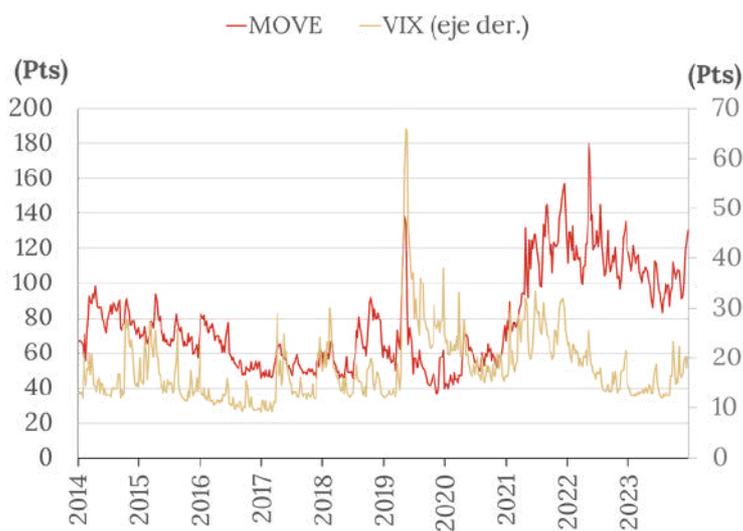


4

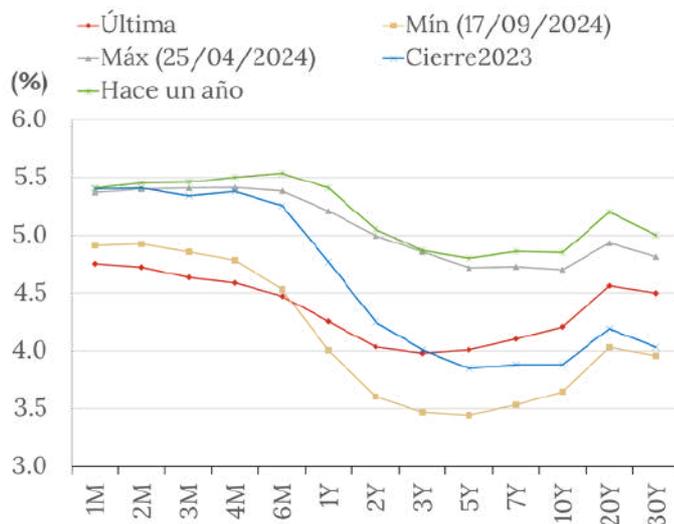
Renta Fija

En 2024, el mercado de bonos del Tesoro de EE. UU. se consolidó como un refugio seguro, impulsado por una demanda significativa ante la volatilidad en los mercados accionarios. Este interés se centró en los altos rendimientos relativos de los bonos del Tesoro y la expectativa de protección frente a las oscilaciones económicas. Sin embargo, el mercado experimentó una notable volatilidad reflejada en el índice MOVE, que se mantuvo elevado debido a las incertidumbres sobre la política de la Reserva Federal (**Gráfica 41**) y las expectativas de recortes de tasas en respuesta a las presiones inflacionarias persistentes y los ajustes fiscales.

Gráfica 41. Volatilidad mercado accionario vs. renta fija



Gráfica 42. Curva Tesoros EE.UU.

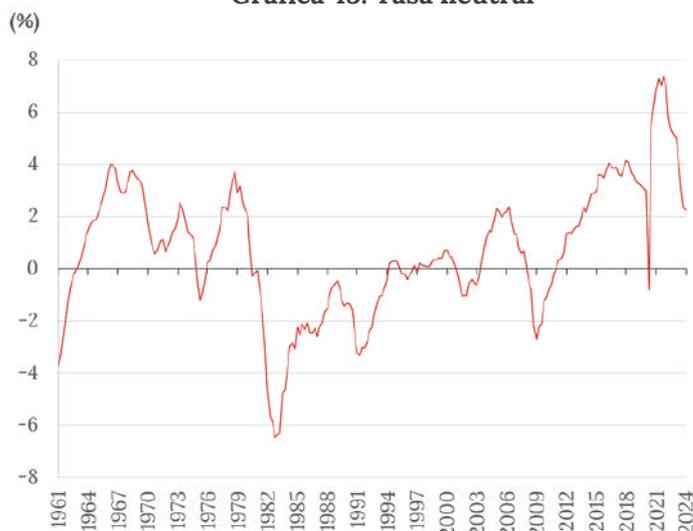


Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

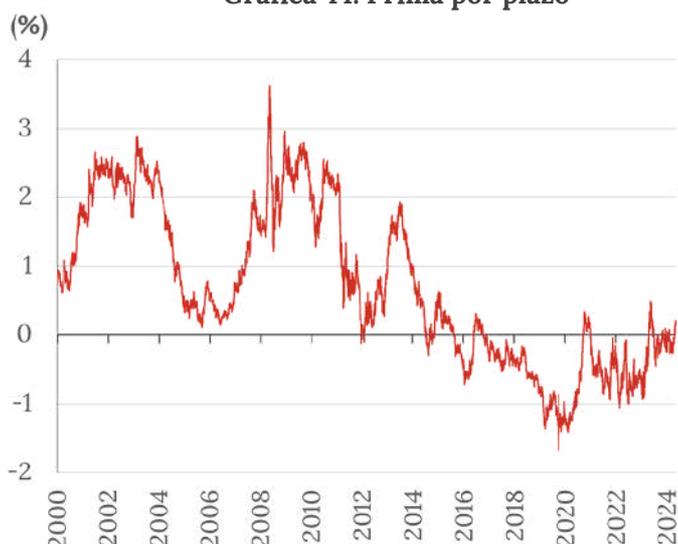
Durante la primera mitad del año, la inflación desafió las expectativas de recortes de tasas agresivos, limitando las posibles reducciones y empujando los rendimientos del bono a 10 años a un pico del 4.76% en abril (**Gráfica 42**). Sin embargo, la inflación comenzó a moderarse en los meses siguientes, lo que permitió al mercado reajustar sus expectativas y reducir los rendimientos hasta niveles de 3.60% en su mínimo anual. Hacia finales de año, los rendimientos se estabilizan cerca del 4.30%, destacando la sensibilidad del mercado a la resiliencia del mercado laboral y a las decisiones de la Reserva Federal.

En 2025, se proyecta que la política de la Reserva Federal continúe ajustándose a través de un ciclo gradual de recortes. Con la tasa neutral estimada en un 2.8% (**Gráfica 43**), no se espera que el emisor retorne rápidamente a niveles de tasas prepandemia, lo que limitaría la caída de los rendimientos en el extremo corto de la curva. Este diferencial entre las tasas del Tesoro y la tasa de la Fed (-102 puntos base para los bonos a dos años, -133 puntos para los bonos a cinco años, -126 para los de diez años y hasta -106 para los de treinta años.) continúa resaltando una estructura de inversión en la curva, que, aunque podría disminuir, se mantendrá dada la fuerte demanda de bonos de mediano plazo.

Gráfica 43. Tasa neutral



Gráfica 44. Prima por plazo



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

El escenario de "aterrizaje suave" previsto para 2025, en el cual se mantendría el crecimiento económico moderado, nos deja proyectar que el rendimiento de los bonos del Tesoro a 2 años podría caer a un estimado de 3.05%, mientras que los bonos a largo plazo enfrentarán un contexto menos favorable. El aumento esperado de la prima de plazo, resultado de la creciente deuda pública, exigirá a los inversores mayores compensaciones por asumir riesgos a largo plazo. Esta demanda es también reflejo de la incertidumbre económica a largo plazo, como señala el índice ACM (Adrian, Crump y Moench), que ha retornado a territorio positivo tras varios años (**Gráfica 44**).

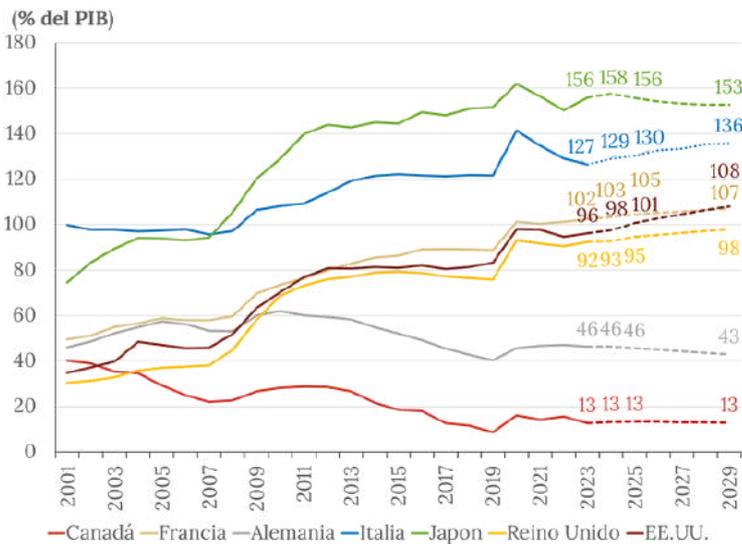
“El escenario de "aterrizaje suave" previsto para 2025 nos deja proyectar que el rendimiento de los bonos del Tesoro a 2 años podría caer a un estimado de 3.05%, mientras que los bonos a largo plazo enfrentarán un contexto menos favorable”

En cuanto a las políticas de ajuste cuantitativo de la Reserva Federal, que incluyen la reducción de su hoja de balance, consideramos que limitan su participación en el mercado de bonos, dejando la demanda de títulos del Tesoro en manos de inversores privados, quienes suelen exigir mayores rendimientos en respuesta a los crecientes niveles de deuda. El Departamento del Tesoro, en respuesta a estas condiciones fiscales, ha comenzado a concentrar su financiamiento en bonos de largo plazo, buscando extender el vencimiento promedio de la deuda para mitigar el impacto de los crecientes costos de servicio de la deuda.

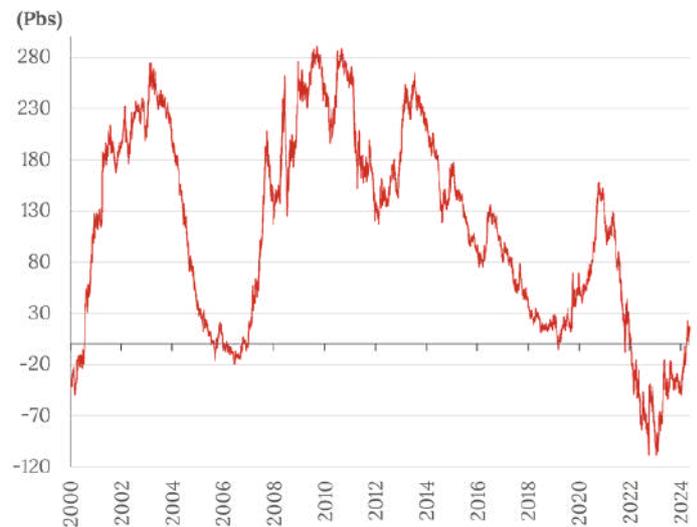
Consideramos que los bonos de mediano plazo presentan una oportunidad atractiva frente a sus pares de corto plazo, que experimentan mayores presiones en rendimientos debido a la política de tasas de la Fed. Las condiciones de crecimiento e inflación esperadas permitirían a los bonos a cinco años mantener una rentabilidad proyectada cercana al 3.30%, mientras que los bonos a largo plazo enfrentarán mayores desafíos de volatilidad y demanda de prima, esto, a medida que factores estructurales como el aumento en el pago de intereses de la deuda, que representan una porción cada vez mayor del presupuesto federal intensifican las presiones sobre el déficit presupuestario y la visión sobre la sostenibilidad fiscal del gobierno (**Gráfica 45**).

En general, los bonos a largo plazo enfrentarán un entorno de emisión elevado y una mayor presión fiscal en EE. UU. Esto implica que, aunque los bonos de largo plazo ofrecen al Tesoro la posibilidad de reducir la frecuencia de refinanciamiento, el aumento de la prima de plazo limitaría el atractivo de estos bonos en comparación con el segmento de mediano plazo. Adicionalmente, el "empinamiento" de la curva que se proyecta para el 2025, (**Gráfica 46**) refleja que los bonos de mediano plazo, con menores riesgos de exposición a tasas de interés, podrían obtener una mayor estabilidad y atractivo para los inversionistas, dado que el "dot plot" de la Reserva Federal, ha mostrado en las últimas reuniones una proyección de la tasa terminal de largo plazo cada vez más elevada.

Gráfica 45. Nivel de deuda como porcentaje del PIB

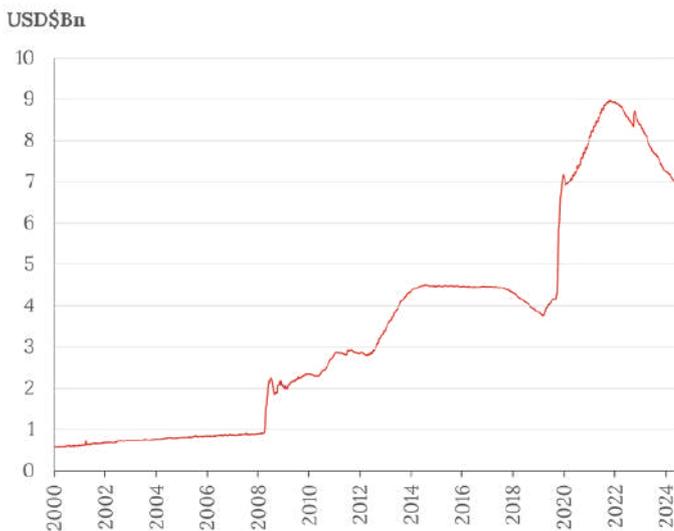


Gráfica 46. Spread 10s2s

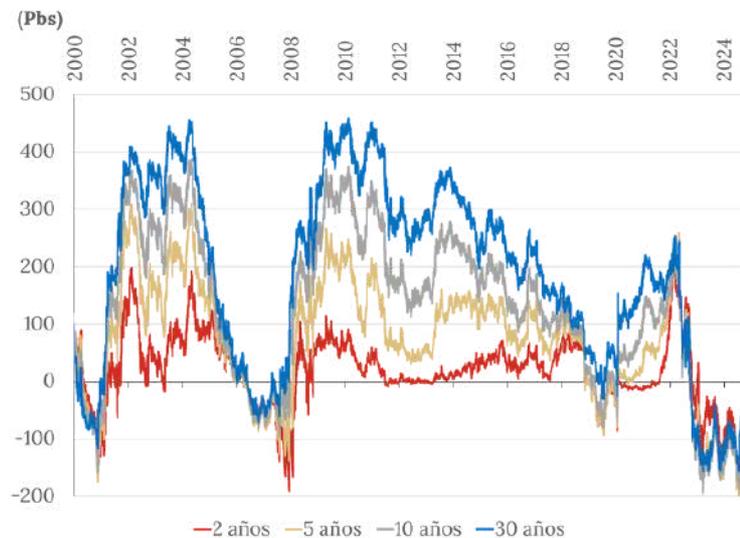


Fuente: WEO, Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Gráfica 47. Hoja de balance FED



Gráfica 48. Diferencia FED Funds vs. Tesoros



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

En general, el mercado de renta fija en EE. UU. proyecta un ajuste estructural en respuesta a la política fiscal expansiva y al ajuste monetario gradual de la Reserva Federal (**Gráfica 47**). La demanda de bonos de mediano plazo se mantiene como el sector más favorable dentro de la curva de rendimientos (**Gráfica 48**), mientras que los bonos de largo plazo verán una prima de riesgo mayor, debido tanto al déficit fiscal como a las condiciones de deuda pública. Los inversores deberían centrar su atención en segmentos que ofrezcan un equilibrio entre rentabilidad y volatilidad ajustada al riesgo, tomando en cuenta la evolución de la política monetaria y las presiones fiscales en los próximos años.

Desarrollados

A nivel global, la normalización monetaria ha avanzado con la reducción de los balances de los bancos centrales y el retiro de estímulos monetarios. Mientras que la Eurozona y el Reino Unido han experimentado una desaceleración económica debido a políticas monetarias restrictivas, Estados Unidos ha mantenido un crecimiento sólido, marcando un panorama de aterrizaje suave en la economía. Bajo este contexto, se están ajustando las expectativas en los rendimientos de deuda soberana y corporativa a lo largo de las distintas geografías.

Entre 2021 y 2022, los rendimientos de los bonos soberanos de países desarrollados aumentaron drásticamente debido a las medidas de los bancos centrales para controlar la inflación. Aunque las tasas se han estabilizado en los últimos dos años, se mantienen en niveles elevados comparables a los de 2007 (**Gráfica 49**). En 2024, los principales bancos centrales, incluyendo la Reserva Federal de EE.UU., el Banco Central Europeo, y el Banco de Inglaterra, dieron paso al proceso de reducción de sus balances mediante políticas de quantitative tightening (QT).

Para 2025, se espera que los principales bancos centrales continúen, aunque de manera gradual, con sus políticas de reducción de balances y ajustes de tasas, influenciados por factores como la inflación, el crecimiento económico y la estabilidad financiera global. El contexto de renta fija en los mercados desarrollados se caracteriza por una transición hacia la normalización de las políticas monetarias, con una clara tendencia de empinamiento en las curvas de rendimiento, y por el inicio de ciclos de recorte de tasas en EE. UU. y Europa.

“El contexto de renta fija en los mercados desarrollados se caracteriza por una transición hacia la normalización de las políticas monetarias, con una clara tendencia de empinamiento en las curvas de rendimiento”

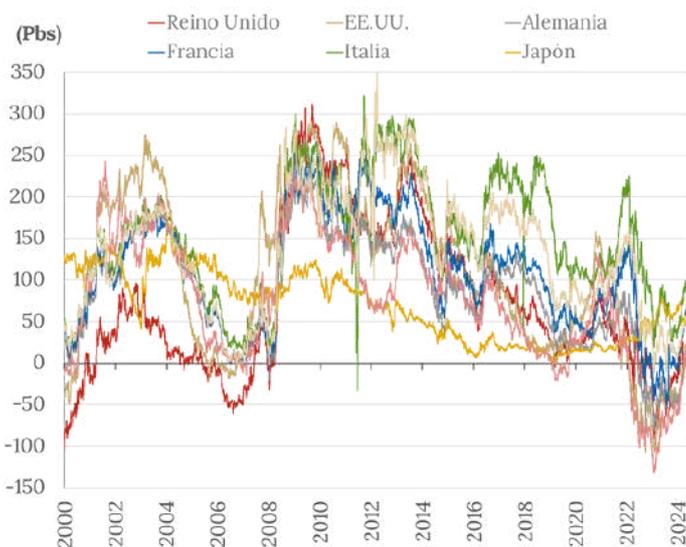
La percepción del riesgo en las economías desarrolladas que habría aumentado desde 2022, elevando las primas de riesgo y la volatilidad particularmente en las tasas a largo plazo, ha comenzado a moderarse tras las reducciones anticipadas por parte de los bancos centrales. Esto se refleja en la disminución de los CDS en EE.UU. y la Eurozona, aunque persisten factores críticos como el empinamiento de las curvas, presiones fiscales y un entorno geopolítico volátil. En efecto, las curvas de rendimiento en las economías desarrolladas han comenzado a empinarse debido a las presiones fiscales y los ajustes monetarios en curso (**Gráfica 50**).

Sobre la situación fiscal, el Informe Fiscal del FMI de octubre de 2024 subraya la urgencia de abordar el creciente nivel de deuda pública global, que superará los USD\$100 billones en 2024 y podría alcanzar el 100% del PIB mundial para 2030. Si bien se espera que varios países establezcan o reduzcan sus niveles de deuda para 2029, los niveles actuales son significativamente más altos que antes de la pandemia. Factores como la transición energética, el gasto en defensa y el envejecimiento poblacional, junto con las presiones políticas, complican aún más el panorama fiscal, lo que podría exacerbar el incremento de la deuda, lo cual continuará apoyando el empinamiento.

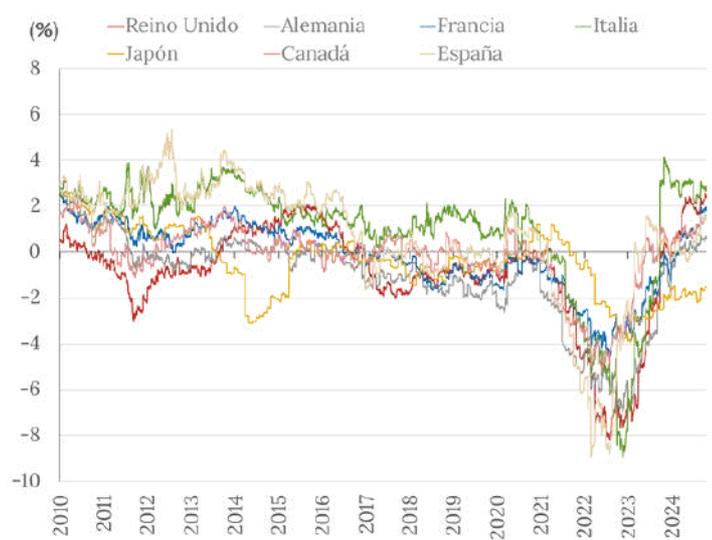
Además del panorama fiscal, la reducción de los balances y la limitación de la reinversión de activos llevará a los bancos centrales a disminuir la liquidez en el mercado de bonos, lo que elevará los costos de financiamiento y presionará los rendimientos al alza, especialmente en los tramos largos de la curva de rendimientos. Esto se traduce en una prima de plazo elevada, ya que los inversores exigirán mayores rendimientos para compensar el riesgo asociado a la menor demanda institucional. Además, la retirada de los bancos centrales como compradores clave incrementará la volatilidad en el mercado de deuda soberana y corporativa, ya que los precios de los bonos serán más sensibles a factores macroeconómicos y eventos externos.

Con todo lo anterior, vemos que la renta fija en los mercados desarrollados enfrenta un panorama mixto: mientras los bonos de corto y mediano plazo ganarán atractivo debido a su menor exposición a la volatilidad y las políticas de ajuste gradual de los bancos centrales, los bonos de largo plazo enfrentarían mayores riesgos y un entorno menos predecible debido a las políticas de gasto y al gradual retiro de los bancos centrales como compradores de deuda.

Gráfica 49. Spread 2s10s



Gráfica 50. Tasas reales



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores



En cuanto a los bonos corporativos de grado de inversión en USD y EUR, en un entorno de tasas altas y volatilidad controlada, estos se benefician de la fuerte demanda de rendimiento. Aunque el potencial de compresión de diferenciales es limitado, el atractivo de los bonos corporativos sigue siendo fuerte, especialmente en sectores de calidad superior, que presentan balances sólidos.

- En la Eurozona, el crecimiento económico sigue siendo bajo, con una previsión de crecimiento del PIB del 1.3% en los próximos cinco años, un nivel mucho más bajo que antes de la crisis de 2008. Este bajo crecimiento refleja desafíos estructurales como la falta de reformas, el envejecimiento de la población, la baja productividad y el exceso de regulación. Esto lleva a prever que el Banco Central Europeo continuará con los recortes de tasas en 2025. En este contexto, los bonos a corto y mediano plazo resultan más atractivos para capitalizar esa caída de tasas de interés y reducir la exposición a la volatilidad de los rendimientos a largo plazo, especialmente en el primer semestre del año ante la expectativa de que el banco central recortará tasas más rápido de lo esperado. Se prevé que la curva de rendimientos se empine moderadamente, con los Bunds alemanes a largo plazo estabilizándose en torno al 2.5%.
- En el Reino Unido, las tasas de interés siguen siendo elevadas en comparación con los promedios históricos, y se espera un continuo empinamiento de la curva. La diferencia entre los rendimientos de los gilts y los bunds alemanes se amplió a lo largo del 2024, ya que el Banco de Inglaterra sigue un ciclo de recortes de tasas más lento que el Banco Central Europeo. Ante esto, se espera que el recorte de tasas por parte del Banco de Inglaterra sea más gradual que el de la Reserva Federal y el del Banco Central Europeo, terminando en una tasa de política monetaria a 2025 más elevada en comparativa, lo que ampliará los diferenciales de rendimiento. Además, el próximo presupuesto de la canciller Rachel Reeves probablemente reforzará la disciplina fiscal, lo que podría aumentar la confianza en la deuda británica y mejorar el rendimiento de los bonos del Reino Unido frente a los alemanes y estadounidenses a lo largo de 2025. En lo que respecta a los gilts, no vemos un atractivo especial en el corto plazo, sin embargo, en el largo plazo, se podrían favorecer frente a sus homólogos alemanes y estadounidenses.
- En Japón, en un entorno diferente, tras años de políticas monetarias expansivas, el Banco Central ha comenzado a dismantelar su "control de la curva de rendimiento". El mercado de bonos japonés, valorado en USD\$9 billones, enfrenta una posible disrupción debido a la escasez de bonos causada por la compra masiva de bonos del gobierno por parte del banco. Este desequilibrio en el mercado de deuda ha complicado la normalización de los contratos de futuros y las subastas de bonos gubernamentales, y es probable que el mercado no vuelva a la normalidad durante varios años. Por lo cual, vemos poco atractivos los bonos de este país.

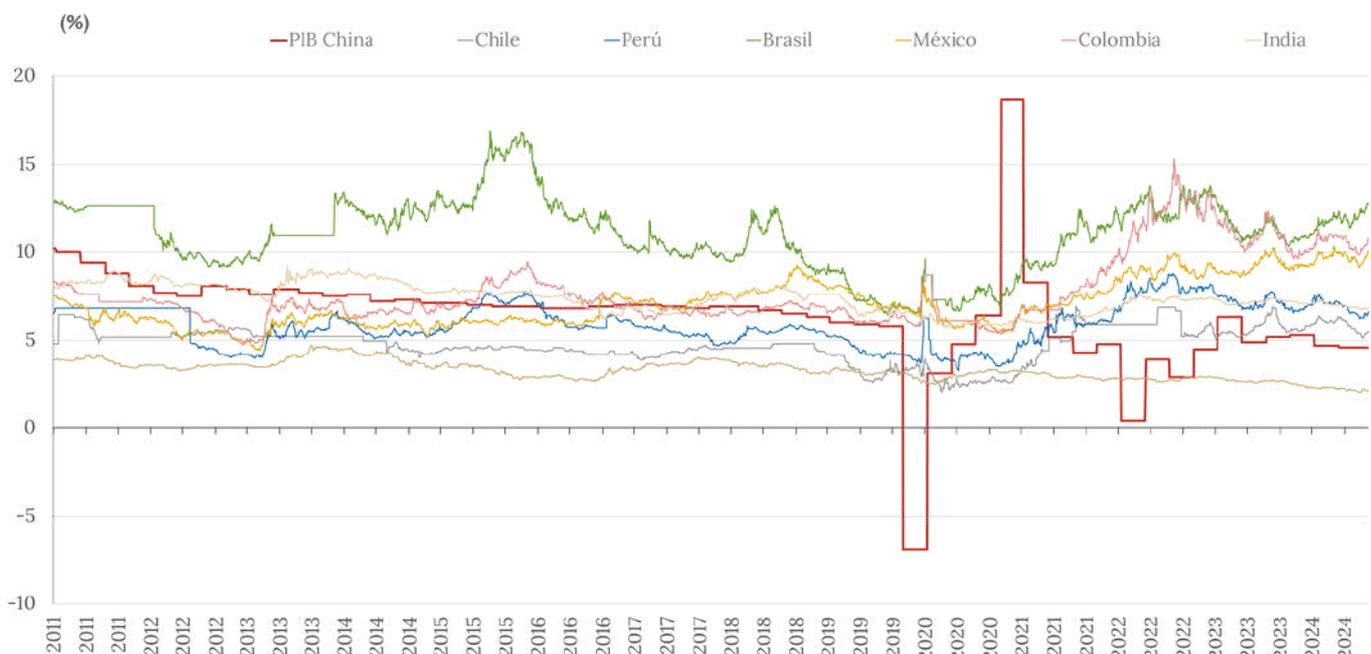
Emergentes

Para el año 2025, se espera que el ciclo de flexibilización de la Reserva Federal, iniciado en septiembre de 2024, impulse el rendimiento de los mercados emergentes (EM). Históricamente, estos activos tienden a generar retornos ajustados al riesgo positivos después de los picos de la tasa de los fondos federales, especialmente cuando inician ciclos de recortes globales. Los bancos centrales en América Latina y Europa del Este han comenzado o están cerca de flexibilizar sus políticas, buscando estimular la economía en respuesta a la moderación inflacionaria. Esta ventaja permitirá que estos mercados se anticipen a los desarrollados en la recuperación económica.

El FMI resalta el potencial para mejorar la recaudación en mercados emergentes mediante reformas fiscales estructurales que, si bien pueden enfrentar resistencia por razones sociales y políticas, proporcionarían un margen fiscal necesario para enfrentar desafíos futuros. Sin embargo, la capacidad de estos países para implementar cambios se verá influenciada por el contexto económico global y la estabilidad política interna.

China enfrenta un panorama de crecimiento económico débil para 2025, con expectativas de crecimiento cercanas al 4.5%, condicionado al bajo rendimiento en sectores críticos como el inmobiliario y el consumo. Las medidas de apoyo gubernamental, aunque oportunas, aún no han generado una recuperación sólida en la confianza del consumidor. El aumento en la emisión de bonos de gobiernos locales para mitigar la falta de ejecución fiscal muestra un enfoque proactivo, aunque su eficacia sigue siendo incierta. Se prevé que el sector inmobiliario y las tensiones geopolíticas sigan siendo factores de riesgo para la estabilidad económica en este país (**Gráfica 51**).

Gráfica 51. economía China vs. Bonos 10Y



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Dado lo anterior, esperamos que en el 2025 el rendimiento en los emergentes sea positivo. No obstante, vemos limitaciones en la primera parte del semestre, mientras los recortes de la Reserva Federal todavía continúan generando incertidumbre y el apetito por riesgo esté limitado, en medio de un contexto de desaceleración económica. Sin embargo, en el segundo semestre, una vez las sendas de reducción de política monetaria de los países desarrollados sean más claras, los bonos emergentes se presentan como una alternativa atractiva para los inversores.

De acuerdo con la agencia calificadora internacional S&P, los vencimientos de deuda de grado de inversión (calificación 'BBB-' o superior) a nivel global alcanzarán USD\$7.6 billones entre 2025 y 2028, un aumento respecto a los USD\$7.26 billones al inicio de 2024. Esto se debe a un incremento en la emisión de deuda a corto plazo (de uno a tres años) por parte de las instituciones financieras, manteniendo elevados los vencimientos cercanos. Este panorama sugiere que la emisión de deuda corporativa de grado de inversión se mantendrá alta en 2025 para cubrir estas obligaciones (**Tabla 5**).

En cuanto a la deuda de grado especulativo, el 75% de la emisión se ha destinado a refinanciamiento, disminuyendo las obligaciones pendientes a futuro. Sin embargo, la actividad de fusiones y adquisiciones con financiamiento de deuda podría compensar la menor emisión especulativa. En este sentido, consideramos que el aumento de vencimientos plantea un entorno dinámico en el mercado de deuda, donde tasas de interés proyectadas a la baja en 2025 impulsarán el refinanciamiento a largo plazo, fortaleciendo la valoración de bonos, a pesar de que los riesgos macroeconómicos seguirán siendo un factor crítico de evaluación.

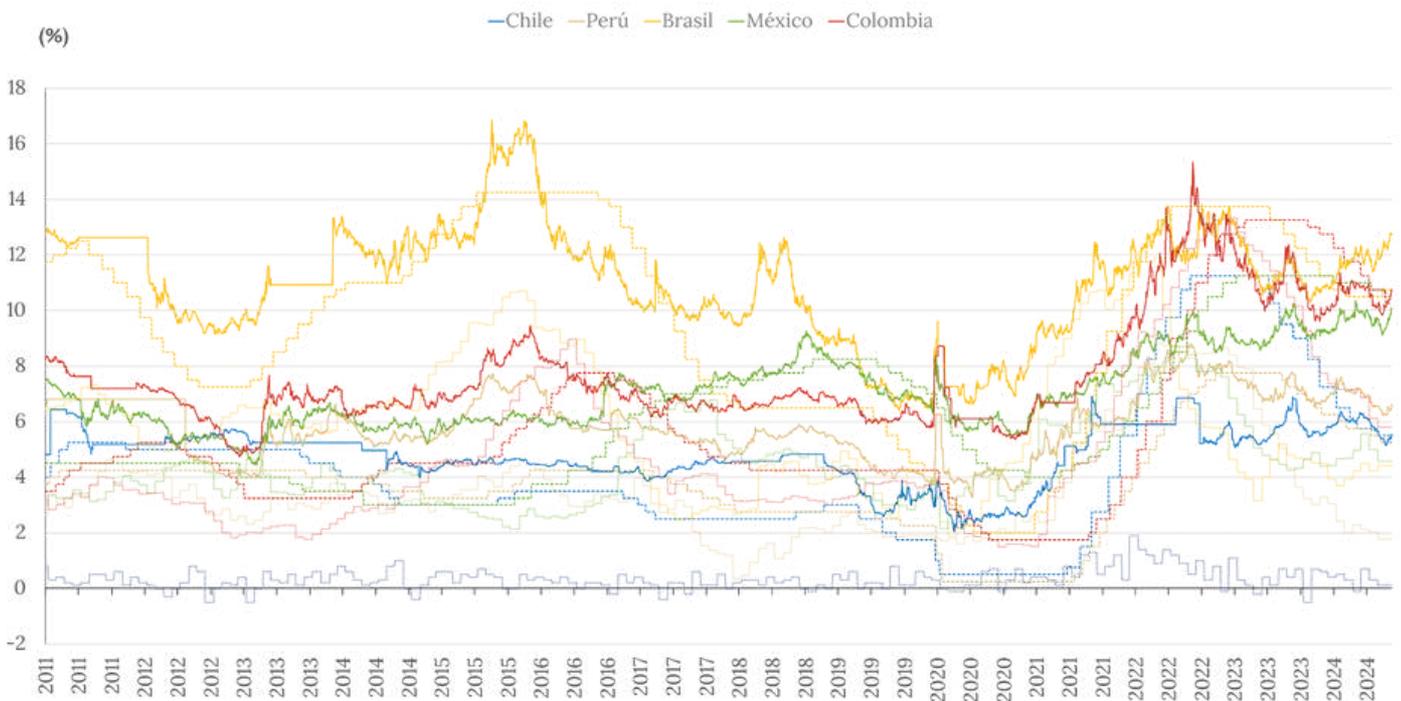
“consideramos que el aumento de vencimientos plantea un entorno dinámico en el mercado de deuda, donde tasas de interés proyectadas a la baja en 2025 impulsarán el refinanciamiento a largo plazo”

Se espera que América Latina experimente una reducción gradual en las primas de riesgo a medida que sus bancos centrales avancen en la flexibilización monetaria. México y Brasil destacan con tasas reales atractivas y diferenciales de crédito robustos, especialmente hacia el segundo semestre de 2025, cuando se prevé que el ciclo de recortes de la Fed se estabilice y mejore el apetito por activos de riesgo. Sin embargo, existen riesgos asociados a la dependencia económica de Estados Unidos y las incertidumbres políticas, particularmente las elecciones presidenciales en México y la evolución fiscal en Brasil (**Gráfica 52**).

- En México, el entorno sigue siendo favorable para la inversión en renta fija, con la expectativa de que el ciclo de recortes de tasas se mantenga gradual. Aunque es posible que se presenten pausas debido a la volatilidad de la inflación y la política monetaria de la Reserva Federal, la tasa real mexicana, cercana al 6%, continúa siendo un factor atractivo. Este atractivo se fortalece a mediano plazo, con una reducción de tasas sincronizada con la Fed, lo que busca mitigar los efectos en el tipo de cambio. Sin embargo, persisten riesgos vinculados a la fuerte dependencia de México con la economía de Estados Unidos y la incertidumbre política por las próximas elecciones en ese país, factores que podrían influir en el panorama económico.

- Brasil enfrenta mayores desafíos en 2025, con dificultades fiscales que limitan la expansión económica pese a los esfuerzos de flexibilización monetaria. La deuda pública y los costos de financiamiento en aumento son factores que presionan la sostenibilidad de la inversión extranjera. Sin embargo, la alta tasa Selic ofrece rendimientos atractivos en renta fija, posicionando a los bonos brasileños como una alternativa potencial para inversores una vez que se establezca el ciclo de la Fed.

Gráfica 52. Bonos Latam 10Y, IPC, TPM



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

En general, el sorpresivo aumento en los rendimientos de los tesoros en EE. UU. al cierre de 2024, si bien podría ejercer alguna presión sobre los activos emergentes en la primera mitad de 2025, vemos que los recortes de tasas esperados en los mercados desarrollados, una vez estabilizados, impulsarán la búsqueda de rendimientos en los mercados emergentes. Este entorno proporcionará una robusta protección contra variaciones de valoración en instrumentos de deuda emergente, lo cual se espera genere rendimientos competitivos ajustados al riesgo. La estabilidad fiscal y monetaria emergente continuará siendo un factor decisivo para mantener la atracción de los inversores.

“... vemos que los recortes de tasas esperados en los mercados desarrollados, una vez estabilizados, impulsarán la búsqueda de rendimientos en los mercados emergentes.”

Tabla 5. Emisión global histórica y pronóstico

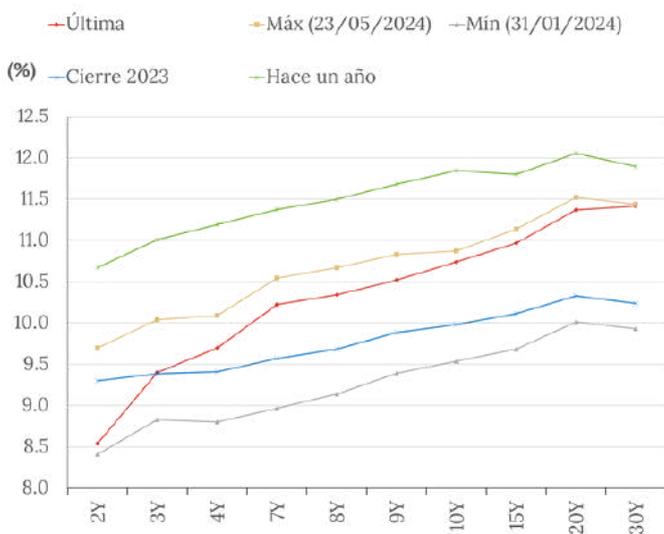
Año	Total (Trillones \$USD)	No financieras	Servicios financieros	Otros segmentos	Tasa de crecimiento anual
2018	5	3.5	1	0.5	-5.9
2019	6.5	4	2	0.5	17.2
2020	8.5	5	2.5	1	21.9
2021	8.5	5.5	2	1	7.3
2022	5.5	3.5	1.5	0.5	-19.9
2023	7	4	2.5	0.5	5.4
2024	8.5	5	2.5	1	17
2025	9	5	3	1	4

Fuente: S&P - Investigaciones Económicas Accivalores

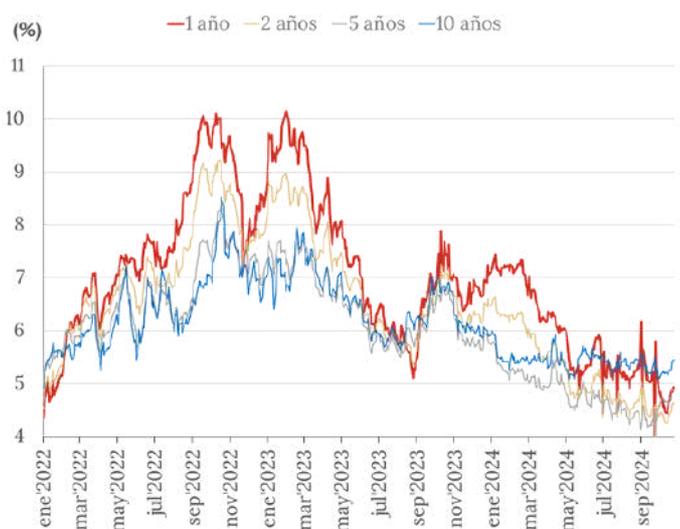
Colombia

Durante la primera mitad de 2024, el mercado de deuda pública en Colombia mostró un rendimiento sólido, con tasas de crecimiento de doble dígito, impulsado principalmente por la reducción gradual de la inflación y una política monetaria menos restrictiva del Banco de la República (**Gráfica 53**). Esta tendencia estuvo apoyada por menores presiones inflacionarias y una expectativa de recortes progresivos de tasas a medida que la inflación continuó ajustándose a la baja.

Gráfica 53. Curva TES



Gráfica 54. Breakeven



Fuente: Bloomberg, Banrep, PiP - Investigaciones Económicas Accivalores

No obstante, la segunda mitad del año ha presentado desafíos considerables. El riesgo fiscal sigue siendo un factor determinante que limita el potencial de valorización de la deuda local. Las limitaciones presupuestarias, el déficit persistente y el incremento en el gasto público debido a las reformas sociales han generado incertidumbre en el mercado de deuda pública, lo cual dificulta un recorte acelerado en las tasas de interés **(Gráfica 54)**.

Estimamos que la curva de rendimiento de los TESTF cierre 2024 sobre el promedio del 9.5%, tras el persistente riesgo percibido a corto plazo, influido por políticas fiscales y monetarias.

Para 2025, se proyecta una moderación en el riesgo de desvalorización de la deuda pública, especialmente en los tramos cortos y medios de la curva. El Banrep jugará un papel esencial en la valorización de los bonos, ya que su objetivo de mantener una tasa real positiva hasta mediados de 2025, lo cual podría llevar la curva de TES a niveles de rendimiento superiores al 8.70% durante la primera mitad del año, estabilizándose en el segundo semestre **(Gráfica 55)**.

Con una tasa de referencia del Banrep proyectada en un 6.5% para finales de 2025, se espera que la curva de rendimiento muestre una ligera reducción en los rendimientos, con rangos estimados de 7.0%-7.5% en la parte corta, 8.2%-9.2% en la parte media y entre 10% y 11% en la parte larga. Este ajuste refleja tanto una expectativa de control de la inflación como un entorno fiscal menos restrictivo hacia la segunda mitad del año **(Gráfica 56)**.

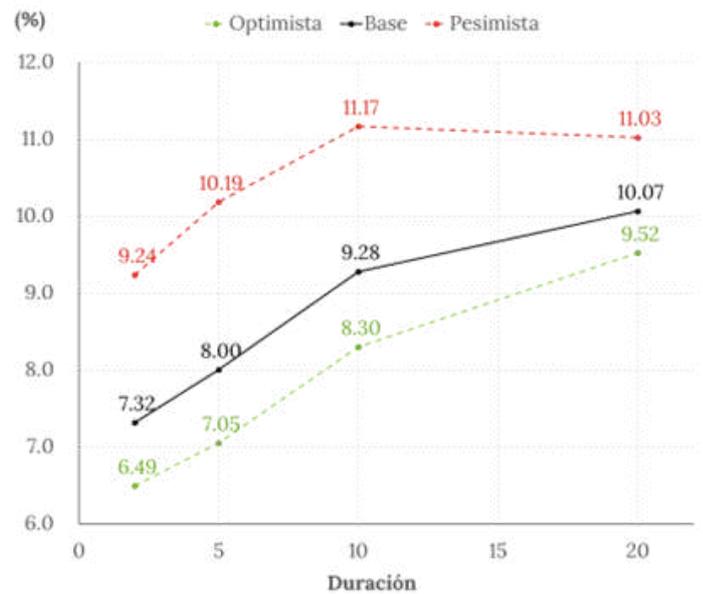
“...se proyecta una moderación en el riesgo de desvalorización de la deuda pública...”

Gráfica 55. Spread 10s2s vs. TPM



Fuente: Bloomberg, Banrep - Investigaciones Económicas Accivalores

Gráfica 56. Pronósticos TES-TF a cierre 2025



Fuente: Investigaciones Económicas Accivalores

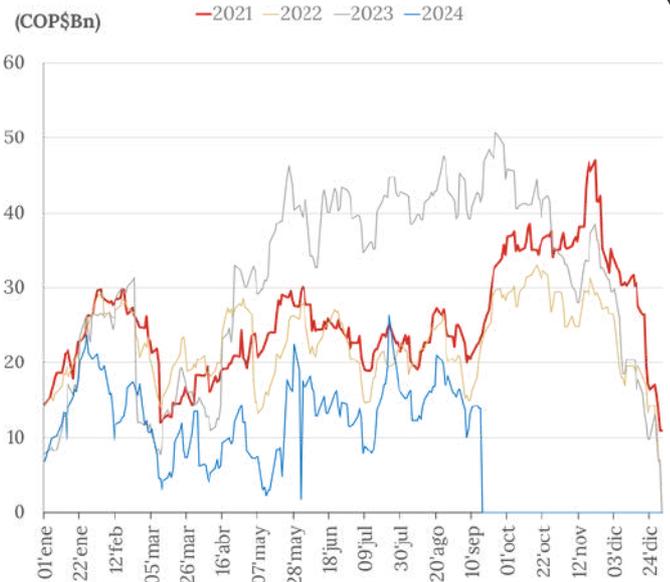
“la colocación de TES a corto plazo sigue limitándose, por lo que esperamos que la Dirección de Crédito Público mantenga la estrategia el año siguiente con los títulos de vencimiento en 2026 ”

a. Factores clave para 2025:

- **Liquidez del mercado:** La menor acumulación de Depósitos del Tesoro Nacional (DTN) en el Banco de la República ha proporcionado mayor liquidez al mercado en 2024 (**Gráfica 57**), lo cual se espera que continúe en 2025, reduciendo las presiones de liquidez sistémica a corto plazo.

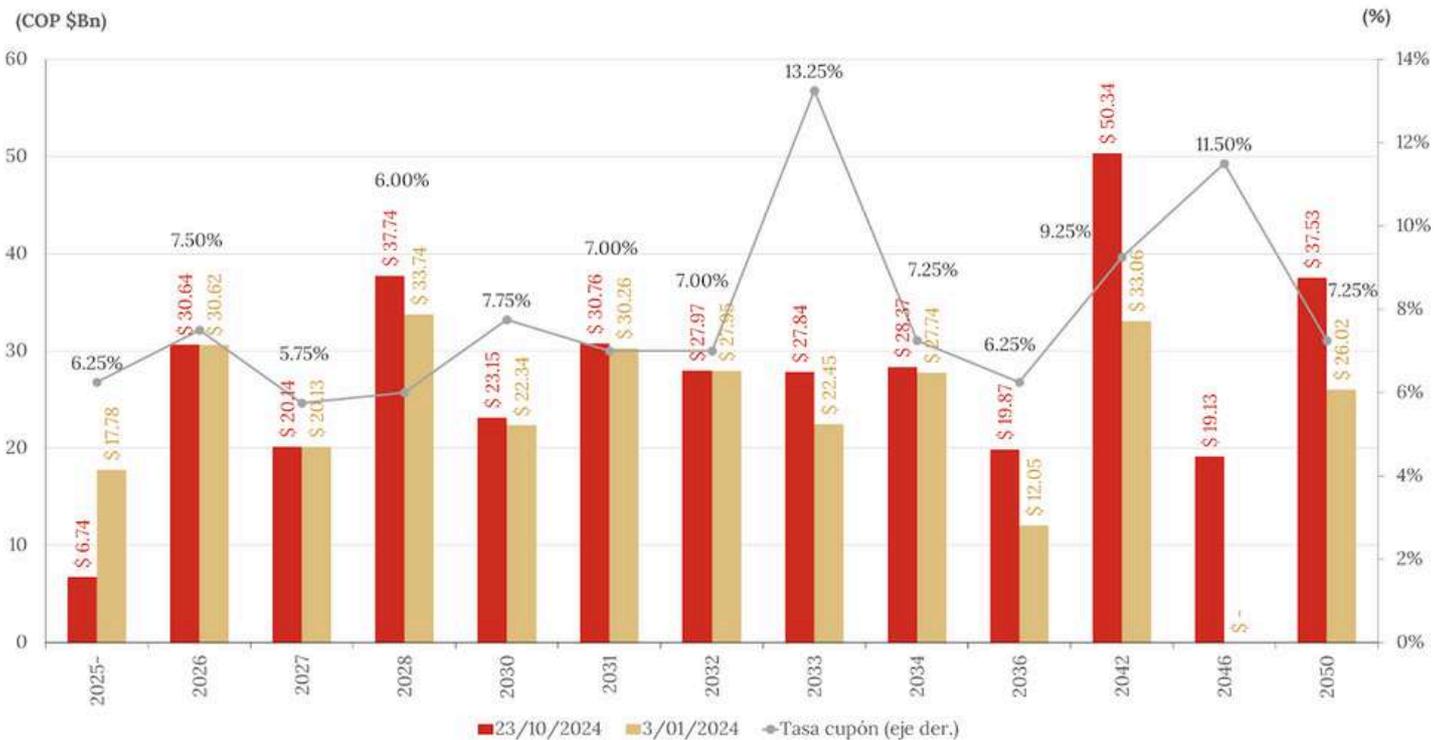
A septiembre de 2024, el Gobierno colombiano logró reducir significativamente el *outstanding* de los TES con vencimiento 2025 mediante canjes de deuda, disminuyendo el saldo en circulación a COP\$18.9 billones, (COP\$11.04 billones menos de lo registrado al inicio del año). En particular, la deuda en pesos con vencimiento en noviembre de 2025 se redujo a COP\$7.68 billones, mientras que los TES en UVR con vencimiento en mayo de 2025 bajaron a COP\$11.24 billones. Estas operaciones continuarán hasta reducir los vencimientos de 2025 a COP\$10 billones o menos, una medida positiva (**Gráfica 58**). Como resultado, la presión fiscal de los pagos a 2025 ha disminuido considerablemente. En este sentido, la colocación de TES a corto plazo sigue limitándose, por lo que esperamos que la Dirección de Crédito Público mantenga la estrategia el año siguiente con los títulos de vencimiento en 2026. Estos canjes mejorarían la demanda relativa de los TES, presionando a la baja los rendimientos, lo que respalda nuestra perspectiva de un empinamiento sostenido en 2025.

Gráfica 57. DTN Banrep



Fuente: Banrep - Investigaciones Económicas Accivalores

Gráfica 58. Nominal TES-TF

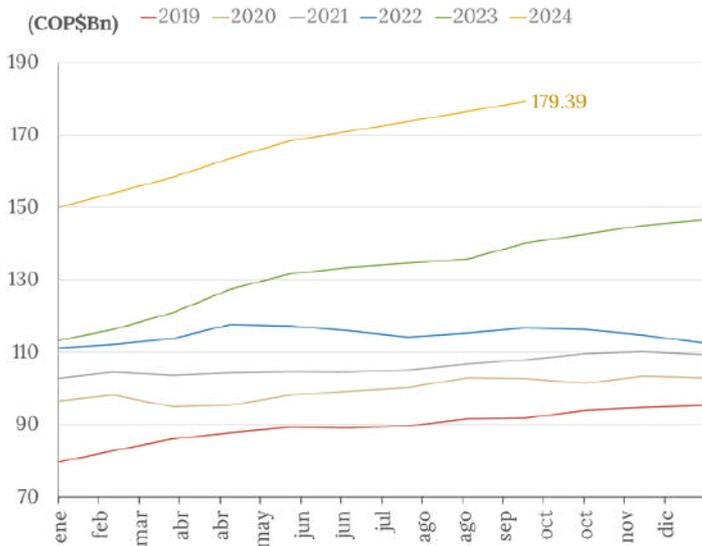


Fuente: Bloomberg, Banrep, PiP - Investigaciones Económicas Accivalores

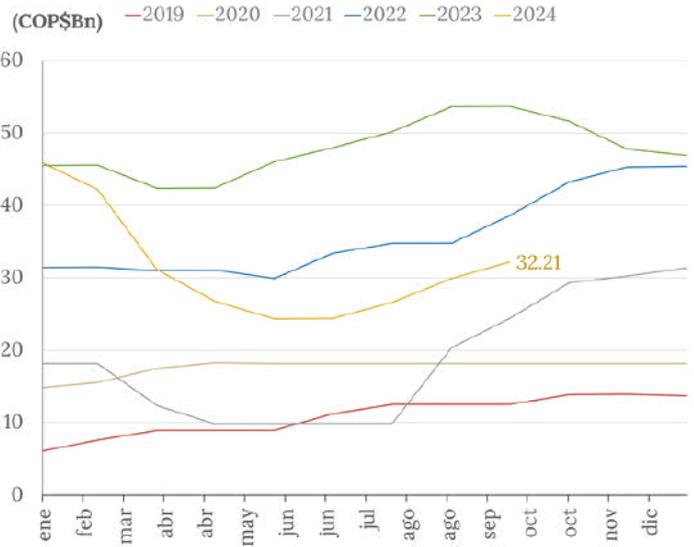
- **Ejecución Presupuestaria:** Si bien el presupuesto de 2025 enfrenta restricciones por desfinanciación, el Congreso de la República se ha mostrado diligente con el trámite de la ley de financiamiento que garantizaría su financiación. De otra parte, consideramos que la adopción integral de la regulación del Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN) en agosto de 2025 influirá en el comportamiento de la curva de rendimientos, posiblemente normalizando el empinamiento en el segundo semestre.
- **Regla Fiscal y Compromiso del Gobierno:** Destacamos el renovado compromiso del Gobierno con las metas de déficit bajo la regla fiscal como esencial. Se prevé que la subejecución del presupuesto de 2024 permitirá alcanzar un déficit primario del 0.9% del PIB, cumpliendo con los objetivos fiscales. Sin embargo, el panorama de 2025 es más incierto, requiriendo potenciales recortes presupuestarios o ajustes en el gasto, debido a la complejidad de cumplir con las metas de recaudación establecidas por la Ley de Financiamiento. Las reformas laborales, de salud y del SGP añaden presión fiscal, con implicaciones de mayor gasto.
- **Mayor outstanding al cierre del 2024:** Durante el 4T24, el Ministerio de Hacienda aumentó el cupo de colocaciones de TES en COP\$10 billones, de COP\$63.7 billones a COP\$73.7 billones, para atender operaciones y pagos aplazados. Esta cifra ya había subido desde COP\$53.4 billones según el MFMP. La emisión de TES proyectada para 2024 era de COP\$46 billones, y para 2025 se espera COP\$60.25 billones, aunque podría ser mayor.
- **Riesgo de Nuevas Rebajas de Calificación:** El cambio de perspectiva de las calificadoras a negativa encareció la deuda pública, especialmente a largo plazo. Si ocurre otra rebaja, los costos podrían subir aún más, aunque no al nivel crítico de 2021. Los CDS actuales reflejan este riesgo, y el impacto en los mercados podría ser limitado.
- **Análisis de Riesgos y Valorización Relativa:** Los riesgos fiscales siguen representando una amenaza significativa, especialmente si se considera una posible rebaja en la calificación crediticia del país. Este riesgo, sumado a la expectativa de costos de financiamiento elevados y a una correlación con los bonos del Tesoro de Estados Unidos, podría incrementar el diferencial de rendimiento a lo largo de la curva de TES en aproximadamente 160 puntos básicos.
- **Apetito de Extranjeros se ha Mantenido:** Inversores extranjeros han mantenido un fuerte apetito por TES en 2024, a pesar de la competencia de India en el índice GBI de JPMorgan, y se espera que esta tendencia continúe, dependiendo de los rendimientos de bonos regionales y estadounidenses (**Gráficas 59 a 62**).

“Los riesgos fiscales siguen representando una amenaza significativa, especialmente si se considera una posible rebaja en la calificación crediticia del país”

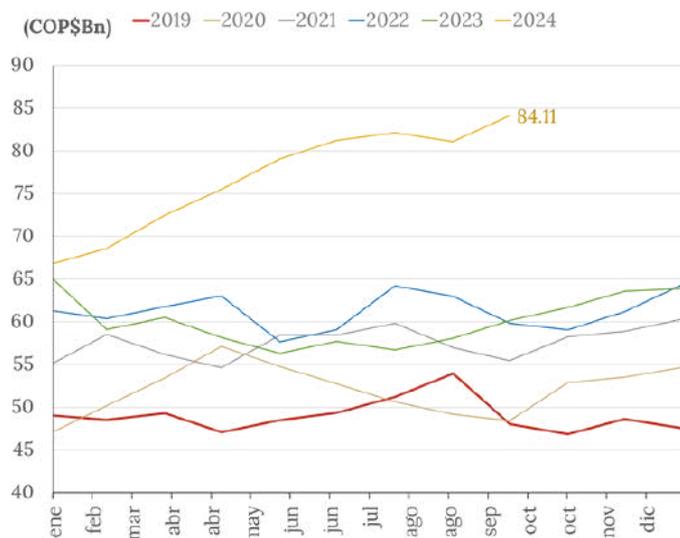
Gráfica 59. Tenencias fondos de pensiones y cesantías



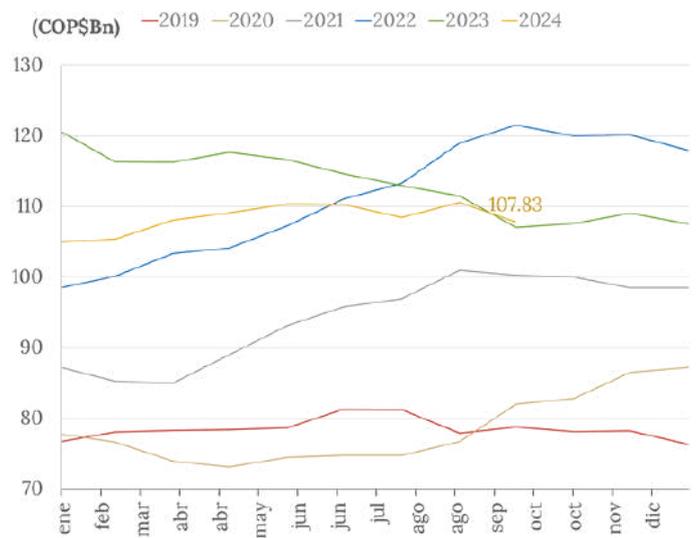
Gráfica 60. Tenencias Banco de la República



Gráfica 61. Tenencias Bancos Comerciales



Gráfica 62. Tenencias Fondos de capital extranjeros



Fuente: Banrep - Investigaciones Económicas Accivalores

b. Bonos USD

En 2024, los Bonos en USD mostraron un comportamiento generalmente alineado con los TES en COP y la prima de riesgo, salvo en marzo, cuando sus rendimientos cayeron a pesar del aumento en las primas de riesgo y la desvalorización de los TES en pesos. Esta discrepancia se explica por el aumento sostenido en las tenencias de TES por parte de inversionistas extranjeros (**Gráfica 63**).

Gráfica 63. TES-TF COP vs. bonos USD



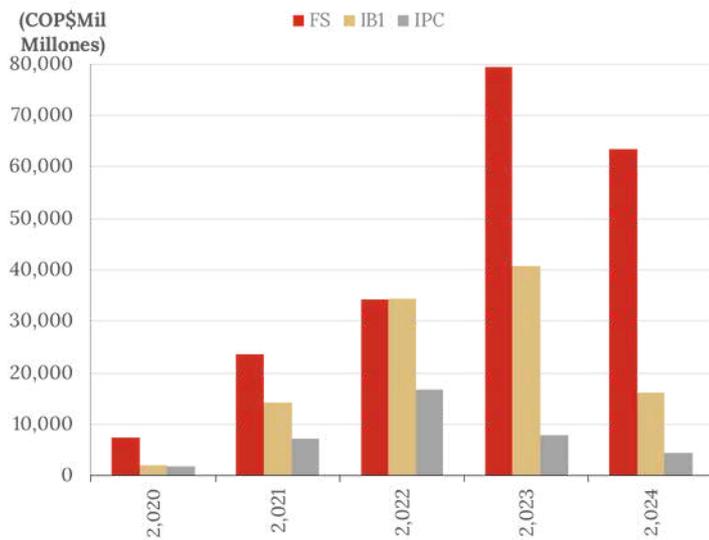
Fuente: Banrep - Investigaciones Económicas Accivalores

Para 2025, proyectamos que los Bonos en USD continuarán alineados con los TES en COP, con una curva de rendimiento que se empujará gradualmente. Se espera que este comportamiento refleje el interés persistente de los inversionistas extranjeros, indicando un apetito favorable por estos instrumentos en el contexto actual del mercado.

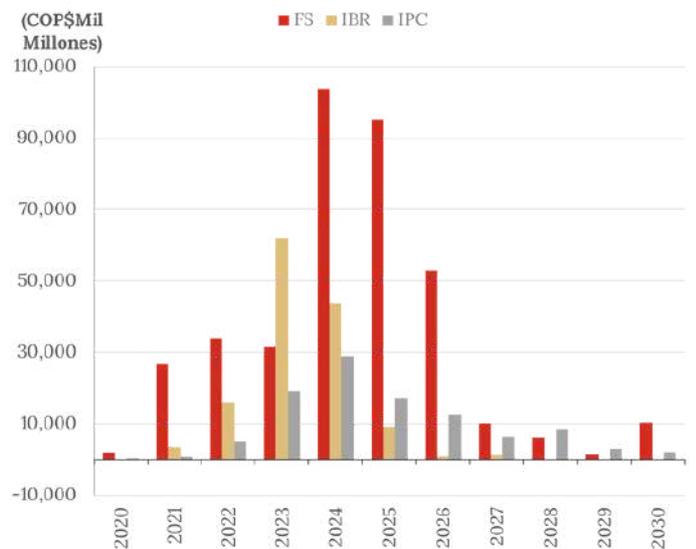
c. Deuda Corporativa y Bonos Privados:

Para la deuda corporativa, los bonos de tasa fija en el mercado colombiano han mostrado valorizaciones a lo largo de 2024, especialmente en los tramos medios de la curva, apoyados por la reducción de tasas del Banrep. En 2025, la menor presión para captar financiamiento adicional permitirá a los bancos una mayor flexibilidad en la gestión de activos, facilitando la disponibilidad de crédito. Esto podría aumentar el atractivo de la deuda privada a corto plazo debido a menores costos de financiamiento y un entorno de tasas en descenso.

Gráfica 64. Emisiones deuda privada



Gráfica 65. Vencimientos deuda privada



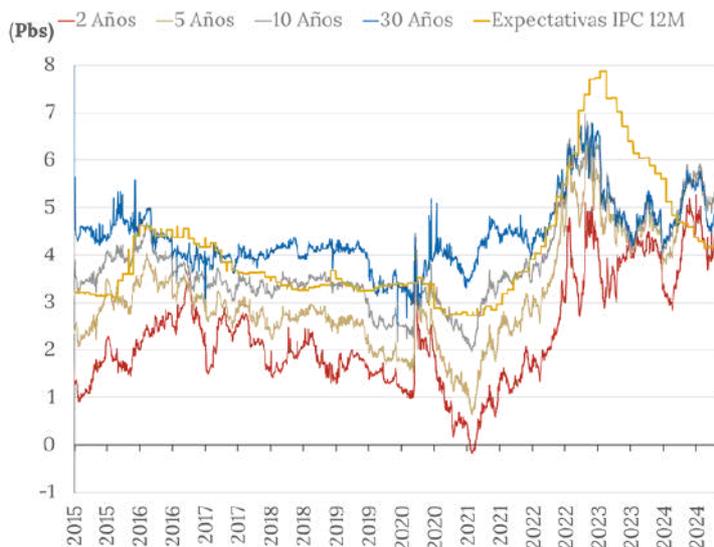
Fuente: BVC- Investigaciones Económicas Accivalores

d. Consideraciones Finales

Enfoque en tramos medios de la curva de TES: La estructura actual de la curva y los niveles de rendimiento sugieren valor en los tramos medios y largos de los TES, especialmente durante el primer semestre de 2025, cuando aún se mantendrán rendimientos elevados para compensar el riesgo fiscal.

Bonos en UVR: En un escenario de disminución de la inflación en 2025, los bonos indexados a la inflación (UVR) ofrecen un margen atractivo, aunque su rendimiento podría verse limitado en la medida en que la inflación converja hacia la meta del Banrep (**Gráfica 66**).

Gráfica 62. Bonos UVR frente a expectativas IPC

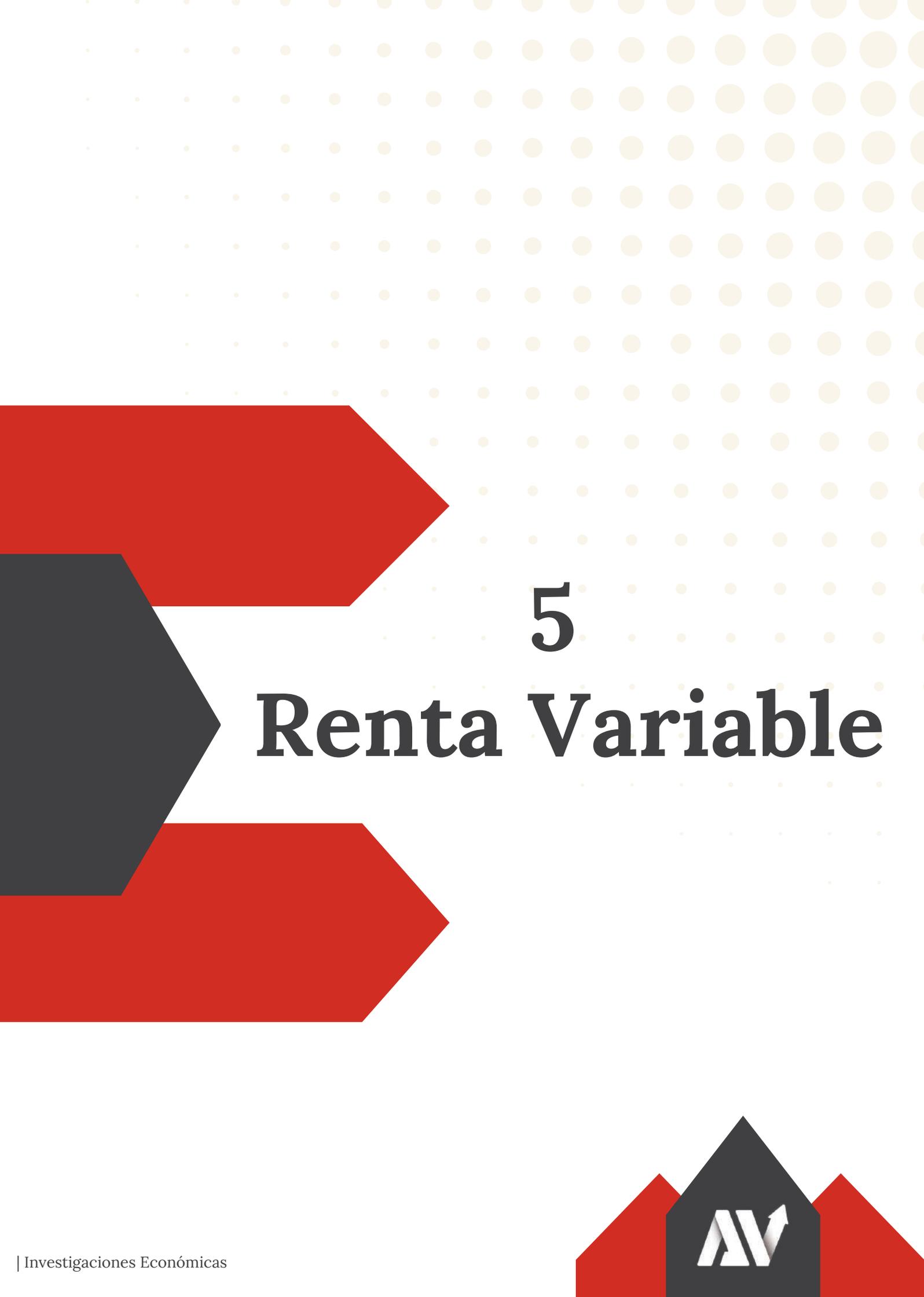


Fuente: Banrep - Investigaciones Económicas Accivalores

“La estructura actual de la curva y los niveles de rendimiento sugieren valor en los tramos medios y largos de los TES”

Deuda Privada en Tasa Fija: A medida que se reduce el encaje bancario y los bancos cuentan con mayor flexibilidad de liquidez, se prevé que la deuda privada en tasa fija siga mostrando un desempeño favorable, con un menor riesgo de reinversión.

Nuevas Preocupaciones Fiscales: En cuanto al proyecto de descentralización fiscal que hace curso en el Congreso de la República, aunque revisado para mitigar riesgos, genera preocupaciones significativas para las finanzas públicas. La reducción de la participación objetivo de las transferencias del SGP al 39.5% y la extensión del período de transición a 12 años, aunque son mejoras respecto a la versión inicial, validan que el riesgo fiscal persiste debido a la ambigüedad en la sincronización de la transferencia de responsabilidades de gasto con el aumento de recursos. La falta de claridad en este aspecto podría resultar en desequilibrios presupuestarios a mediano y largo plazo, especialmente si las cifras no cumplen con el objetivo del 39.5%. En efecto, el aumento proyectado de las transferencias del SGP al 7.2% del PIB para el final del período de transición intensificaría la rigidez fiscal, elevando los gastos inflexibles a cerca del 80% de los ingresos corrientes. Esto limitaría la capacidad del gobierno central para manejar shocks económicos y aplicar políticas contracíclicas, aumentando la probabilidad de rebajas en la calificación crediticia y presionando la deuda pública hacia niveles insostenibles, hasta un 71% del PIB, según advierten expertos.



5

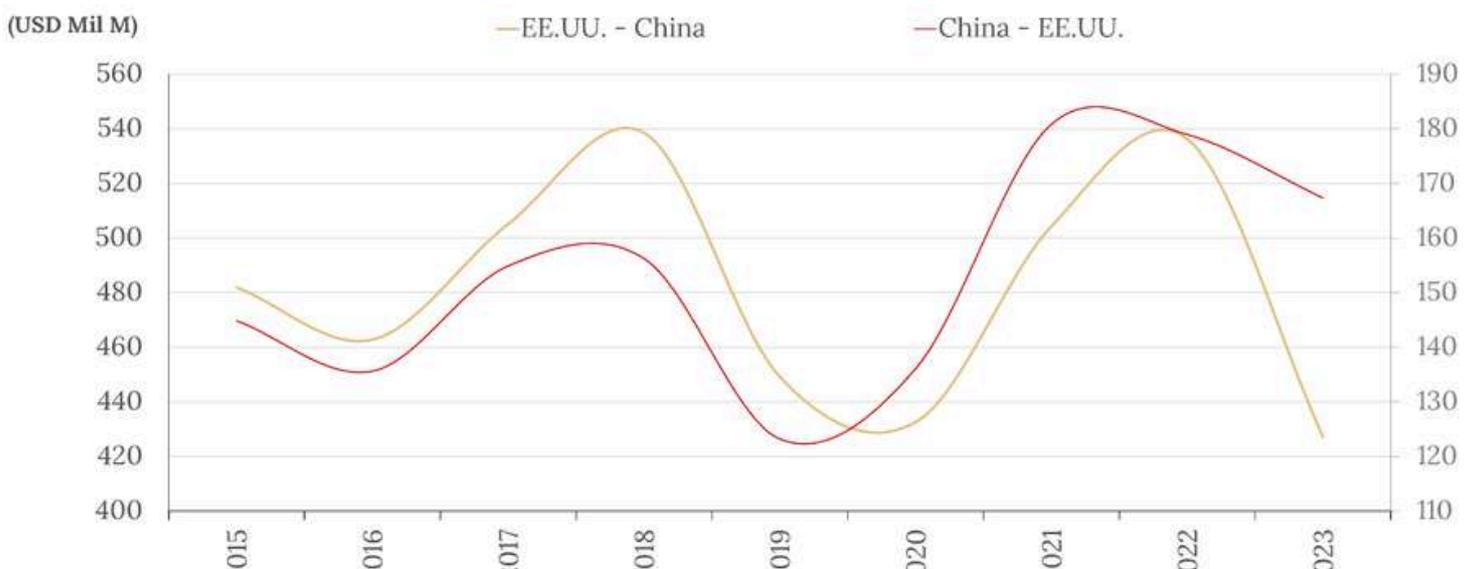
Renta Variable

A inicios de 2024, los operadores se centraron en cuatro temas clave: las acciones tecnológicas, la política macroeconómica, la probabilidad de una recesión y las tensiones geopolíticas. El panorama finalmente ha cambiado con el esperado primer recorte de tasas por parte de la Reserva Federal, lo que abre una nueva forma de ver el mercado hacia adelante. Creemos que los mercados seguirán enfocados en los mismos factores en 2025, con un mayor énfasis en el comercio internacional, especialmente tras los resultados de las elecciones en EE.UU.

Aún con los riesgos de sobrevaloración, el mercado estadounidense sigue siendo atractivo. Sin embargo, observamos un cambio en la narrativa: la diversificación empieza a ganar protagonismo. Inversionistas más conservadores podrían volcarse hacia Europa, mientras que aquellos con mayor tolerancia al riesgo podrían encontrar oportunidades en Latinoamérica. La rápida disminución de la inflación en los mercados desarrollados significa que el apetito de los inversionistas dependerá en gran medida de las expectativas de crecimiento económico. En EE.UU., un crecimiento aún positivo y una inflación controlada fortalecen la confianza en la Reserva Federal y el escenario de un "aterrizaje suave". En Europa, el reto será evitar una estanflación.

En los mercados emergentes, la atención se centrará en China, especialmente después de los recientes paquetes de estímulo económico. Si la debilidad económica persiste, el mercado podría interpretar las medidas como insuficientes e ineficaces. Además, los resultados de las elecciones en EE.UU. influirán en las relaciones comerciales entre ambos países. Una victoria republicana podría intensificar las restricciones comerciales hacia China, lo que disminuiría el apetito por activos en la mayor economía asiática.

Gráfica 63. Importaciones entre EE.UU. y China



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

| Estados Unidos

Las acciones han sostenido una tendencia alcista durante 2024, desafiando las predicciones de muchos analistas. El S&P 500 ha registrado un rendimiento del 21% hasta octubre, alcanzando en algunos meses nuevos máximos históricos. Mientras que el crecimiento en el primer semestre fue impulsado principalmente por el sector tecnológico (liderado por Nvidia), el optimismo del segundo semestre ha sido más impulsado por factores macroeconómicos. En nuestro escenario base de mejores resultados en sectores tradicionales, anticipamos un rango para el S&P 500 entre 6,200 a 6,800 puntos.

a. Mejores utilidades por acción serían positivas

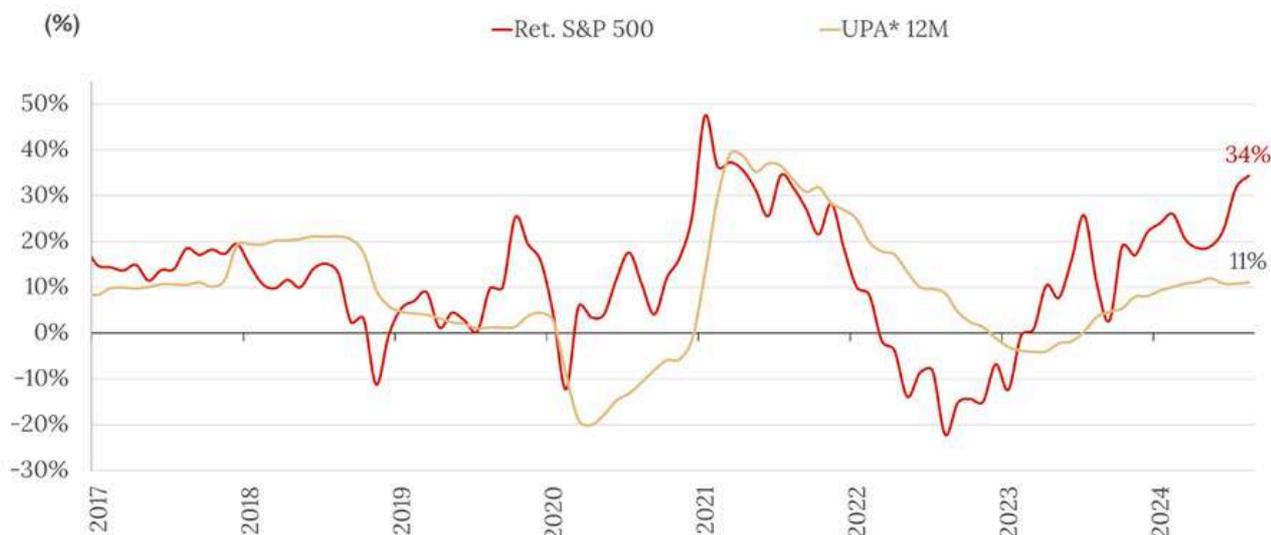
Desde finales de 2021, los analistas ajustaron sus expectativas sobre los resultados de las empresas del mercado estadounidense, anticipando un endurecimiento en la política monetaria. Se esperaba una desaceleración en las utilidades de la mayoría de los sectores debido al aumento de los costos de financiamiento y producción, lo que impactó al mercado a lo largo de 2022 y parte de 2023. Sin embargo, en 2023, el interés se centró en las acciones tecnológicas, impulsadas por la demanda de chips de inteligencia artificial, especialmente en Nvidia.

“Una estrategia que considere una exposición equilibrada, como la del S&P 500 Equal Weight, permitiría mitigar la volatilidad inherente a las grandes fluctuaciones”

En 2024, el enfoque del mercado volvió a centrarse en la fortaleza general de la economía. Los sectores que habían mostrado debilidad en 2023 comenzaron a reportar mejoras, lo que ofrece una perspectiva más positiva para 2025. Este escenario coincide con los recortes de tasas de la Reserva Federal, que podrían dar un impulso adicional a la economía.

Frente a este panorama, una estrategia que considere una exposición equilibrada, como la del S&P 500 Equal Weight, permitiría mitigar la volatilidad inherente a las grandes fluctuaciones observadas en las acciones tecnológicas. No obstante, este escenario depende en gran medida de la posibilidad de un "aterrizaje suave", es decir, un ciclo de política monetaria más flexible que permita un crecimiento económico sostenido.

Gráfica 64. Utilidades por acción (UPA) esperadas frente al retorno del S&P 500



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

b. Tasas más bajas, sectores más atractivos

Con la flexibilización del ciclo monetario, anticipamos que algunos sectores del mercado comenzarán a mostrar un crecimiento en sus ingresos que atraerá la atención de los inversores. Se espera que el crecimiento promedio de los ingresos del S&P 500 para 2025 ronde el 14%. Los sectores con perspectivas más positivas incluyen salud, materiales, consumo discrecional, financiero, telecomunicaciones, industrial e inmobiliario.

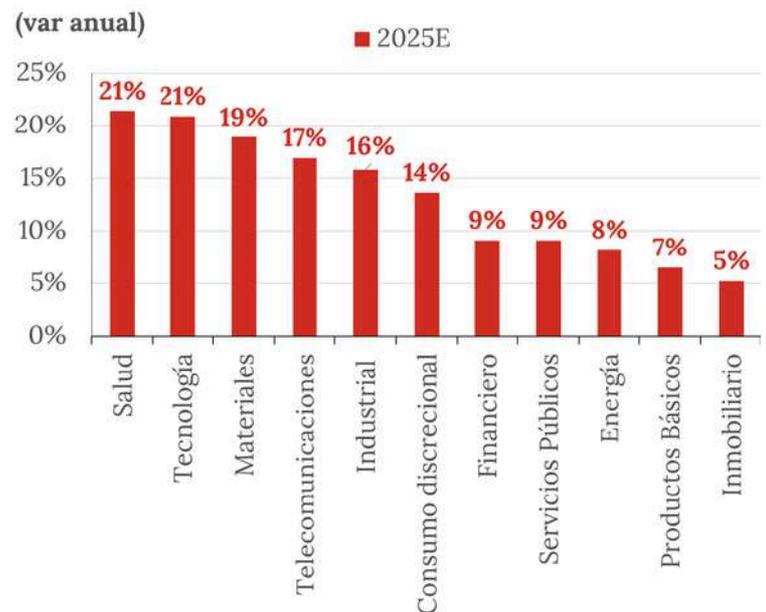
En el sector financiero, proyectamos una buena dinámica en 2025, impulsada por un mayor apetito por crédito y menores costos de financiamiento. El sector inmobiliario también se beneficiaría de una reducción en las tasas hipotecarias. En cuanto a los sectores de materiales, industrial y consumo discrecional, estos podrían destacar en un escenario de recuperación económica, particularmente en la manufactura, que ha mostrado debilidad durante el último año.

Los sectores de salud y telecomunicaciones, por su naturaleza defensiva y su rol fundamental en la economía, tienen perspectivas favorables, con expectativas de crecimiento de ingresos para 2025. Finalmente, consideramos que el sector energético, especialmente el de petróleo, será de gran interés. Esto se debe al comportamiento reciente del crudo, que podría mantenerse por debajo de los USD\$78/barril debido a la debilidad en la demanda proyectada para China y el probable fin de los recortes de producción por parte de la OPEP+. Además, las tensiones geopolíticas en regiones clave para la producción y transporte de hidrocarburos mantendrán altos niveles de volatilidad en este sector.

Gráfica 65. Termómetro sectorial para el S&P 500

Sector	Negativo	Neutral	Positivo
Salud			■
Productos Básicos		■	
Materiales			■
Consumo discrecional			■
Tecnología		■	
Financiero			■
Servicios Públicos		■	
Energía	■		
Telecomunicaciones			■
Industrial			■
Inmobiliario			■

Gráfica 66. Expectativas de crecimiento en ingresos



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores - Factset

Posicionamiento por región

Los mercados emergentes, con énfasis en China, captarán la atención de los inversores en 2024, tras un fuerte impulso que ha generado dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo. En este contexto, la valoración por región será cada vez más importante, destacando a Latinoamérica y Europa como regiones de interés.

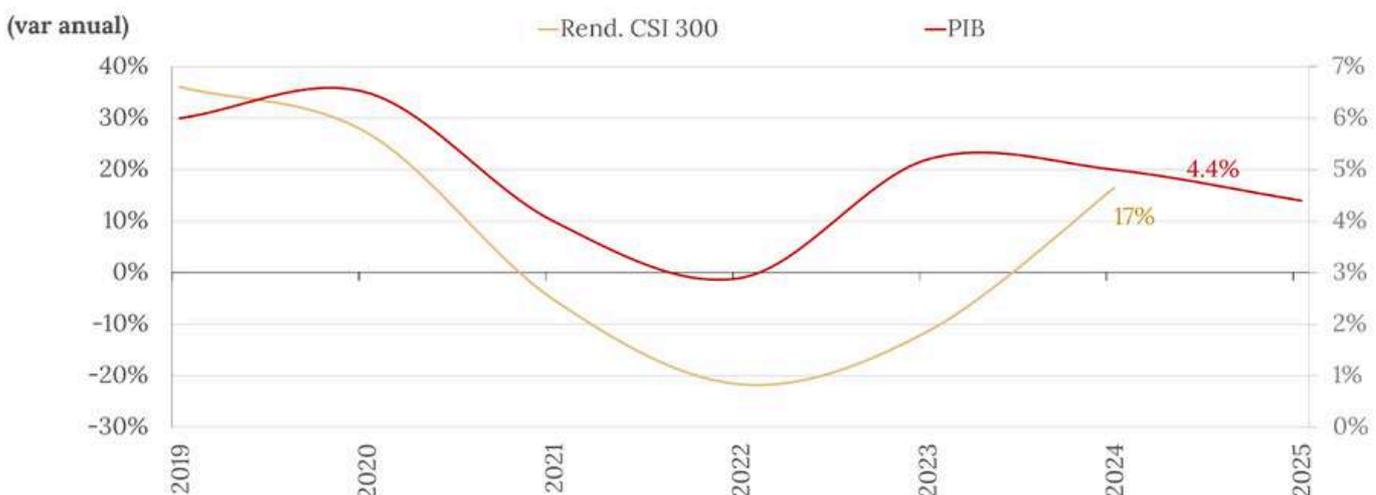
a. Forzando el crecimiento

En China, el sentimiento inversionista durante el primer semestre de 2024 reflejó la incertidumbre observada desde 2022, con expectativas incumplidas sobre la recuperación económica post-pandemia. La caída en los mercados accionarios chinos llevó a los inversores a buscar activos más atractivos, como las acciones tecnológicas en EE.UU. y Japón. Sin embargo, el reciente paquete de estímulos anunciado por las autoridades chinas renovó el interés por el mercado accionario local, aunque los esfuerzos anteriores no han logrado efectos sostenidos a mediano y largo plazo.

La implementación de estos estímulos parece dirigida a mitigar la decepción ante un crecimiento económico más débil de lo previsto. A pesar de que el mercado chino ha mostrado una desconexión entre el rendimiento accionario y el crecimiento económico, los inversores parecen anticipar un impacto positivo de las medidas. Sin embargo, el éxito de estas dependerá de un apoyo constante y reformas adicionales.

A pesar del renovado optimismo, las proyecciones de crecimiento para China en 2025 se mantienen modestas. Bloomberg estima un crecimiento del PIB del 4.5%, mientras que el Banco Mundial prevé un 4.3%. Esto genera dudas sobre la sostenibilidad del reciente repunte y sugiere un escenario de alta volatilidad para el mercado chino en 2025. Por tanto, mantenemos una postura neutral hacia las acciones en China, ante la posibilidad de que el optimismo actual sea transitorio.

Gráfica 67. Crecimiento del PIB de China frente al Rendimiento del CSI 300



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

b. Más baratos, mejores expectativas

Considerando la dinámica de los mercados de renta variable internacional en 2024, anticipamos que los inversores podrían comenzar a enfocarse en regiones con mayor potencial de valorización. Aunque los múltiplos de valoración en EE.UU. seguirán siendo elevados, no prevemos una corrección significativa en el S&P 500, sino una rotación sectorial. Cabe destacar que el múltiplo P/E del índice aún se mantiene por debajo de su máximo de los últimos cinco años, lo que podría dar espacio para nuevas oportunidades en sectores específicos.

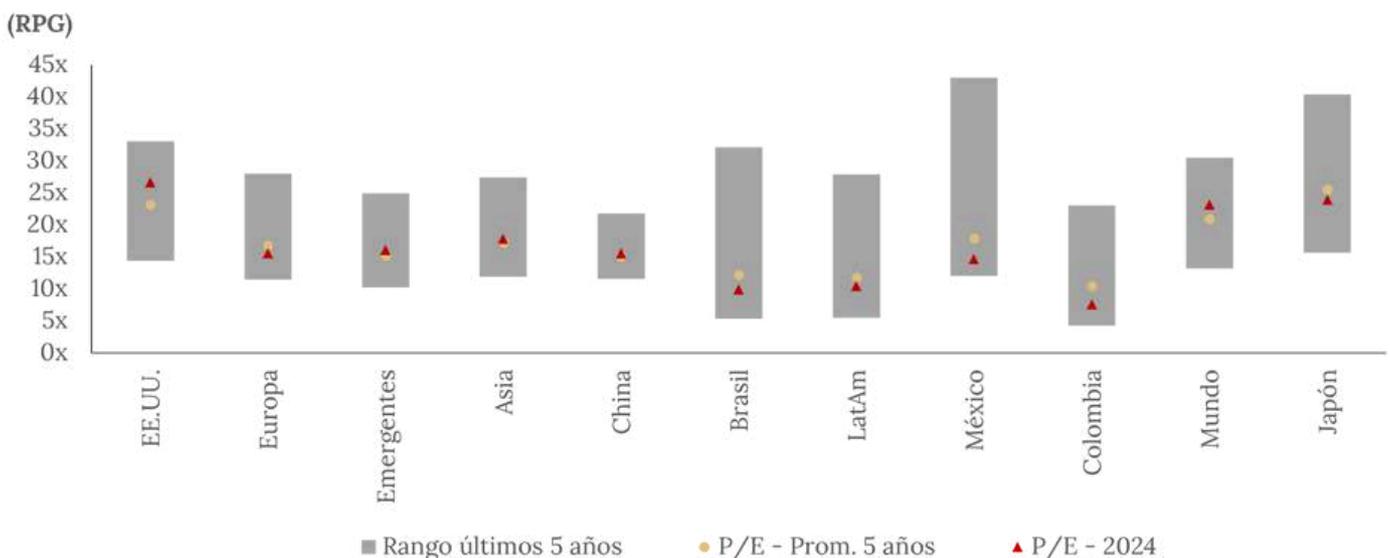
“Latinoamérica ofrece un atractivo potencial de valorización”

Parte del exceso de rentabilidad de los inversores globales podría redirigirse hacia mercados que han mostrado un mayor rezago en los últimos años. En este sentido, destacamos el potencial de valorización de las acciones en Europa y Latinoamérica. Sin embargo, ambas regiones presentan riesgos importantes que deben ser monitoreados. En Europa, la recuperación económica será clave, particularmente en Alemania, y el entorno geopolítico, incluyendo el conflicto entre Rusia y Ucrania o en Medio Oriente, el cual podría añadir volatilidad, dada la cercanía de Europa a estas zonas de tensión.

Por su parte, Latinoamérica ofrece un atractivo potencial de valorización, especialmente considerando que el índice MSCI LatAm ha registrado una caída del -17% en lo que va del año, muy por debajo del desempeño de los mercados globales, representado por el MSCI World. No obstante, los inversores seguirán atentos a riesgos políticos y económicos en la región, tales como las reformas en México, la situación fiscal en Brasil, y la evolución de los precios de las materias primas.

A nivel local, identificamos una subvaloración que podría ser atractiva para estrategias de diversificación internacional, incluso si los precios de las materias primas no juegan un rol central en 2025. Las perspectivas de un mejor crecimiento económico en Colombia, junto con una posible flexibilización en la política monetaria y el inicio del ciclo electoral hacia 2026, podrían aumentar el atractivo de las acciones locales.

Gráfica 68. Valoración por múltiplos global



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Local: Un panorama más optimista

A nivel local esperamos que las acciones colombianas sean más atractivas para los inversionistas internacionales, consideramos que un menor atractivo en los activos de renta fija para las personas naturales, retornos por dividendos competitivos y un crecimiento económico sostenido serían factores propicios para un buen desempeño del MSCI Colcap durante 2025.

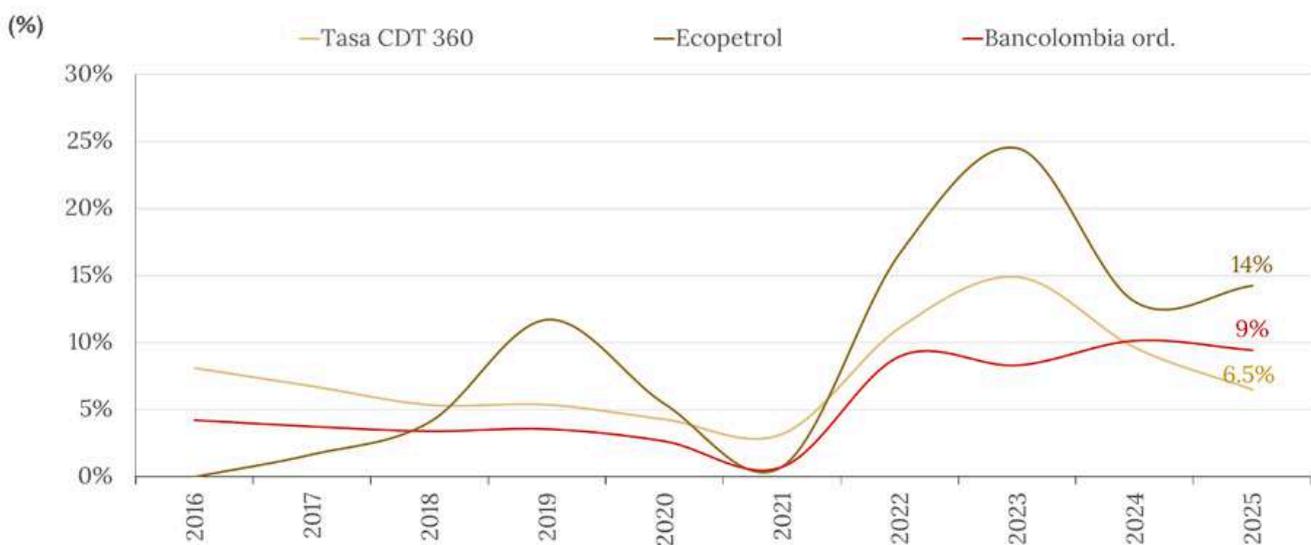
a. La contienda entre acciones y renta fija

Un factor relevante para la renta variable durante 2025 será la menor rentabilidad de los activos de renta fija en el mediano y largo plazo. Lo anterior teniendo en cuenta el ciclo de flexibilización de la política monetaria a nivel local. Adicionalmente, los vencimientos de los CDTs durante 2024 podrían abrir la posibilidad de una redirección en la liquidez que dejan estos activos.

Esto sin tener en cuenta un escenario de valorizaciones en activos de renta fija como los TES o títulos en el exterior, que podrían tener el mismo efecto positivo sobre la renta variable local. Sin embargo, es importante tener en cuenta que esto dependerá de la velocidad con la que se realicen los recortes de tasa de interés por parte del Banco de la República, por lo que este será un factor de mediano - largo plazo, para los activos locales.

Al contrastar los activos por rentabilidad, observamos que para nuestras estimaciones a 2025, a pesar de la caída en el retorno por dividendo de las acciones de Ecopetrol y Bancolombia, su retorno por dividendo podría superar la rentabilidad ofrecida por los CDTs a final de año. Adicionalmente, esto podría ser un efecto prolongado para los activos del mercado local, por lo que no aprovechar niveles de cotización atractivos podría impactar la rentabilidad.

Gráfica 69. Retorno por dividendos vs Tasa CDTs



Fuente: Banco de la República - Investigaciones Económicas Accivalores

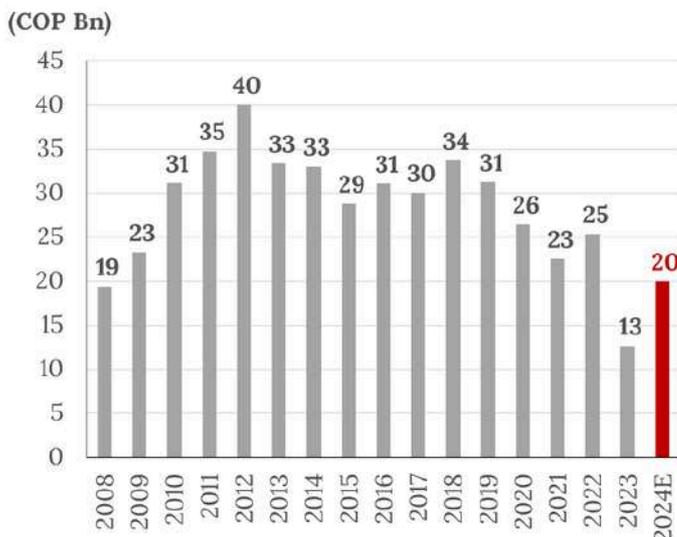
b. La liquidez se incrementa pero, a bajo ritmo

Entre los principales retos para el mercado colombiano en 2025 está la baja liquidez y los volúmenes de negociación de las acciones locales. Este problema ha afectado al índice MSCI Colcap y a la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) desde 2018, cuando los volúmenes de negociación empezaron a caer. Desde entonces, se ha visto una disminución significativa del apetito por activos locales, lo que se agravó con la exclusión de Ecopetrol del MSCI Colombia en 2022 y la eliminación del índice MSCI Small Cap en 2023, que incluía acciones de Cementos Argos y Grupo Argos.

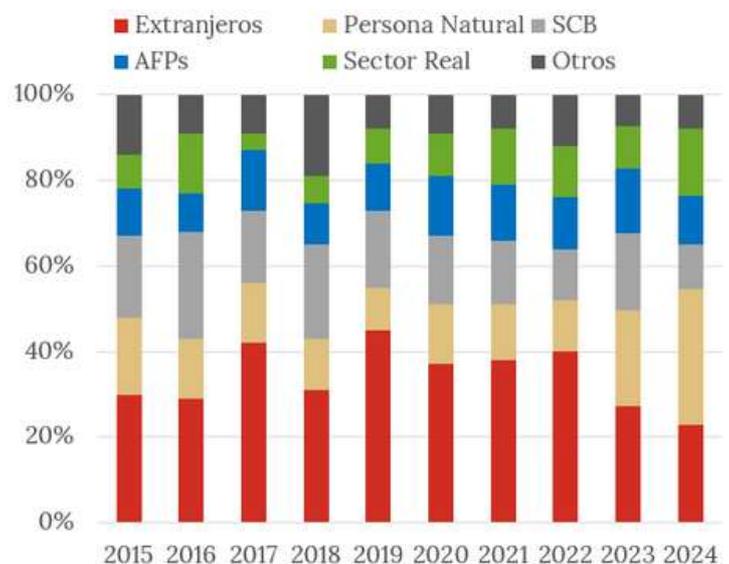
La incertidumbre política también ha jugado un rol importante, especialmente tras las elecciones de 2022. Los inversionistas, preocupados por la inestabilidad y las nuevas reformas propuestas, optaron por activos más seguros. A pesar de la elección del nuevo presidente, el mercado local no se ha recuperado rápida y completamente, siendo la volatilidad una constante, afectando el apetito por la inversión.

Esto ha llevado a una reducción en la participación de dos grandes actores del mercado: los inversionistas extranjeros y las AFPs. Aunque los extranjeros han sido compradores netos de acciones, han reducido su presencia en el mercado, de la misma forma las AFPs se han convertido en los mayores vendedores netos del año junto con una menor participación. A pesar de esto, en 2024 se ha visto una leve recuperación en los volúmenes de negociación, superando los niveles de 2023. Sin embargo, para que esta tendencia continúe, es crucial un mejor crecimiento económico, menor percepción de riesgo y un renovado interés de las AFPs por las acciones locales.

Gráfica 70. Volúmenes de negociación del Colcap



Gráfica 71. Participación de los agentes del mercado



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores - BVC - Estimaciones propias

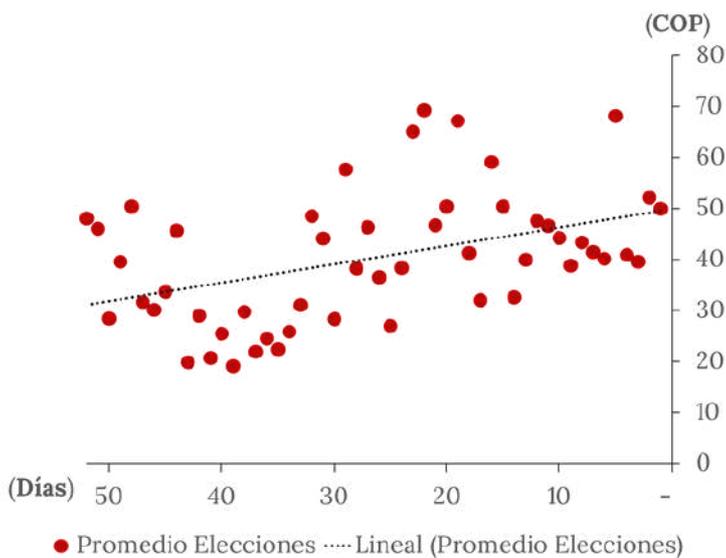
c. Mayores oportunidades en medio de la volatilidad

Las elecciones podrían desempeñar un papel crucial en 2025, ya que el mercado local comienza a prepararse emocionalmente para la contienda electoral. La comparación del comportamiento del mercado durante elecciones pasadas es limitada, dado que el contexto actual es más similar al de 2022, no se puede identificar un patrón claro en cuanto a los rendimientos del MSCI Colcap previo a elecciones. Sin embargo, algo que sí resulta relevante es la volatilidad.

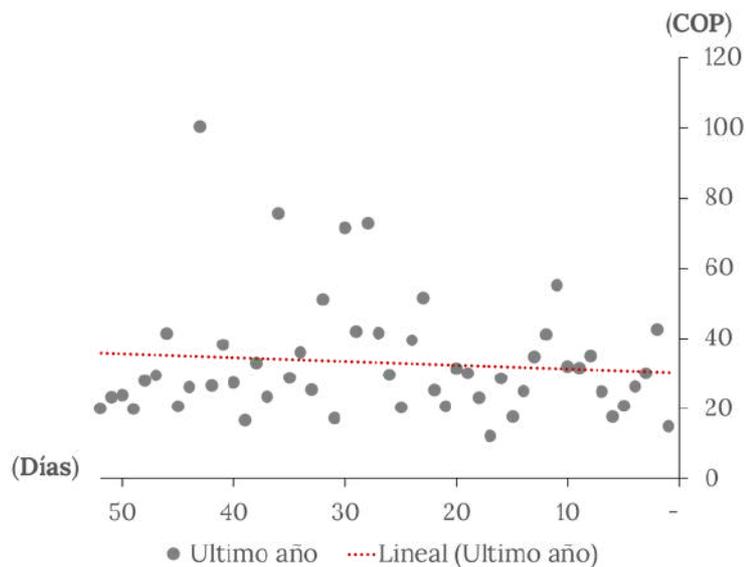
Al analizar el comportamiento del índice en el año anterior a las elecciones, se puede observar un patrón estacional de volatilidad. El MSCI Colcap enfrenta tres períodos clave de alta volatilidad en ese período previo a las elecciones. El primer pico ocurre en las semanas iniciales, cuando el mercado aún desconoce a los candidatos y sus propuestas, lo que incrementa la especulación. El segundo periodo de volatilidad aparece hacia la mitad del año, cuando los inversores tienen más claridad sobre los planes de gobierno y comienzan a evaluar sus posibles implicaciones económicas. Finalmente, la tercera fase de alta volatilidad tiene lugar durante las últimas cinco semanas antes de la segunda vuelta electoral, cuando el mercado ya ha descontado gran parte de los riesgos asociados a los candidatos y sus probabilidades de victoria.

Aunque es difícil predecir si el mercado local experimentará un rally pre-electoral motivado por un posicionamiento fundamental, lo cierto es que la volatilidad tiene una alta probabilidad de aumentar en 2025, lo que abriría oportunidades para los inversores. A esto se suma que, al comparar la volatilidad reciente del mercado local, se ha observado una tendencia a la baja en el último año, lo que sugiere que el mercado podría estar entrando en una fase de menor estrés, quizás anticipando el inicio de un rally navideño.

Gráfica 72. Volatilidad del Colcap pre-elecciones



Gráfica 73. Volatilidad del Colcap en el último año



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Emisores: Aún con alto potencial de valor

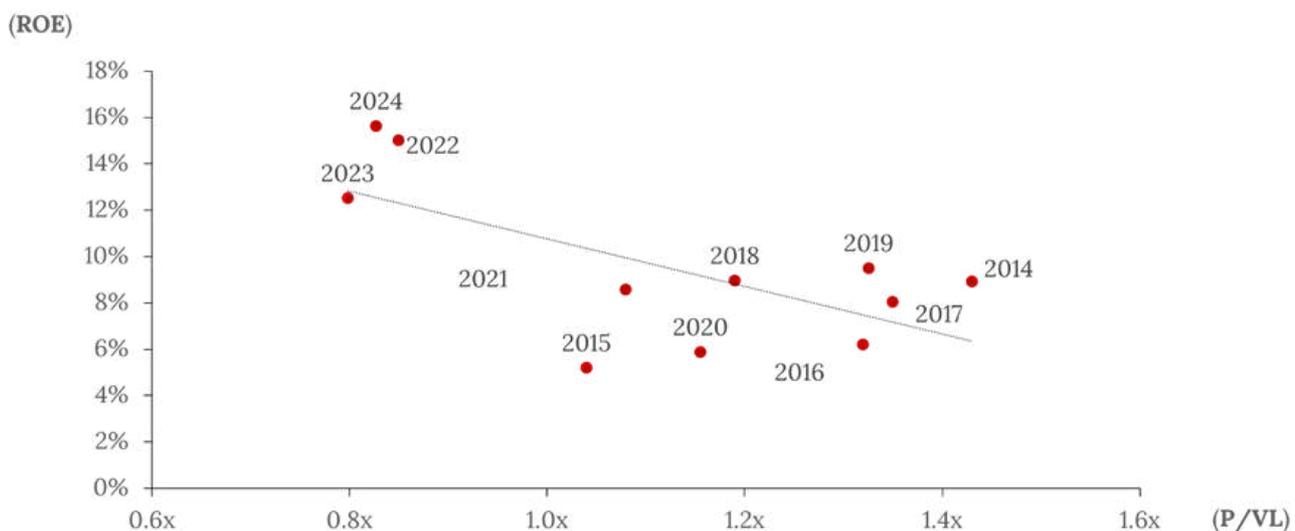
En contraste con 2023, las acciones del índice local han mostrado una dinámica más favorable en 2024, impulsadas por una acelerada recuperación durante la primera mitad del año. Hasta la fecha, el MSCI Colcap acumula una valorización del 12.4%, aunque este avance ha sido en parte moderado por una caída en el segundo semestre. Consideramos que las acciones locales aún están subvaloradas en relación con sus fundamentales, lo que sugiere un margen para observar mayores valorizaciones en varios activos de la canasta del índice.

Este potencial de apreciación se refleja en el múltiplo de precio a valor en libros, que actualmente se sitúa en 0.78 veces, evidenciando el descuento patrimonial que enfrentan las compañías locales. Al comparar con el múltiplo promedio de los últimos cinco años, de aproximadamente 0.94 veces, observamos una indicación adicional de subvaloración en estos activos.

Además, al analizar el rendimiento sobre el patrimonio (ROE), encontramos que, en los últimos tres años, el ROE de los activos del índice local ha superado los niveles de años anteriores. Sin embargo, esta mejora en el rendimiento no se ha reflejado en las valoraciones de los activos, que siguen mostrando un descuento patrimonial atribuible, probablemente, a factores externos al desempeño financiero de las empresas. Esto podría representar una oportunidad de valorización en las acciones del índice si estos factores externos se disipan.

“Consideramos que las acciones locales aún están subvaloradas en relación con sus fundamentales”

Gráfica 74. Relación entre múltiplos y rendimiento sobre patrimonio (ROE)



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

a. Ecopetrol

Valor Justo: COP\$2,120 | Mantener | Potencial de Valorización: 23%

Ecopetrol ha enfrentado un 2024 complicado, en el que varios factores han llevado a que su cotización regrese a niveles prepandemia, a pesar de que los precios del petróleo no reflejan el descuento significativo del activo.

Abaratamiento del activo:

Actualmente, Ecopetrol cotiza a un múltiplo de 1 vez valor en libros, un nivel históricamente bajo. Esto sugiere una posible "subvaloración", ya que su múltiplo promedio a lo largo del tiempo ha sido significativamente mayor, cerca de 1.5 veces.

Dividendo atractivo:

Para 2025, proyectamos un dividendo de COP\$248/acción. Aunque es inferior a los de los últimos tres años, sigue siendo atractivo, con un rendimiento cercano al 14% a precios actuales. Este dividendo, menor al estimado por el gobierno en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), generaría ingresos por COP\$9 billones, frente a los COP\$11 billones previstos, lo que podría generar especulación sobre el ratio de distribución para 2025.

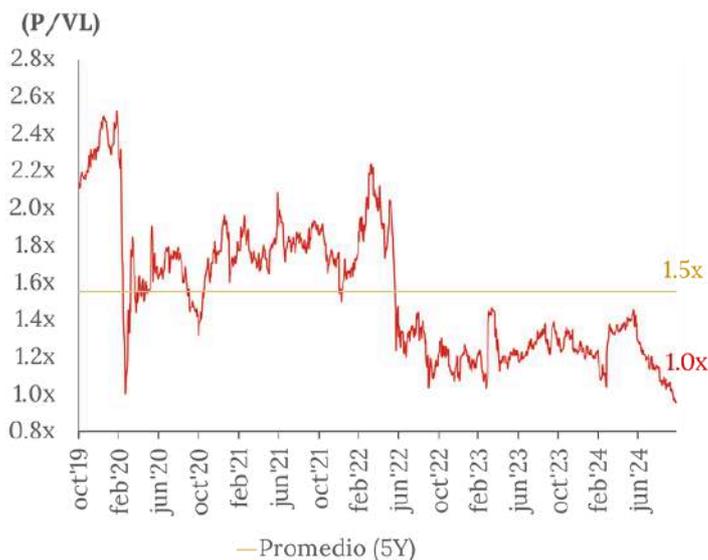
Menores precios del petróleo:

En el segundo semestre de 2024, los precios del petróleo retrocedieron significativamente, afectando a Ecopetrol y al sector en general. El crudo se ha desvalorizado un -11%, lo que implica menores ingresos para la compañía en el 2024 y para el 2025. Se espera que los precios continúen bajando debido al aumento de la oferta mundial que supera la demanda, presionando aún más el mercado.

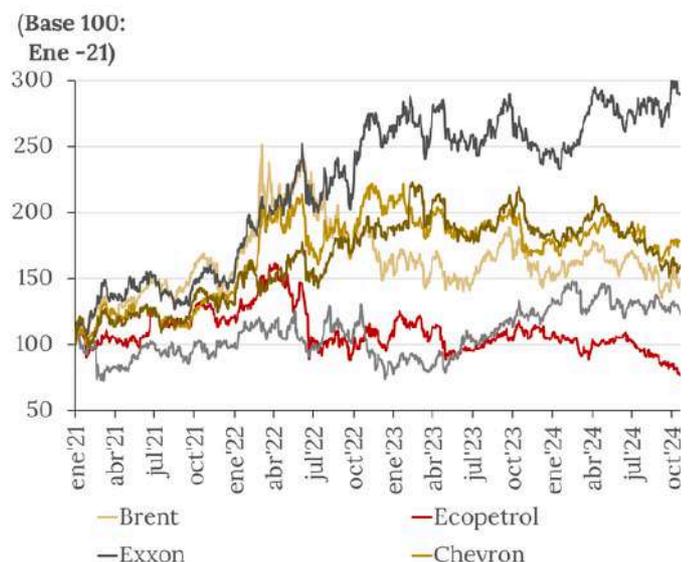
Factores de incertidumbre corporativa podrían haber influido en el mayor descuento:

Ecopetrol ha atravesado importantes cambios en su gobierno corporativo, con modificaciones en su alta dirección y Junta Directiva. Sin embargo, estos cambios no han mejorado la confianza de los inversores, en parte debido a las investigaciones al presidente de la compañía. Esta incertidumbre podría explicar el mayor descuento de Ecopetrol frente a sus pares internacionales, siendo uno de los activos más castigados dentro del sector energético.

Gráfica 75. Múltiplo precio/valor en libros



Gráfica 76. Ecopetrol vs Comparables



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

b. Bancolombia

Valor Justo: COP\$46,300 | Sobreponderar | Potencial de Valorización: 23% | Top Pick

Bancolombia cumplió nuestras expectativas de recuperación en 2024, impulsado por sólidos resultados y un mayor atractivo para el sector bancario tanto a nivel local como internacional. El activo ha sido escogido por segundo año consecutivo como Top Pick, luego de mostrar una valorización del 33% en el año corrido.

Un retorno del patrimonio alto (ROE) entre sus pares:

Esperamos que el ROE de Bancolombia se mantenga estable, alcanzando un 14% en 2024 y un 17% en 2025, niveles superiores al costo de capital estimado en 11.8% y al promedio del sistema financiero (7.59%). Esto refleja la fortaleza del banco en términos de rentabilidad.

Diversificación de la cartera se mantiene:

Proyectamos un incremento en la participación del sector de consumo dentro de la cartera de créditos, subiendo de 26.2% en 2024 a 27.4% en 2025. Esta diversificación responde a una recuperación económica esperada y a menores tasas de interés que podrían impulsar la demanda de crédito. Por otro lado, el segmento comercial podría reducir ligeramente su participación de 49.9% a 48.8%.

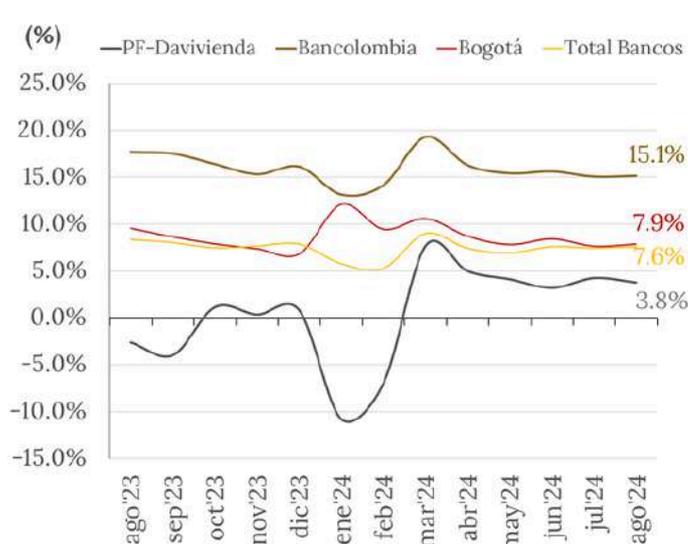
Indicadores de calidad de cartera se mantienen alineados:

El índice de cartera vencida de Bancolombia se mantuvo estable en 2024, cerrando en 4.81%, por debajo del promedio del sistema bancario (5%). Dinámica que esperamos se mantenga hacia 2025, lo que subraya una gestión adecuada de riesgos y de la calidad de la cartera.

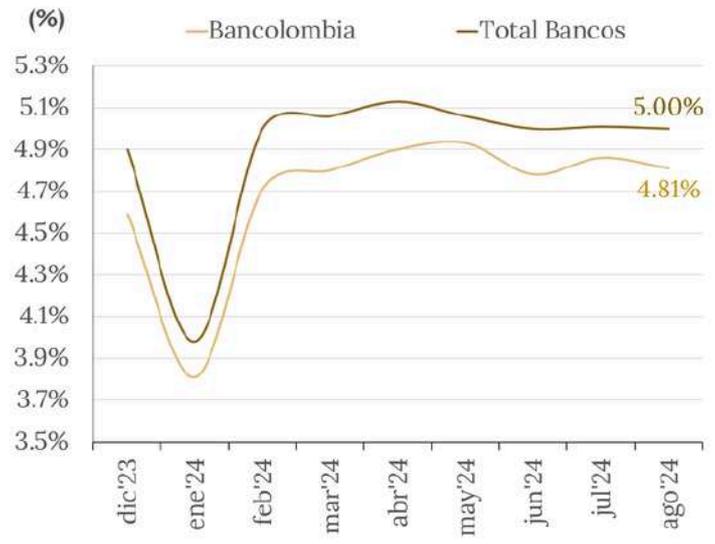
Mayor competencia por la entrada de los Neobancos:

La entrada de neobancos en Colombia, especialmente Nubank, representa un desafío significativo para Bancolombia, ya que estos competidores ofrecen productos con tasas atractivas, como cuentas de ahorro. El banco deberá enfocarse en retener su cuota de mercado frente a esta creciente amenaza.

Gráfica 77. Comparativo de retorno del patrimonio (ROE)



Gráfica 78. Indicadores de calidad de carteras



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

Valor Justo: COP\$4,000 | Sobreponderar | Potencial de Valorización: 59% | Top Pick

GEB ha mostrado resiliencia en 2024, cumpliendo con nuestras expectativas, a pesar de desafíos como la disminución de la inflación y el fenómeno de El Niño. El activo fue escogido como nuestro Top Pick por segundo año consecutivo, tras registrar una valorización del 33% en el año.

Resultados financieros sólidos:

Esperamos un 2025 positivo para GEB, a pesar de una moderación en algunos rubros como la utilidad neta. Proyectamos que el margen neto suba del 35% en 2024 al 37% en 2025, con especial atención en la eficiencia de los gastos administrativos.

Los dividendos seguirán siendo atractivos:

Mantenemos una postura optimista sobre los dividendos de GEB, esperando que el ratio de pago se mantenga en línea con 2024. Proyectamos un dividendo de COP\$271/acción para 2025, lo que representa un aumento de ~8% y un rendimiento competitivo cercano al ~11%.

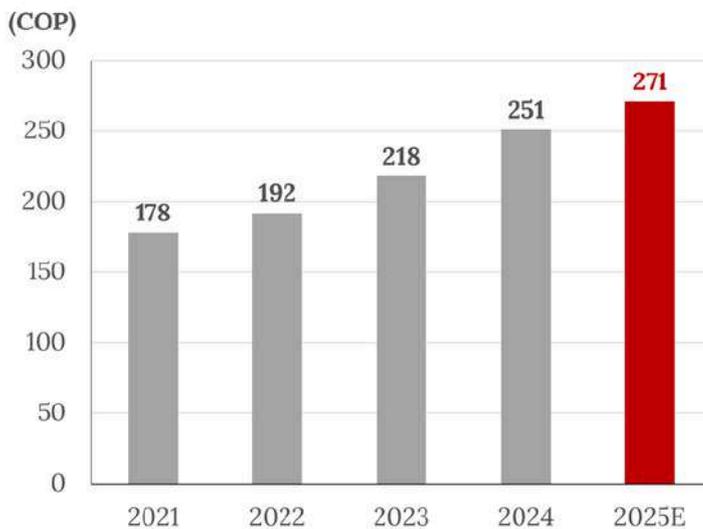
La compañía sigue agregando nuevos proyectos:

GEB continúa consolidando nuevos proyectos, particularmente en el sector energético. Durante 2024, se registraron avances en más de seis proyectos en los segmentos de transmisión, distribución y generación. Seguiremos de cerca el desarrollo del proyecto Colectora y el flujo de caja distribuible de Argo en Brasil.

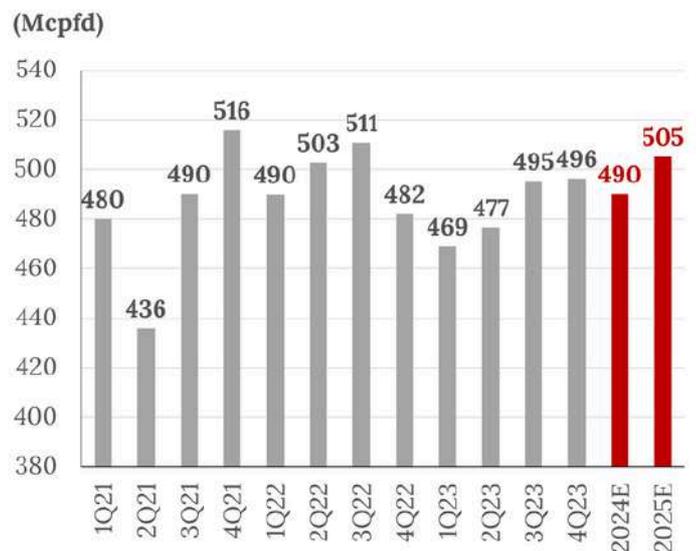
El comportamiento de TGI y el sector de gas será altamente relevante:

Ante la posible escasez de gas en 2025-2026, la relevancia de TGI aumentará. Nos preocupa la corta vida de los contratos en firme, que actualmente es de 3.07 años y el descenso en su número, de 585 en 1T23 a 474. Sin embargo, esperamos que este impacto se mitigue con un aumento en los volúmenes transportados, de 496 Mcpfd en 2024 a 504 Mcpfd en 2025, debido a la creciente demanda de gas.

Gráfica 79. Estimaciones de dividendos del activo



Gráfica 80. Volúmenes transportados por TGI



Fuente: TGI - Investigaciones Económicas Accivalores - Estimaciones propias

d. Mineros

Valor Justo: COP\$6,600 | Sobreponderar | Potencial de Valorización: 77% | Top Pick

Mineros tuvo un desempeño sobresaliente en 2024, alineado con nuestra recomendación, aunque mantuvimos una posición de “mantener” debido a la baja liquidez del activo. Para 2025, la compañía ingresa a nuestro Top Pick tras ser la acción con mayor valorización en el año (+99%).

Los precios del oro seguirán apoyando al activo:

Proyectamos un 2025 favorable para Mineros, respaldado por un entorno positivo en los precios del oro. Anticipamos que el oro cierre 2024 en USD\$2,700/oz, con un alza a USD\$2,800/oz en 2025, ligeramente más conservador que el consenso del mercado, que espera niveles cercanos a USD\$2,836/oz.

Un dividendo atractivo y en dólares:

Preveamos un aumento del dividendo del 55% en 2024, alcanzando USD\$0.15/acción o COP\$600/acción (TRM: 4,100), lo que implica un rendimiento por dividendo del 9.1%. Además, la exposición al dólar en el pago añade atractivo para los inversionistas.

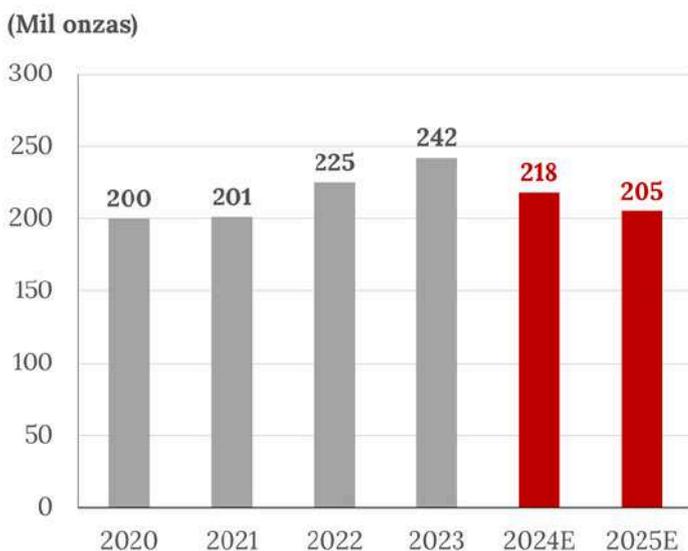
La producción de la compañía mantiene la senda:

Aunque la venta de la mina Gualcamayo ajustó las expectativas de producción, creemos que esto favoreció la valorización del activo. Estimamos una producción de 218 koz de oro para 2024, en línea con el guidance (209-229 koz), y una leve reducción a 205 koz en 2025, sin considerar los proyectos exploratorios Luna Roja y Porvenir.

Regulación sobre el sector minero-energético será clave:

El principal riesgo para Mineros sigue siendo la regulación en el sector, especialmente en temas medioambientales. El decreto 044 del Ministerio de Ambiente, que permite la creación de reservas ambientales en cualquier parte de Colombia, ha impactado negativamente al sector, reduciendo la inversión extranjera directa en un 28%, según la Asociación Colombiana de Minería (ACM).

Gráfica 81. Producción de oro estimada



Gráfica 82. Comportamiento de los precios del oro



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores - Estimaciones propias

e. Nubank

Valor Justo: COP\$90,000 | Sobreponderar | Potencial de Valorización: 27% | Top Pick

En línea con nuestras mejores perspectivas para el sector financiero tanto a nivel internacional como local, hemos incluido a Nubank entre nuestro Top Picks del 2025. Lo anterior incluso después de una valorización en el año corrido de +77% (en dólares) por parte del activo en lo corrido del 2024.

Mejores utilidades, mejores perspectivas:

Observamos una alta correlación (83%) entre el desempeño de la acción y la percepción de los beneficios de Nubank desde su salida a bolsa en 2021. Las utilidades del banco superaron las expectativas en 2023, y lo mismo esperan los analistas para 2024 (+85% a/a) y 2025 (+43% a/a), lo que deja margen para una valorización adicional del activo en 2025.

El crecimiento de la base de clientes continúa mejorando:

Nubank ha tenido un crecimiento anual compuesto del 18% en su base de clientes en los últimos cuatro años, lo que refleja su capacidad para ganar cuota de mercado. Actualmente cuenta con 104 millones de clientes, y este número podría seguir aumentando, impulsado por su expansión en México y Colombia, replicando el éxito que ha tenido en Brasil.

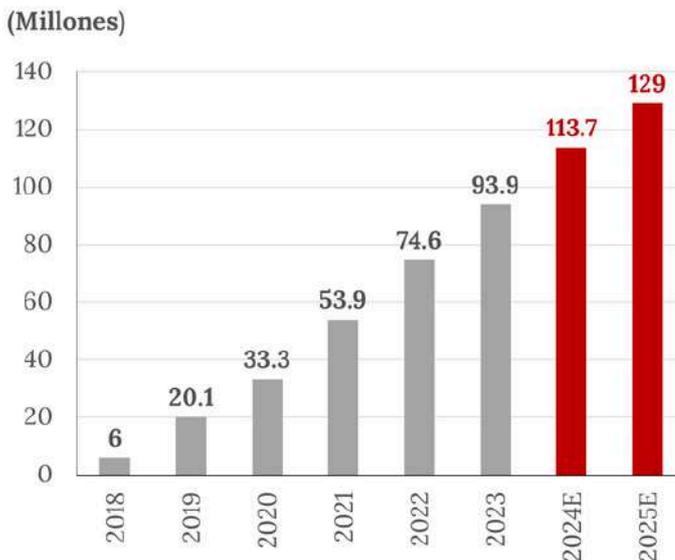
La rentabilidad patrimonial (ROE) seguirá siendo fundamental:

Nubank registró un ROE del 15% en 2023, con la expectativa de que este indicador cierre en 28% en 2024 y siga en alza en 2025 (32%). Esto posiciona a Nubank como un competidor serio en términos de rentabilidad, comparándose con bancos como Bancolombia, Banco de Chile, Banco Santander e incluso JP Morgan, cuyos ROE están por debajo de lo que Nubank podría alcanzar.

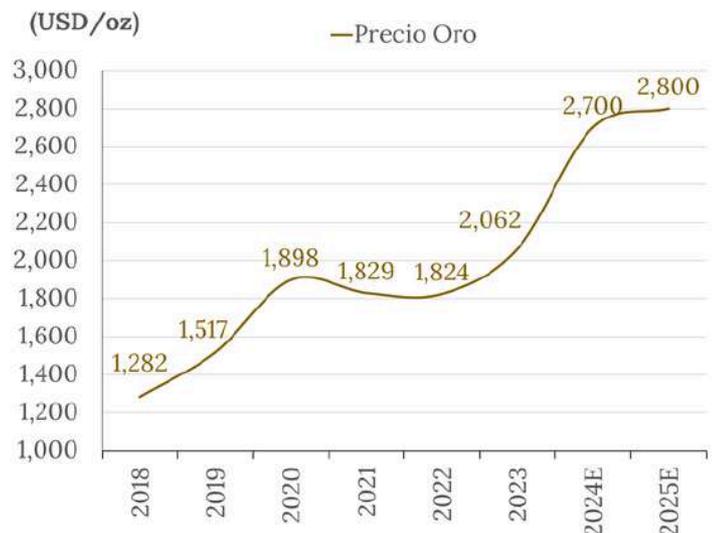
Atentos a los indicadores de cartera vencida:

Seguimos de cerca los indicadores de cartera vencida, especialmente por el aumento en los plazos mayores a 90 días desde 2022 y la estabilidad en los plazos de 15 a 90 días. La expansión de Nubank a nuevas regiones, como Colombia y México, podría aumentar estos riesgos en un escenario pesimista, lo que podría impactar su rendimiento en el mediano plazo.

Gráfica 83. Crecimiento de la base de clientes



Gráfica 84. Indicadores de cartera vencida o "NPL"



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Accivalores

f. Resumen de valoraciones

En 2025 estimamos que el valor justo del Colcap debería ser de 1,640 puntos, al tener en cuenta, los valores justos para una gran parte de los componentes del índice local y nuestras expectativas positivas para el mercado local. Lo anterior, significaría un potencial de valorización de 23%, que contrasta en cierta medida con el rendimiento del índice durante 2024.

Sin embargo, somos conscientes de la dificultad que muestran los activos locales para alcanzar sus valoraciones justas, por lo que, teniendo en cuenta la dinámica del mercado de acciones y el componente de comportamiento técnico, consideramos un escenario adicional.

“El valor justo del Colcap debería ser de 1,640 puntos”

En el segundo escenario, consideramos que el índice podría alcanzar un 30% - 50% del movimiento incremental hacia el valor justo, lo que nos deja un rango de valorización entre 1,530 puntos y 1,490 puntos.

Tabla 6. Resumen de valoraciones

Emisor	Valor Justo	Perspectiva	Potencial
Ecopetrol	2,120	Mantener	23%
Bancolombia	46,300	Sobreponderar	23%
GEB	4,000	Sobreponderar	59%
ISA	28,700	Sobreponderar	61%
Mineros	6,600	Sobreponderar	77%
Nubank	90,000	Sobreponderar	27%
Celsia	5,000	Mantener	32%
Cemargos	9,700	Mantener	17%
Grupo Argos	21,000	Mantener	12%
Grupo Sura	44,000	Sobreponderar	29%
Corficolombiana	23,000	Sobreponderar	58%
PF-Davivienda	26,100	Sobreponderar	40%

Fuente: Investigaciones Económicas Accivalores

Global Disclaimer

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron construidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2024 Acciones & Valores S.A.



Bogotá

(601) 514 33 43
Calle 72 # 7-64, Piso 11

Línea nacional

01 8000 111 700



57+ 311 218 22 55

Síguenos

 Acciones y Valores S.A.

 @accivaloressa

 /company/acciones-y-valores-s-a-/

 accionesyvaloressa