INFORME SEMESTRAL DE RENDICIÓN DE CUENTAS FONDO VOLUNTARIO DE PENSIONES COLSEGUROS

Junio 2025

1. Información de Desempeño, Conformación y Riesgos de los Portafolios:

Fundamentales de la Economía Local e Internacional:

- **Contexto internacional**

Coyuntura Internacional

El presidente Donald Trump anunció aranceles recíprocos para un importante número de países en una jornada que denominó como el "día de la liberación". La medida, de acuerdo con el gobierno, obedece a la dependencia de bienes producidos en el exterior y de la falta de reciprocidad de parte de sus socios comerciales a la apertura comercial del país norteamericano, fenómeno que considera es la principal causa del déficit comercial. La tarifa base generalizada sería del 10%, sin embargo, la Unión Europea (20%) y países como China (34%), Vietnam (46%) entre otras economías asiáticas tendrían una tarifa mayor al 20%. A su vez, impuso un arancel del 25% sobre las importaciones estadounidenses de vehículos con el fin de recuperar la industria automotriz, así como un arancel del 25% sobre todas las importaciones de productos derivados del aluminio.

Ante las acciones del gobierno norteamericano, se presentaron retaliaciones por parte de sus pares, de primera mano la Unión Europea preparó medidas para apuntalar la actividad en sectores económicos que podrían resultar afectados y considerar aranceles a los productos de origen norteamericano, por su parte, China

respondió con aranceles adicionales del 34% y controles de exportación a siete elementos de las tierras raras y oponiéndose firmemente a las decisiones de Donald Trump.

Posteriormente el gobierno norteamericano anunció una pausa de 90 días en los aranceles recíprocos más altos a aquellos países que se han acercado para negociar medidas comerciales y no hayan tomado represalias contra el país norteamericano, Trump anunció un aumento del 125% en los aranceles de las importaciones desde China como respuesta al incremento del 84% realizado desde Pekín sobre los productos de origen estadounidense. La Casa Blanca nuevamente incremento la tarifa 20% hasta 145% aduciéndolo a la lucha contra en fentanilo. La respuesta de China fue incrementar la tarifa hasta el 125%. Ante la escalada del conflicto comercial.

El Tribunal de Comercio Internacional de los Estados Unidos consideró como ilegales la mayoría de los aranceles impuestos por el gobierno de Donald Trump, al determinar que el presidente excedió sus competencias al imponer tarifas generalizadas sobre las importaciones de países con superávits comerciales. El tribunal falló por unanimidad e instó al gobierno hacer efectiva la orden. Por ahora las medidas arancelarias continúan vigentes por cuenta de la apelación realizada por parte del gobierno.

A partir de este punto se observó el inicio del desescalamiento de las tensiones, es así como el gobierno de los Estados Unidos excluyo de su línea de aranceles recíprocos a productos electrónicos como teléfonos inteligentes, computadores portátiles, procesadores, chips de memoria, ente otros. Las exenciones aplicaron sobre la base del 10% así como del 125% para China. Consecuentemente Estados Unidos y China alcanzaron un acuerdo sobre un marco de comercio preliminar.

Recientemente, el gobierno de los Estados Unidos postergó hasta el 01 de agosto de este año el inicio de la aplicación de los aranceles anunciados previamente, los cuales inicialmente se aplicarían a partir del 9 de julio para aquellos países que no han logrado algún acuerdo. De esta forma la medida atiende a dar mayor plazo para dar continuidad a las negociaciones.

En la última parte del semestre, Israel realizó un ataque contra instalaciones nucleares y objetivos militares iraníes elevando la tensión geopolítica en Oriente Medio. Por su parte, el gobierno de los Estados Unidos bombardeó tres instalaciones nucleares iranies. Este escenario desencadenó un aumento generalizado de la aversión al riesgo de los agentes que afectó el comportamiento de los mercados, fenómeno que se ajustó bajo el entorno de una ‘tensa calma’ en el conflicto luego del alto al fuego entre Irán e Israel y las declaraciones por parte del gobierno de Donald Trump.

Política monetaria

La Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) en su última reunión dejó inalteradas las tasas de interés de los fondos federales en el rango de 4,25% a 4,50%, nivel que se ha mantenido a lo largo del 2025. La decisión fue unánime entre los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) quienes mantienen las expectativas de dos recortes de tasa en lo que resta del año y prevén para 2025 un crecimiento del PIB de 1,40% y una inflación anual del 3,0% al cierre del año.

El Banco Central Europeo (BCE) en su última reunión decidió recortar en 25 puntos básicos sus tres principales tasas de interés, quedando en 2,15% la tasa de refinanciación, 2,00% la tasa de depósito y en 2,40% la de facilidad marginal de crédito. De acuerdo con el banco, la decisión está en línea con la reducción observada de la inflación y sus expectativas la cual se encuentra muy cerca de su meta de mediano plazo del 2%. Entre tanto, redujo sus expectativas de inflación para este y el próximo año en un ambiente de bajo crecimiento de la economía del 0,9% para este año. A lo largo del semestre a continuado con su política monetaria expansiva con cuatro reducciones consecutivas sobre las tasas de interés.

El Banco de Inglaterra (BoE), en su más reciente reunión, mantuvo su tasa de interés en 4,25%, la decisión fue tomada en votación dividida bajo las señales de un mercado laboral en enfriamiento y una reducción significativa de la inflación en los últimos dos años. A lo largo del semestre a reducido la tasa en 50 puntos básicos. El banco muestra una postura de mayor cautela ante el aumento de la volatilidad de los precios del mercado en medio de las tensiones comerciales globales. La estabilidad en la política monetaria se da bajo el contexto de una

estimación de la inflación por parte del banco del 3,75%, es decir superior al 2% de meta de mediano plazo del banco central que considera riesgos y/o presiones en los costos de la energía y de los salarios.

Por su parte, el Banco de Japón (BoJ) ha mantenido estable su tasa de interés en el 0,5%, desde el incremento previo de 25 puntos básicos realizado en enero. En su última reunión el banco anunció un plan gradual de reducción en las compras mensuales de bonos del gobierno japonés, con el objetivo de alcanzar un volumen de 2 billones de yenes para el primer trimestre de 2027.

Inflación

En Estados Unidos los datos de inflación en el país norteamericano correspondientes a mayo dieron cuenta de un incremento del 0,1% cifra ligeramente inferior a lo esperado y al 0,2% registrado en abril, de esta forma la inflación anual sube un 0,1% hasta el 2,4%. A lo largo del semestre se observó un patrón bajista en el primer trimestre del año desde el 2,9% registrado en diciembre de 2024, mientras en los últimos meses la inflación anual a permanecido relativamente estable. La inflación básica, es decir aquella sin alimentos y energía se mantiene estable en el 2,8% observado en el mes anterior. Entre tanto, el índice de precios del gasto en consumo personal PCE registrado en mayo salió en línea con las expectativas en el 2,3% anual, pero sube 0,2% frente a la lectura de abril y se aleja levemente de la meta del 2% de mediano plazo de la Reserva Federal (FED).

En la zona euro se registró la inflación preliminar correspondiente a junio, los precios subieron un 0,3% en el mes en línea con las expectativas, de esta forma la variación anual sube un 0,1% hasta el 2% y se encuentra en niveles meta del Banco Central Europeo (BCE). Por su parte, en el Reino Unido, la inflación mostró una ligera reducción ubicándose en 3,4% anual, desde el 3,5% registrado el mes anterior. En Japón se ha presentado una recuperación moderada de la economía, la inversión y el consumo privado, en un entorno donde la inflación se ubica en niveles alrededor del 3,5% anual.

Crecimiento económico e indicadores líderes

El Fondo Monetario Internacional (FMI) actualizó su informe World Economic Outlook para abril en donde, en líneas generales, reduce sus expectativas de crecimiento económico en el mundo hasta el 2,8% en 2025 desde el 3,3% de la revisión previa y al 3% para 2026. Esta reducción obedece principalmente a las tensiones comerciales, derivadas de los aranceles implementados por EE. UU. contexto que ha elevado la incertidumbre sobre el desempeño de la política económica y del comportamiento esperado de la actividad real. Para Colombia, redujo también su expectativa de crecimiento hasta el 2,4% para 2025 y 2,6% para 2026.

La firma Markit actualizó la información a mayo correspondiente a PMI manufacturero para las principales economías desarrolladas; para el caso de Estados Unidos, el dato sube 2,1 puntos hasta los 52,3 puntos, entre tanto en Europa sube 0,4 puntos hasta 49,4 puntos, de igual forma Japón sube 0,3 puntos hasta los 49 puntos, mientras en Reino Unido se observa una caída hasta 45 puntos. En general, y si bien hay datos que muestran un ligero mejor desempeño, continúan en terreno contractivo, salvo el caso de Estados Unidos, mostrando los retos y la desaceleración en la actividad industrial del mundo desarrollado.

En Estados Unidos se publicó la revisión del PIB correspondiente al primer trimestre del año, en su tercera revisión se observó una contracción de la economía del -0,50% en el periodo, menor al -0,2% de la revisión previa, la caída responde principalmente a una reducción del gasto y mayor nivel en las importaciones, pese al incremento en la inversión y el consumo.

Las cifras del mercado laboral correspondientes a junio en Estados Unidos muestran datos mixtos con una ligera caída en la tasa de desempleo, es así como el cambio de empleo de la firma ADP ajustó una reducción de 33 mil plazas, debajo de las 98 mil de la expectativa y de las 29 mil observadas en el mes anterior, mientras el cambio de nóminas no agrícolas fue del orden de las 147 mil plazas, arriba de las 106 mil de la expectativa y de las 144 mil revisadas en mayo. Al final la tasa de desempleo baja 0,1% hasta el 4,1%, mientras la tasa de participación bajó solamente el 0,1% hasta el 62,3%.

La firma calificadora de riesgos Moody's Ratings redujo la calificación crediticia del país norteamericano de AAA a Aa1 con perspectiva 'estable'; la decisión se sustenta por el incremento observado en la deuda pública y el

alza en el costo de la deuda que superan los niveles frente a otras economías con calificaciones similares, de acuerdo con la firma hay previsiones de incremento en las necesidades de financiamiento por parte del gobierno norteamericano que, ante las tensiones políticas y comerciales, podrían profundizarse.

- **Contexto local**

Crecimiento económico e indicadores líderes

El crecimiento de la economía colombiana correspondiente al primer trimestre de este año dio cuenta de un repunte del 2,7% anual, arriba del 2,5% esperado por los analistas. La dinámica estuvo impulsada particularmente por el repunte en el comercio interno. Nueve de los doce rubros presentaron ritmo de crecimiento donde se destaca el de entretenimiento y otros servicios con un 15,5%, la agricultura con el 7,1% y rubro de comercio, transporte y servicios de comida con el 3,9%. A la baja servicios públicos (-1,2%), la construcción (-3,5%) y la Minería (-5%). Por el lado del gasto se observa un incremento del 11,9% en las importaciones, y el 2,4% en las exportaciones, la inversión fija de capital subió un 8,3%, mientras en consumo público y privado repuntó 4,3% y 3,8% respectivamente.

El índice de seguimiento a la economía (ISE), correspondiente a abril, creció 1,14% anual arriba del 0,8% esperado por los analistas, pero se redujo frente al 4,5% de marzo. En general se destaca el rubro de comercio, transporte, alojamiento y servicios de comida, con una variación anual de 4,86% y actividades profesionales con el 1,10%, mientras se observa caída del 1,71% y 3,90% en actividades primarias y secundarias respectivamente.

Las exportaciones en mayo alcanzaron los USD$4.358,9 millones lo que corresponde a una reducción del 2,1% frente al mismo mes del año anterior, el comportamiento lo explica principalmente una disminución de las ventas externas de combustibles y productos de industrias extractivas del 18,7%.

El recaudo tributario en el país fue de Cop$ 127 billones entre enero y mayo del presente año lo que corresponde a un incremento del 9,5% frente al mismo periodo del año anterior. Entre tanto, se publicaron cifras de deuda externa de marzo, la cifra alcanza los USD$ 203.285 millones lo que representa a un incremento del 1% frente lo registrado en febrero, de esta forma el nivel de deuda llega el 48,1% del PIB.

Las remesas de trabajadores colombianos en el exterior continúan presentando una fuente importante de ingresos para el país, en abril totalizaron US$ 1.097,4 millones, es decir un incremento del 18% frente al mismo mes del año anterior y se cataloga como el valor más alto en lo observado en 2025. A lo largo de los primeros cuatro primeros meses del año la cifra ha presentado un aumento del 18% frente al mismo periodo de 2024 alcanzando los US$ 4.227,76 millones.

Inflación

La inflación a lo largo del semestre ha descendido ligeramente desde el 5,20% registrado en diciembre de 2024. En general se observaron presiones a lo largo del año en los precios de los servicios públicos con una contribución superior al 28% y alimentos con una contribución arriba del 24% sobre la inflación total. Sin embargo, entre mayo y junio se han presentado sorpresas bajistas, para el sexto mes del año los precios al consumidor se incrementaron en 0,10%, debajo del 0,19% de expectativa promedio de los analistas, de esta forma la variación anual baja 0,23% frente a la lectura de mayo hasta el 4,82%. Los principales rubros alcistas durante el primer semestre del año fueron Educación con el 5,69%; Alimentos y bebidas no alcohólicas con el 4,80% y Restaurantes y hoteles también con el 4,80%. A la baja Información y comunicación con -0,64%. La inflación núcleo bajó 0,71% a lo largo del semestre hasta el 4,94%.

Política monetaria

La Junta Directiva del Banco de la República en su última reunión mantuvo la tasa de intervención en el 9,25%, la decisión fue tomada por mayoría en donde cuatro codirectores votaron por la estabilidad, dos votaron por una reducción de 50 puntos básicos y uno por una reducción de 25 puntos básicos, de acuerdo con el comunicado, pese a que la inflación total y básica se redujo en mayo, hay rigidez en los precios de algunos rubros de

alimentos y servicios, a su vez hay un ritmo de la economía superior a las expectativas, razón por la cual el emisor mantiene la cautela y las próximas decisiones dependerán de la nueva información disponible. Esta cautela a sido el derrotero a lo largo del semestre pues desde el cierre de 2024 solo han reducido en 25 puntos básicos la tasa de interés, en este periodo, el emisor también ha expresado su preocupación y prudencia en la toma de decisiones por el contexto comercial internacional y sus posibles efectos en los precios y el contexto fiscal que presenta el país.

Contexto político y de gobierno

En la primera parte del semestre, el ministro de Hacienda Diego Guevara presentó su renuncia, en su reemplazo, fue nombrado Germán Ávila quien se desempeñaba como presidente del grupo bicentenario. Ávila es el cuarto ministro de la cartera de hacienda del gobierno de Gustavo Petro, a lo largo del ejercicio de sus funciones ha afirmado que las decisiones de reducción en la tasa de interés por parte de la Junta Directiva del Banco de la República han sido “demasiado moderadas” e insiste en una postura mucho más agresiva, así mismo ha considerado la necesidad de cumplir con el gasto público delineado en el plan de desarrollo de la actual administración.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) suspendió el acceso a la Línea de Crédito Flexible por USD$ 8,300 millones aprobada por dos años en abril de 2024. De acuerdo con lo comunicado, existen preocupaciones por el deterioro fiscal de la nación, toda vez se presenta un aumento arriba de lo previsto en el déficit fiscal y la deuda pública, esto en medio de un rezago presupuestal de 2024, equivalente al 2,8% del PIB, que compite por recursos del presente año. El acceso a la línea de crédito está sujeto a la finalización de una consulta en curso y una revisión posterior.

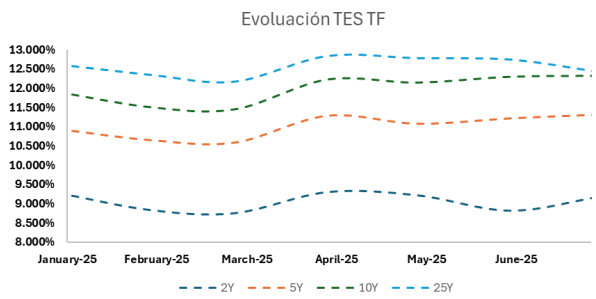
El Ministerio de Hacienda presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025, la estrategia fiscal incorpora y oficializa la suspensión de la regla fiscal por tres años, de esta forma el déficit fiscal para este año pasa del 5,1% del PIB proyectado al 7,1%, en medio de un aumento de las subastas de bonos locales en pesos TES de Cop$ 13 billones hasta los Cop$ 58 billones, así como un incremento en las ventas de deuda externa hasta los USD$ 6.000 millones. Bajo estas consideraciones existió una sobreestimación de los ingresos por Cop$ 18,7 billones y una subestimación de los gastos de Cop$ 20,1 billones, lo cual, deja un descalce de Cop$ 38,8 billones, cifra que corresponde al 2% del PIB, situación que lleva al déficit fiscal a profundizarse hasta el 7,1% del PIB y materializan las continuas advertencias realizadas por el CARF. Para la vigencia 2026 el déficit fiscal bajaría hasta el 6,2% bajo la incorporación de Cop$ 19 billones derivados de una reforma tributaria a presentar en el Congreso de la República.

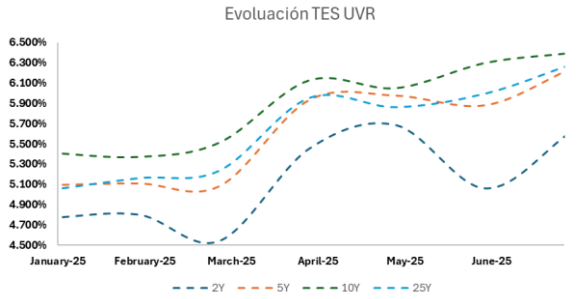
Con la suspensión de la regla fiscal y el descalce presentado, la deuda sobre PIB pasaría del 59,3% observado en 2024 hasta el 61,3%. Si bien se considera una reducción en el déficit fiscal a partir de 2026, la deuda para 2026 se incrementaría hasta el 63% del PIB y se mantendría en niveles alrededor de esta cifra en el mediano plazo.

Luego de la presentación del Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025 por parte del gobierno, las firmas calificadoras realizaron una reducción de la calificación soberana del país. De primera mano la firma Moody’s Ratings recortó la calificación desde Baa2 hasta Baa3, el menor nivel dentro de grado de inversión, con una perspectiva estable. Por su parte la firma S&P Global Ratings redujo la nota hasta BB desde BB+, es decir un escalón más abajo dentro del rango especulativo y mantiene la perspectiva negativa, esto último implica el riesgo de un nuevo recorte en los próximos 18 meses si no se implementan medidas efectivas para estabilizar las cuentas públicas y sostener el crecimiento. En general las decisiones están sustentadas en el deterioro de la carga de la deuda y la decisión de suspender la regla fiscal que frenaba el endeudamiento del gobierno. El Gobierno Nacional Central presenta un deterioro persistente de los indicadores de deuda pública, donde el déficit ha superado los límites de la regla fiscal y ahonda la incertidumbre ante la confirmación de su suspensión por tres años, en medio de una sobreestimación de ingresos y la falta de ajuste en el gasto que han presionado las finanzas públicas.

Análisis por Tipo de Activo:

Deuda Pública local





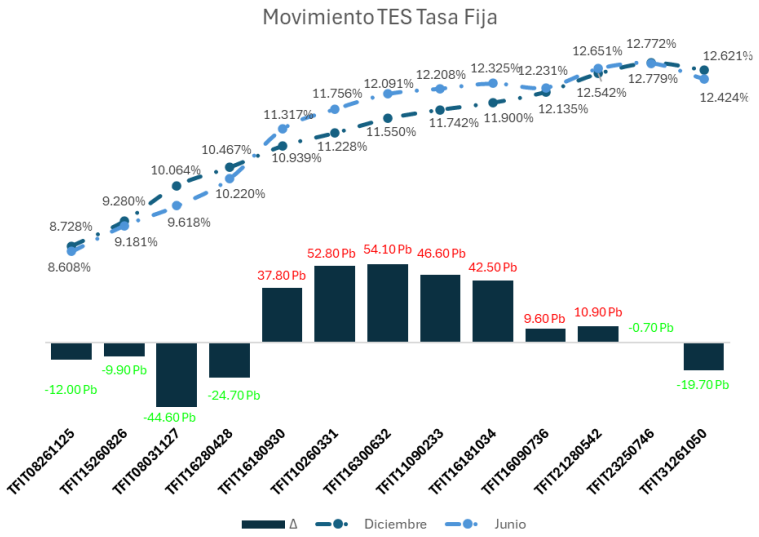
El mercado de deuda pública local para el primer semestre del 2025 estuvo caracterizado por la volatilidad la cual fue causada por diversas fuentes tanto locales como internacionales, con un índice COLTES Tasa Fija que rento un 4.71% y un índice COLTES UVR con una rentabilidad de -1.5%. Por el lado internacional, los factores de volatilidad se vieron luego de la posesión del nuevo presidente de los Estados unidos, el cual, empezó a ejecutar una política exterior y arancelaria contra la mayoría de los países del mundo, empezando tan pronto como el mismo día de posesión con países como China, Canadá y México. Posteriormente y luego de negociar con dichos países la mayoría de estas tarifas pudieron posponerse, sin embargo, en el mes de abril llego el día denominado “día de la liberación” que, de acuerdo con el gobierno, obedece a la dependencia de bienes producidos en el exterior y de la falta de reciprocidad de parte de sus socios comerciales a la apertura comercial del país norteamericano, fenómeno que considera es la principal causa del déficit comercial. Es así como estableció una tarifa base generalizada del 10%, 25% en ciertos productos como autos y aluminio, sin embargo, la Unión Europea (20%) y países como China (34%), Vietnam (46%) entre otras economías asiáticas tendrían una tarifa mayor al 20%. Posteriormente el gobierno norteamericano anunció una pausa de 90 días en los aranceles recíprocos más altos a aquellos países que se han acercado para negociar medidas comerciales y no hayan tomado represalias contra el país norteamericano. Todo esto, género en principio una aversión al riesgo, pero también una diversificación de la inversión por ciertos fondos internacionales, los cuales empezaron a subponderar Estados Unidos vs otras economías.

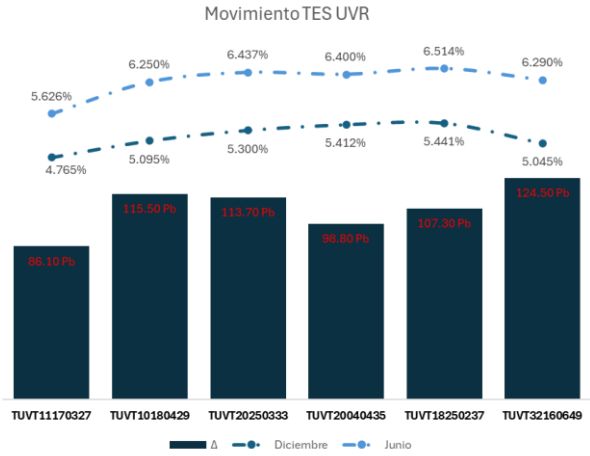
En términos locales, los factores generadores de volatilidad fueron los datos de inflación y sus sorpresas al alza en la mayor parte del primer semestre, el bajo recaudo por parte de la DIAN, advertencias por parte del comité autónomo de la regla fiscal del posible incumplimiento de la regla fiscal para el año 2024 y la necesidad de hacer un recorte en el presupuesto de 40 billones de pesos. Si bien, posteriormente se presentó el plan financiero de 2025 donde se realizaron operaciones de única vez para lograr cumplir la regla fiscal, el déficit fiscal si incremento en el 2024 y el endeudamiento sobre PIB, razón por la cual el ministro de hacienda intento disminuir el gasto del país, decisión que le costaría el puesto, y con el nuevo ministro de hacienda German Avila, el gasto se mantendría igual al estipulado y se acudiría a la cláusula de escape de la regla fiscal, decisión que posteriormente le costaría una disminución en la calificación crediticia del país. En términos de política monetaria, el Banco de la Republica tuvo cambios en su junta con el ingreso de 2 nuevos codirectores nombrados por el gobierno nacional, sin embargo, a lo largo del semestre el emisor solo recorto la tasa en 25 puntos básicos con un mensaje de pausa ante la política exterior de estados unidos y su posible efecto en la inflación, como el entorno fiscal local y su impacto en la inversión del país.

Ahora bien, la curva de rendimientos tuvo varios movimientos a causa de todas estas noticias, en el primer trimestre del año vimos un empinamiento de la curva a causa de las expectativas de disminución de tasa por parte del banco de la república a causa de los 2 nuevos codirectores más el ministro de hacienda y una emisión de deuda concentrada en la parte larga de la curva, sumado a expectativas de una posible bajada de calificación por las advertencias que hacia el comité autónomo de la regla fiscal sobre el posible sobrepaso a la regla. Posteriormente, la curva se estabilizo e incluso valorizo en algunos nodos a causa de la inversión extranjera en el país dados los niveles tan altos en tasas, el cambio en la estrategia de emisión de deuda a títulos de la parte media de la curva y la recompra de títulos por parte del gobierno. Todo esto termino generando una curva con

valorizaciones en la parte corta y larga de la curva, y desvalorizaciones en la parte media de alrededor de 50 puntos básicos.

Por otro lado, en la curva de TES UVR el movimiento fue diferente, en primer lugar todos los nodos se desvalorizaron en promedio 100 puntos básicos, si bien, esta cifra se ve alta, cabe aclarar que dada las sorpresas alcistas en inflación, la rentabilidad de los títulos continuo siendo positiva para algunos meses del primer semestre, sin embargo, la curva de rendimientos continua viéndose cara vs la curva en tasa fija, pero al tener un comprador constante, como lo son las compañías aseguradoras en la parte larga de la curva para poder cuadrar sus reservas y riesgos de mayor plazo, no hemos visto mayores desvalorizaciones a las observadas actualmente.

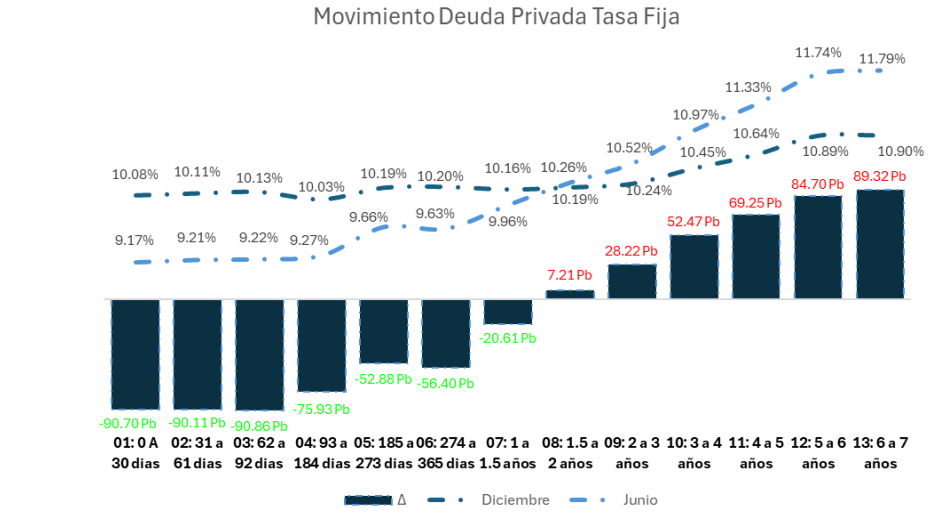


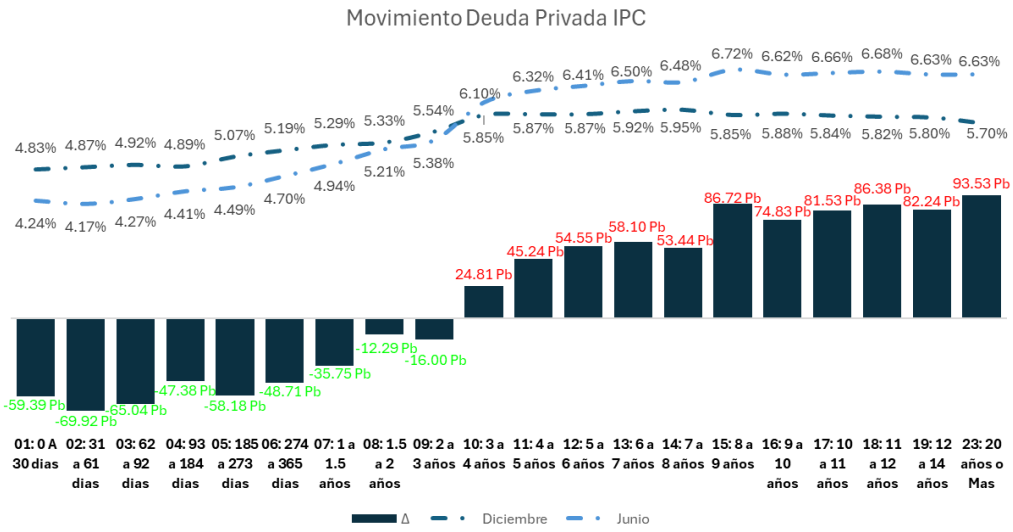


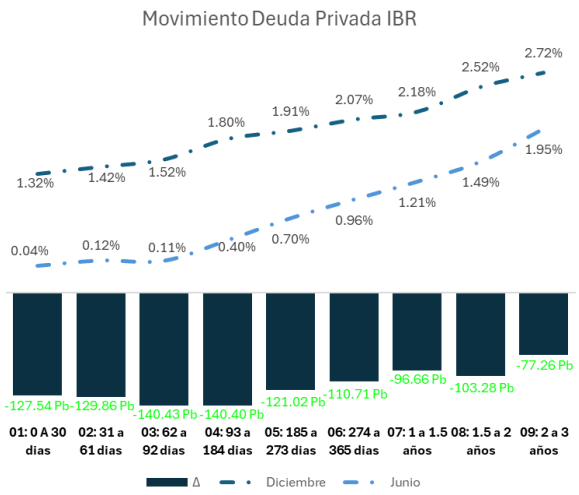
Deuda Privada local

Por el lado de la deuda privada loca, este activo tuvo comportamientos mixtos al comprarlo con la deuda pública y entre las diferentes partes de la curva e indicadores, por el lado de los títulos indexados, empezando por los títulos indexados al IBR, estos presentaron un movimiento de valorización y empinamiento, en la parte corta, menos de 1 año de más de 100 puntos básicos, y en la parte media hasta los 3 años que llega la curva de 95 puntos básicos en promedio. Estos movimientos a causa de un cambio en expectativas por parte de los inversionistas, donde preferían estar en activos más defensivos ante un escenario de política monetaria menos expansivo. Ahora bien, por el lado de la curva en IPC, esta presento un movimiento de empinamiento, con sobre demanda en la parte media y corta de la curva a causa de una inflación constante y con sorpresas al alza en el primer semestre del año, sin embargo, en la parte media y larga, mayor a 3 años, vimos desvalorizaciones de

50 a 80 puntos básicos en promedio muy en línea con el movimiento en los TES UVR, sin embargo, los diferenciales de tasa entre la curva IPC y la curva en UVR se comprimieron, dada la sobre demanda en títulos en deuda privada y la diferencia en el indicador IPC e UVR que generaban diferentes Rentabilidades de tenencia de los títulos. Por el lado de los títulos en tasa fija, estos presentaron un movimiento de empinamiento, cerrando el semestre con valorizaciones de 50 a 90 puntos básicos en promedio en la parte corta de la curva (títulos menores a 1 año), y de desvalorización en la parte media y larga de la curva de 50 a 90 puntos básicos, en la parte media de la curva, las desvalorizaciones no fueron en la misma proporción a los títulos TES dada la sobre demanda y poca emisión de deuda a largo plazo por entidades del sector real o financiero, causando que el diferencial de tasas entre la deuda pública y la deuda privada este en 0 o en algunos meses se haya encontrado en terreno negativo, resultando mejor tener un título TES que un título en deuda privada.







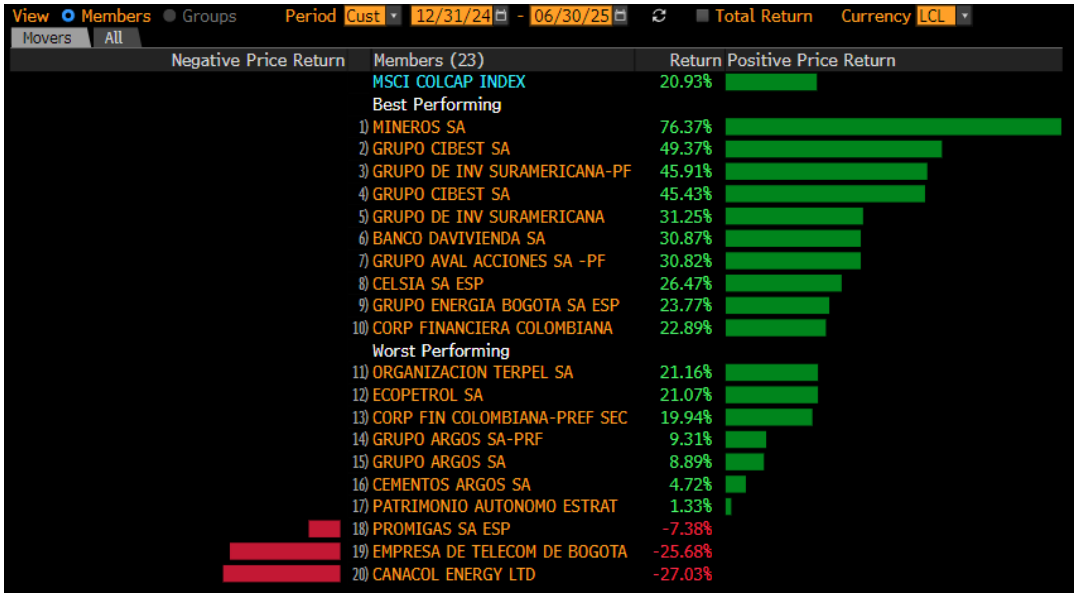
Renta Fija Internacional

La renta fija internacional, presento un primer semestre bastante retador, con mucha volatilidad y donde se destaca un empinamiento de la curva de rendimientos al menos desde el nodo de 2 o 3 años en adelante. Esto se dio en un contexto de guerra comercial y arancelaria por parte de Estados Unidos con la mayoría de los países del mundo, además de un escalamiento en los conflictos bélicos entre Rusia y Ukrania, Israel y Palestina, y últimamente Israel e Irán. Todo esto en un momento crítico para la economía americana, en donde su deuda sobre PIB se encuentra en máximos históricos y enfrenta un problema de renovación de deuda a tasas aún muy altas. SI bien los títulos de 10 años se han valorizado unos 30 puntos básicos, es un resultado muy inferior al esperado por el gobierno, razón por la cual ha tenido que disminuir sus presiones internacionales arancelarias y enfocarse en disminuir el gasto fiscal. Por último, la reserva federal a lo largo del semestre ha dado un mensaje de pausa y observación ante los posibles efectos inflacionarios, en empleo y crecimiento económico que pueden traer los aranceles, razón por la cual los títulos de corto plazo no se han desplazado de su tasa actual de 4.3% y los títulos a 2 años y 3 años si han disminuido entre 50 a 60 puntos básicos a causa del movimiento en expectativas de recorte.

Acciones Colombia

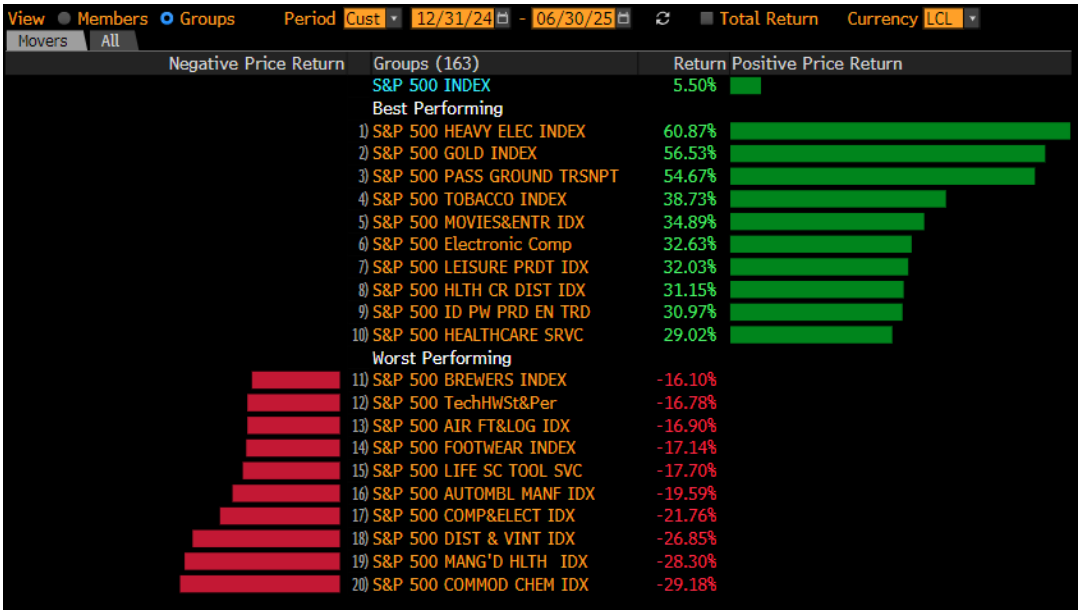
El índice MSCI COLCAP mostró rendimientos positivos para el primer semestre del año, con una rentabilidad sin incluir dividendos de 20.93%, siendo el 4 mercado bursátil con mejor desempeño. Si bien el comportamiento en general de las acciones fue positivo, sus principales múltiplos continúan muy por debajo de sus pares en la región, con un PVL (Precio sobre Valor en Libros) de 0.9 vs 1.46 de la región, y un PER (P/E, o precio sobre ganancia por acción) de 8.2 vs 11.8 de la región, lo que refleja el gran descuento y el potencial de valorización que aún tienen las acciones locales. Por último, el MSCI COLCAP para el cierre de junio del 2025 cuenta con la tasa de dividendo 12 meses más alta de la región, con un 7.4% vs 4.38%.

Ahora bien, para este primer semestre del 2025 los principales vendedores fueran los fondos de pensiones y cesantías, seguido de las sociedades comisionistas de bolsa, y por el lado de las compras los mayores compradores fueron el sector real y las entidades institucionales colombianas. Entre los principales acontecimientos destaca la creación del Grupo Cibest, el cual mejora la estructura de Bancolombia y pone entidades como Nequi a reportar directamente al grupo, al igual que otros start-ups que tenía la entidad y que podrían mejorar a futuro el dividendo esperado por los inversionistas.



Acciones Internacionales

El mercado accionario internación cerro el primer semestre del año con una rentabilidad en dólares de 10.29% medido a través del índice MSCI ACWI el cual incluye empresas representativas de 23 mercados desarrollados y 24 mercados emergentes, alcanzando una cobertura de aproximadamente el 85% de las oportunidades de inversión en el mundo. Para este semestre, la rentabilidad del índice fue impulsado en su gran mayoría por el comportamiento accionario de Europa y Asia, en contraste con otros años donde Estados Unidos que tiene un peso sobre el índice global del 62.57% terminaba jalonando el índice al alza, seguido de Japón con el 5.4% y el Reino Unido con el 3.55%. Dicho esto, y teniendo en cuenta el principal índice accionario de Estados Unidos, el S&P500, vemos como este tuvo una rentabilidad para el primer semestre de 5.5% muy inferior al del índice MSCI ACWI. Dentro del índice resaltan los resultados de las comúnmente llamadas, Magnificent 7 (Apple, Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta, NVDIA, Tesla), la cuales han rentado negativo en el primer semestre del año (-1%), sin embargo, para esta ocasión y a diferencia del segundo semestre del 2024 el sesgo no fue al sector tecnología o semiconductores, sino que automóviles, oil and gas, asset managment y servicios financieros.



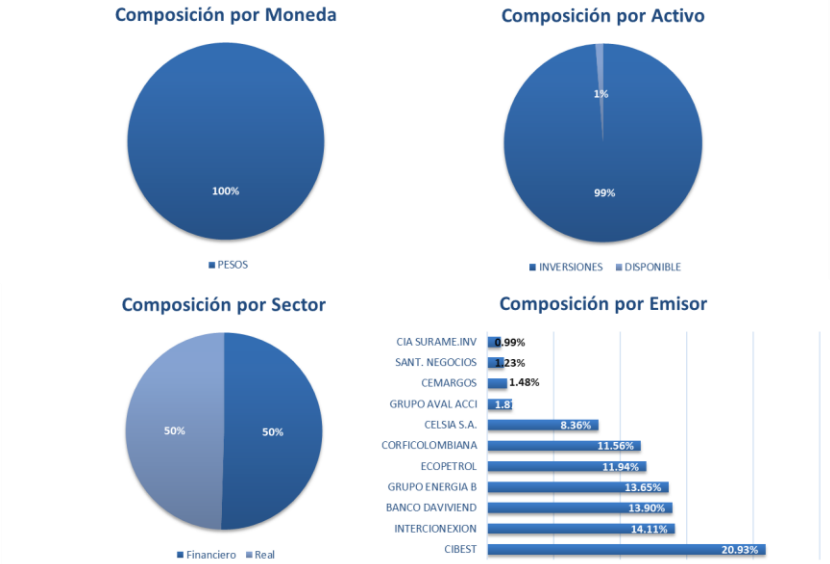
Dólar

El dólar americano tuvo un primer semestre del 2025 de debilidad vs la mayoría de las monedas en el mundo, tanto monedas del G10 como monedas de países Emergentes. En Colombia, específicamente la tasa de cambio termino en de 4.069.67 lo que representa una revaluación del 7.69% una de las revaluaciones más altas de Latinoamérica, solo superada por países como México y Brasil. Cabe resalta que este movimiento es consecuencia de las medidas arancelarias por parte del gobierno de Estados Unidos, con índices como el DXY desvalorizándose y el Euro dólar subiendo a niveles de $1,18.

La divisa tuvo una primera parte del semestre a la baja, de 4.400 a 4.100 pesos por dólar, 300 pesos, sin embargo, llego el “día de la liberación”, el cual de nuevo género volatilidad en todas las divisas y volvimos a ver niveles cercanos a inicios de año, los cuales después se fueron disipando al ver las negociaciones entre los diferentes países con Estados Unidos el desescalamiento de la guerra comercial. Una vez pasado este mes de alta volatilidad, volvimos a ver una moneda colombiana revaluada y cerrando el semestre 339 pesos debajo de inicio de año.

2. Información Financiera de cada Portafolio:

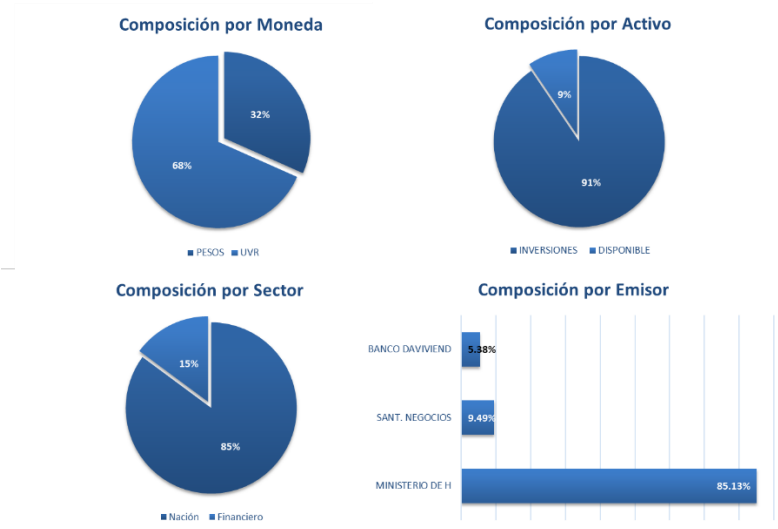
a) ACCIONES COLOMBIA:



El primer semestre del 2025 presento muy buenos resultados para el portafolio de la mano de nombres como Bancolombia, el cual en lo corrido del año a presentado una rentabilidad de 35.6% e.a. y 31.2% e.a en sus acciones ordinarias y preferenciales, las cuales ayudaron positivamente al portafolio y su alfa del semestre. Por otro lado, posiciones tácticas en el grupo GEA como cementos argos y grupo sura, también ayudaron positivamente en la rentabilidad del año, las posiciones cortas en Ecopetrol y pfdavivienda se han venido gestionando a lo largo del semestre, para tomar utilidad y cerrar dichas exposiciones cuando los niveles de compra han llegado.

Dicho esto, la rentabilidad del portafolio durante el primer semestre del año fue de 55.56% E.A. donde sale a resaltar que tan solo 1 de los 6 meses presentaron rentabilidad negativa, marzo con un -0.485% nominal.

c) BASF QUÍMICA:

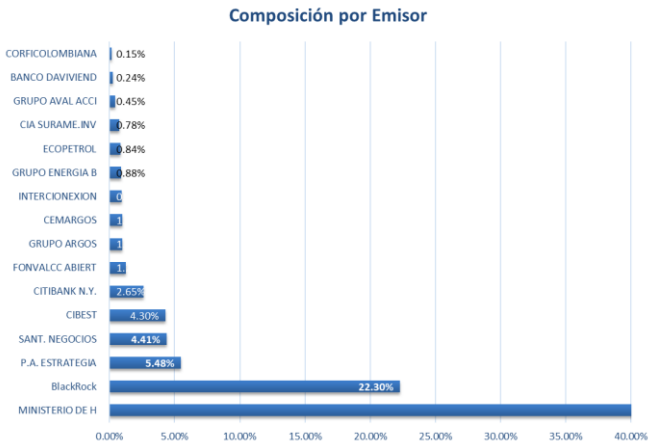


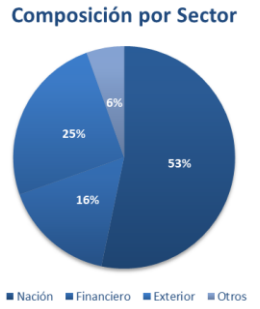
Durante el primer semestre del 2025 el portafolio presento bastante volatilidad a causa de su alta indexación a títulos TES en UVR, sin embargo, para el cierre de junio el portafolio se expuso a títulos TES en Tasa Fija, lo

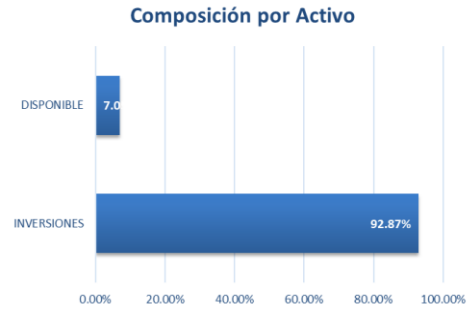
que incremento su posición en pesos al 32%. Dado esto, el portafolio a presentado meses de rentabilidades negativas, donde destaca el mes de marzo, el cual fue el más negativo dada la desvalorización en la curva UVR, sin embargo, la estrategia de rotar a títulos en Tasa Fija a finales del semestre empezaría a dar sus frutos en el portafolio en el segundo semestre del año.

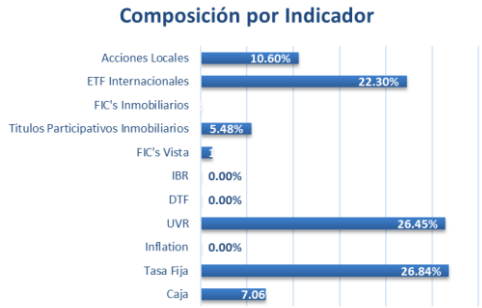
La rentabilidad del portafolio durante el primer semestre del año fue de -3.03% E.A. De dicha rentabilidad se destaca la del mes de abril que fue la más alta con un 1.678% nominal.

d) DIVERSIFICADO:





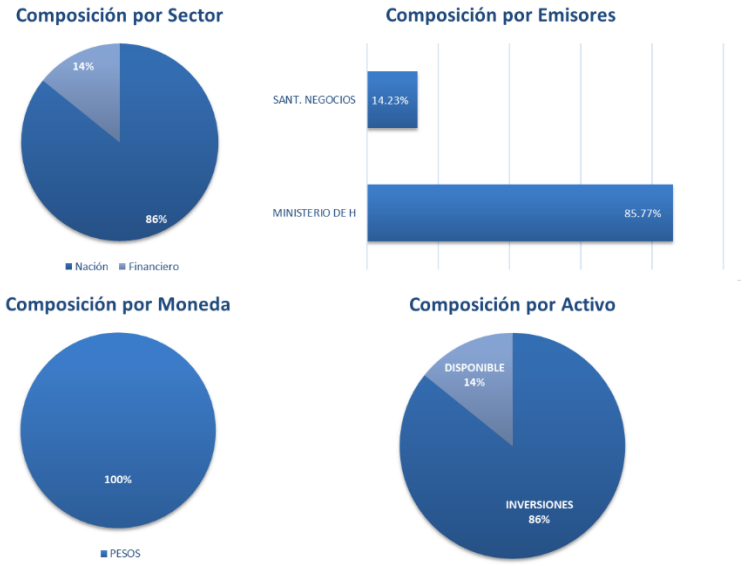




Durante el primer semestre del año el portafolio en cuanto al posicionamiento, incremento su exposición a títulos TES del gobierno, dado los niveles de tasas en los que se encontraban, pasando de un 50% a un 53%, de esta posición se han realizado movimientos tácticos entre TES Tasa fija y TES UVR dependiendo del ciclo económico, actualmente con mayor ponderación en los títulos tasa fija, dada las intenciones de recompra de títulos por parte del gobierno y la baja causación de los títulos en UVR. Por otro lado, el portafolio continuo sobre ponderando las acciones locales en un 2.5% vs el benchmark dado su buen comportamiento en el año y continua con una posición muy a mercado en los demás activos como títulos inmobiliarios, renta fija internacional y acciones internacionales.

Dicho esto, la rentabilidad del portafolio para el primer semestre del 2025 fue de 0.80% E.A. en donde se destaca la rentabilidad positiva del mes de abril de 1.262% nominal a causa de la valorización de la renta fija local y las acciones locales.

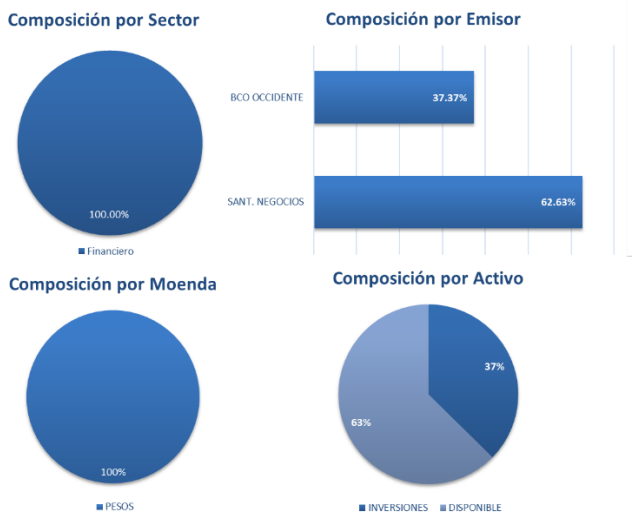
e) FUTURALL:



Durante el primer semestre del 2025 todo el flujo de caja que se recibió producto de cupones y redenciones se utilizaron para el pago de las mesadas programadas desde el inicio del fondo. Este portafolio se estructuró como un portafolio de desacumulación con el fin de poder cumplir con la caja que genera el portafolio las diferentes mesadas programadas. Esto hace que no se presenten ventas en momentos de estrés o de valorizaciones.

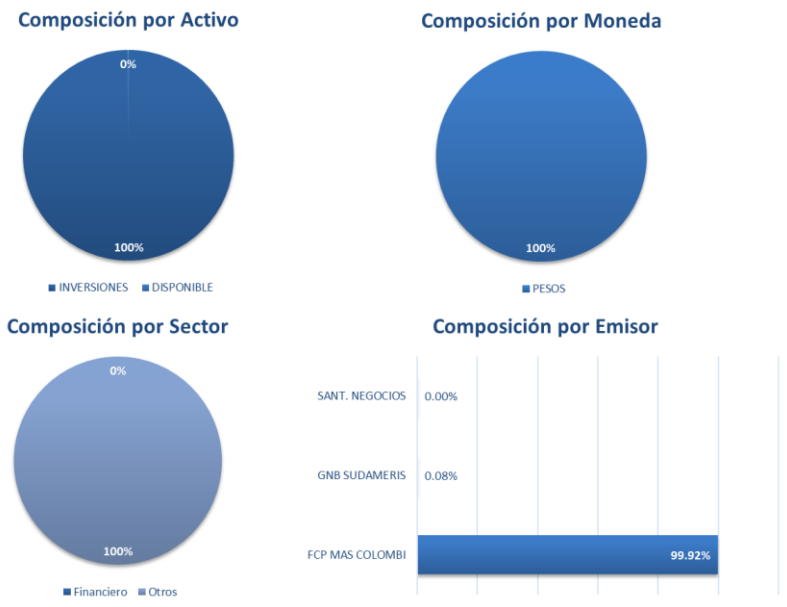
Este portafolio está expuesto en un 86% en activos indexados a la inflación como son los títulos en UVR emitidos por el Ministerio de Hacienda, lo que lo hace ser muy defensivo ante el escenario de altas inflaciones y le permite cumplir las mesadas pensionales programadas desde la creación del portafolio. La rentabilidad para el primer semestre del 2025 fue de 11.17% E.A.

f) PLAN DE AHORRO EDUCATIVO:



Durante el segundo semestre del año, el portafolio no presento cambios importantes en su composición, actualmente tiene un capital invertido de 37.37% y el 62.63% restante del portafolio en cuentas de ahorros. Dada la sobre demanda en la deuda privada indexada de corto plazo el portafolio termino el primer semestre del 2025 con una rentabilidad de 7.12% E.A.

g) MAS COLOMBIA:



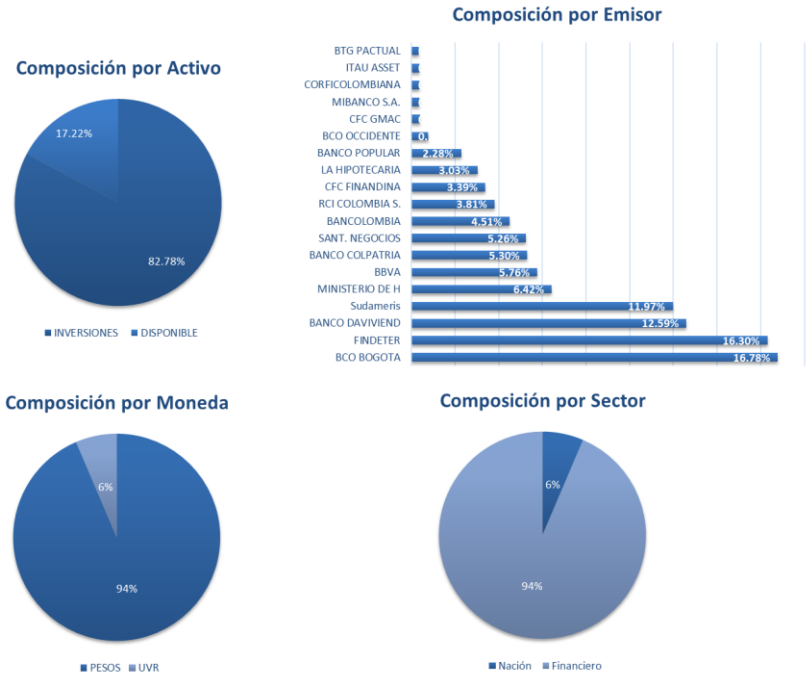
Durante el primer semestre de 2025 este fondo siguió con su proceso de venta de las compañías que componen el portafolio sin llegar a feliz término con ninguno de los procesos, a pesar de que se han presentado diferentes procesos ninguno de ellos se ha podido finiquitar. En la actualidad existen varios interesados, pero no se ha firmado ningún documento vinculante.

En el mes de Julio se vencen las unidades Tipo D, pero el gestor está adelantando las conversaciones con los tenedores de las unidades para que acepten postergar este plazo mientras se realizan las ventas efectivamente.

Adjunto el resumen de los resultados de las diferentes entidades de alimentos que componen el Grupo IGA Durante el 2024 y lo corrido del 2025.

RESUMEN RESULTADOS						
RESUMEN RESULTADOS	2024			2025		
Millones de pesos	VENTAS	EBITDA	% EBITDA	VENTAS	EBITDA	% EBITDA
Ventas/CAB	$ 25,452	$ 2,448	9.6%	$ 26,724	$ 3,053	11.4%
KKO CM	$ 21,380	$ 3,205	15.0%	$ 23,667	$ 3,936	16.6%
MMO CM	$ 2,026	$ 21	1.0%	$ 1,798	$ 67	3.7%
OTROS CM	$ 2,046	-$ 778	-38.0%	$ 1,259	-$ 949	-75.4%
Autoservicio	$ 71,773	$ 4,942	6.9%	$ 76,262	$ 6,182	8.1%
KKO	$ 49,768	$ 1,162	2.3%	$ 51,631	$ 1,729	3.3%
MMO	$ 22,005	$ 4,124	18.7%	$ 24,632	$ 4,760	19.3%
OTROS AUS	$ 0	-$ 344		$ 0	-$ 307	0.0%
Servicio a la Mesa	$ 70,201	$ 11,226	16.0%	$ 65,162	$ 7,720	11.8%
AEX	$ 10,632	$ 2,240	21.1%	$ 10,227	$ 2,332	22.8%
ANDRÉS FR	$ 4,656	$ 1,089	23.4%	$ 5,675	$ 2,413	42.5%
Autocine	$ 0	$ 0	0.0%	$ 0	$ 0	0.0%
ORLEANS	$ 0	$ 0	0.0%	$ 0	$ 0	0.0%
OTROS SAM	$ 948	-$ 2,304	-243.1%	$ 140	-$ 3,079	-2199.3%
PDA	$ 10,145	$ 1,103	10.9%	$ 9,500	$ 824	8.7%
RBB	$ 43,820	$ 9,098	20.8%	$ 39,621	$ 5,230	13.2%
Servicios compartidos	$ 52	-$ 4,116	-7926.0%	$ 57	-$ 4,570	-7975.5%
USC	$ 52	-$ 4,116		$ 57	-$ 4,570	
Total general	$ 167,478	$ 14,500	8.7%	$ 168,206	$ 12,385	7.4%

h) VISTA CONSERVADOR:

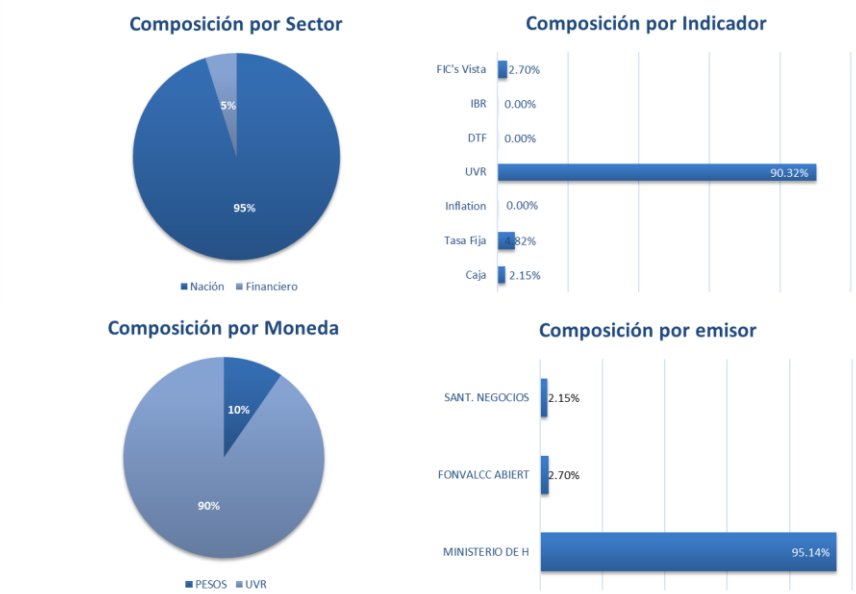


Durante el primer semestre del 2024 el portafolio mantuvo una estructura en la cual incremento su posicionamiento en títulos indexados progresivamente, donde destaca una posición activa en títulos TES UVR de corta duración, la cual monto en enero y tomo utilidad en junio, luego de todas las sorpresas alcistas en las inflaciones mensuales de inicio de año. Por el lado de los títulos indexados al IBR, esta posición paso de un 2% a un 14.85% a medida que las expectativas de menor número de recortes de tasas incrementaban, historia parecía a la posición en títulos en IPC la cual fue incrementando hasta llegar a niveles del 11.72%. Por el lado de los títulos en Tasa Fija, estos disminuyeron hasta cerrar el semestre con una posición de 49%, sin embargo, en su posicionamiento en la curva están invertidos en su mayoría en títulos mayores a 1 año. Esta estrategia

estuvo de la mano a una diminución de mayor duración como veníamos diciendo, en donde el portafolio se mantuvo superior al 0.8 años a lo largo del semestre.

La rentabilidad del portafolio para el primer semestre del 2025 fue de 8.39% E.A. en donde se destacan la rentabilidad de mayo del 12%, cabe destacar que ningún mes del semestre presento rentabilidad negativa a pesar de la volatilidad vista en los títulos de deuda privada.

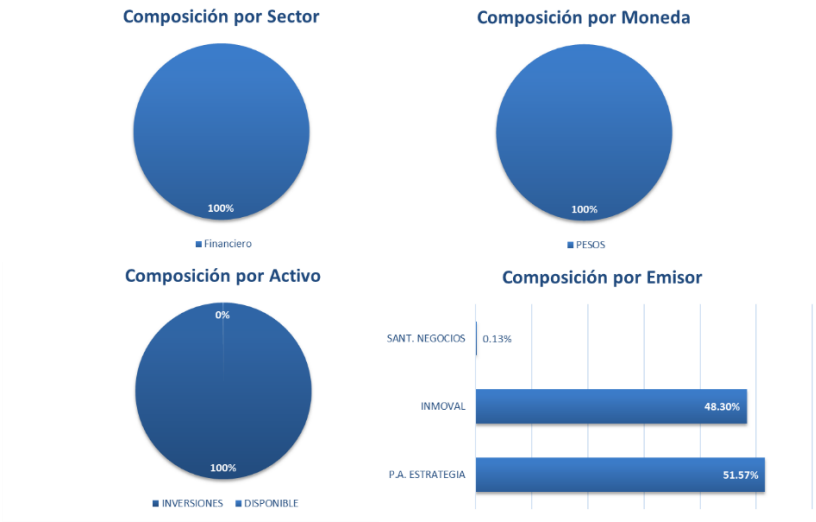
i) RENTA FIJA MEDIANO PLAZO:



Durante el primer semestre del año el portafolio presento cambios en la duración pasando de 7.32 a 6.98 a final del semestre, sin embargo, en ambos casos esta duración se encuentra por debajo del Benchmark el cual empezó el semestre en 7.55 y termino en 7.25. A lo largo del semestre el portafolio realizo estrategias de inversión dentro de la curva UVR por medio de spreads o diferenciales de tasas entre títulos, específicamente en la parte larga donde se alargó en títulos del 2055 financiándose con títulos del 2049, con una exposición 0 al riesgo de tasa, y teniendo una exposición netamente al aplanamiento o empinamiento de la curva en la parte larga. También realizo estrategias entre indicadores de Tasa Fija e UVR como en el mes de junio, con una exposición que alcanzo el 10% del portafolio para aprovechar valorizaciones en la curva.

La rentabilidad del portafolio para el primer semestre del 2025 fue del -5.53% E.A., donde se destaca la rentabilidad de abril con un 1.617% nominal.

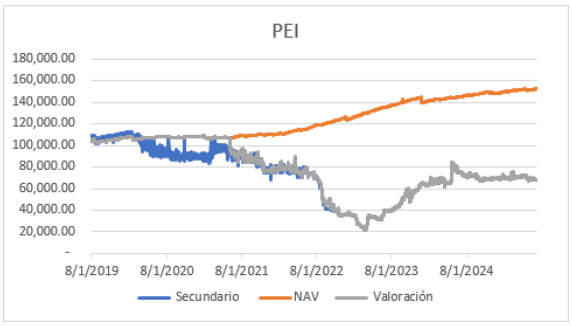
j) INVERSIONES INMOBILIARIAS:

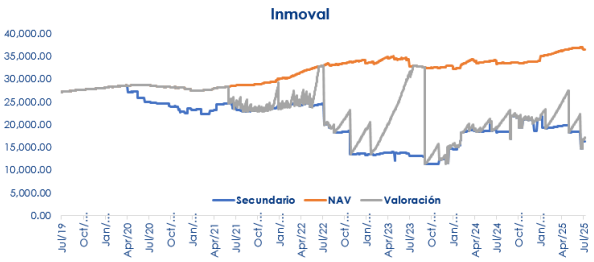


Durante el Primer semestre del 2025 esta alternativa generó una rentabilidad del –22.65% E.A. y cerró el semestre con activos bajo administración de 18.673 Millones COP. Esta rentabilidad se dio por el ajuste en precio de Inmoval ya que cerró el 2024 con un precio de valoración del 62% sobre NAV y para junio de 2025 cerró en el 46% sobre NAV, todo esto ocasionado por la baja liquidez de este vehículo que provoca que cada que un inversionista decide liquidar su posición, los descuentos sea importantes.

Por el lado de PEI aunque por el cambio en el precio también presentó una leve desvalorización pasando de 70.272 al cierre del 2024 a 69.416,48 al cierre de junio de 2025, sus niveles de liquidez son mucho mejores ya que opera todos los días, lo que provoca que no tenga volatilidad en los precios de valoración. Durante el semestre se recibieron cupones en febrero y mayo como normalmente lo distribuye, por lo que la rentabilidad total del vehículo fue positiva en 2.66% EA

Evolución de los precios:

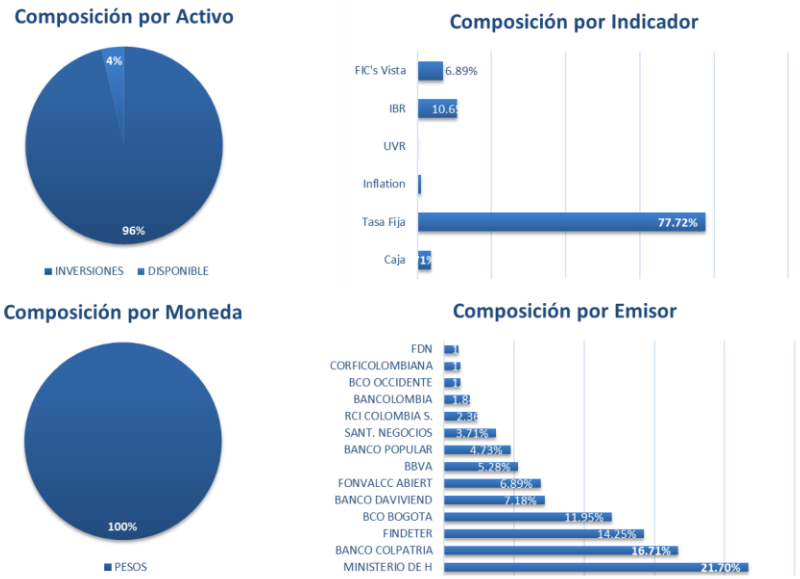




Las vacancias de los vehículos siguen controladas y en algunos sectores como en el sector comercio han mejorado, debido a la porción variable que presentan este tipo de contratos de arrendamiento.

Los precios de los activos en el mercado secundario siguen con descuentos importantes sobre su valor patrimonial y a pesar de que los fundamentales de los vehículos siguen siendo sanos, el nivel alto de las tasas tanto en el ámbito local como en el internacional, hacen que la prima para los vehículos ilíquidos se incremente.

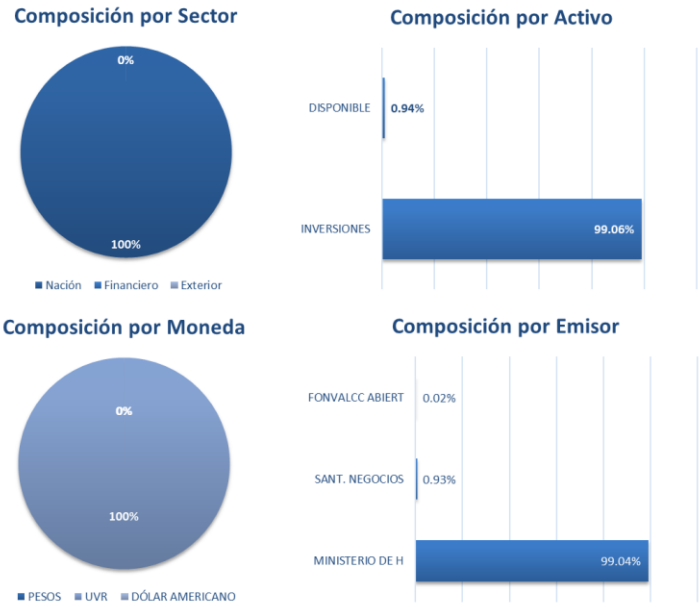
k) Deuda Corporativa Pesos



Durante el primer semestre del 2025 el portafolio baso su estrategia en disminuir la duración del portafolio, pasando de un 2.28 a un 1.95. La posición en títulos Tasa fija, paso de un 77% a un 78% para el cierre de junio, sin embargo, el mayor cambio fue su exposición a títulos del gobierno TES, dada la compresión en los diferenciales de tasas entre la deuda pública y la deuda privada en la parte media y larga de la curva, terminando el semestre con una exposición en TES Tasa Fija del 21.7%. por otro lado, se presentó un cambio en los títulos indexados al IPC, disminuyendo su posición de 15.81% a un 1%, por último, los títulos indexados al IBR incrementaron, pasando de 1.5% a un 10.8%.

La rentabilidad del portafolio para el primer semestre del 2025 fue del 7.20% E.A., donde se destacan las rentabilidades de doble digito en los meses de enero y mayo (10%). Por otro lado, también es importante resaltar que el portafolio no presento meses con rentabilidad negativa.

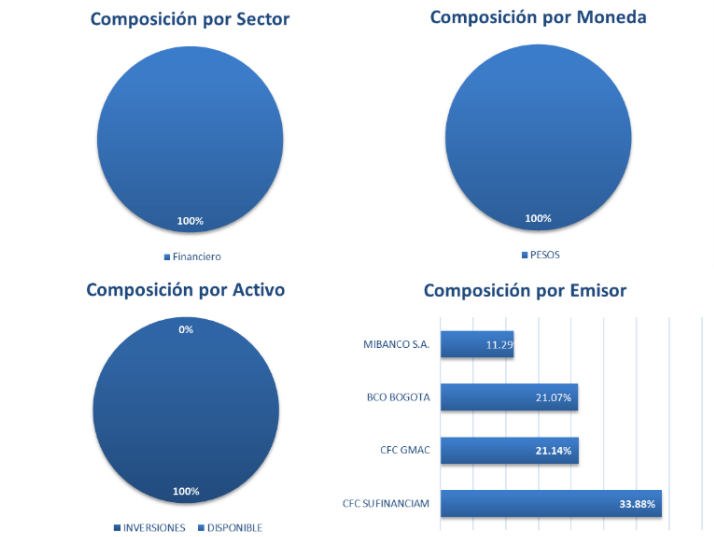
l) INVEST PLUS UVR



Este portafolio tiene como objetivo ofrecer una alternativa con protección al capital y con una inversión 100% en títulos indexados al UVR. Por tal razón, su composición va cambiando mensualmente por medio de un modelo similar a un ALM, en donde cada vez que las tasas de interés se incrementan, el modelo sugiere una mayor inversión en la referencia con mayor duración. A corte del junio del 2025, el portafolio estaba invertido en un 99.04% en TES en UVR en solo 1 referencia: UVRs de 2027. El modelo define una estructura 100% UVR 2027.

La rentabilidad del portafolio durante el primer semestre del año fue de 3.32% E.A.

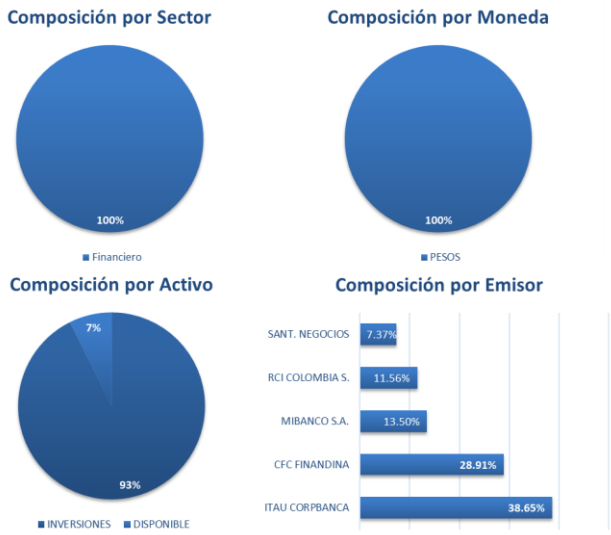
m) INVESTPLUS CORTO PLAZO 360



El 17 de septiembre del 2024 se lanzó este nuevo portafolio para los clientes con el objetivo de ofrecer en la plataforma una alternativa cerrada con un horizonte de inversión a 1 año y con una inversión 100% en títulos en tasa fija. El portafolio está invertido en un 97.91% en CDTs a 1 año de diferentes entidades financieras.

La rentabilidad del último semestre del portafolio ha sido de 9.02% e.a.

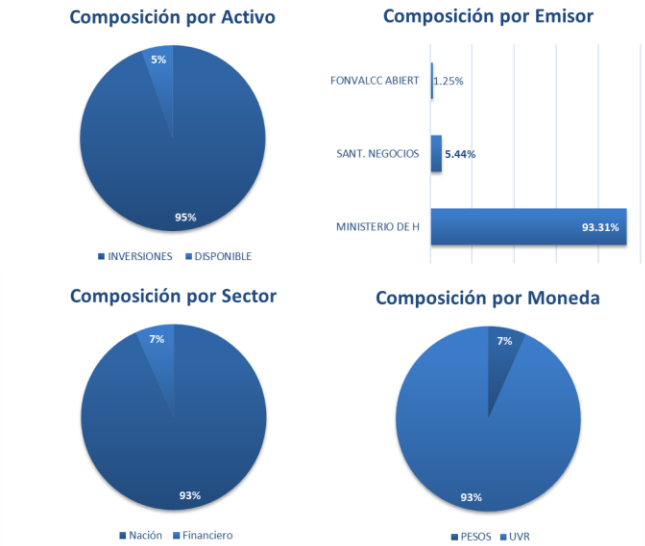
n) CERRADO 1 AÑO



El 9 de diciembre de 2024 se lanzó este nuevo portafolio para los clientes con el objetivo de ofrecer en la plataforma una alternativa cerrada con un horizonte de inversión a 1 año y con una inversión 100% en títulos en tasa fija. El portafolio está invertido en un 96.65% en CDTs a 1 año de diferentes entidades financieras.

En el primer semestre del 2025, la rentabilidad del portafolio ha sido de 9.15% E.A.

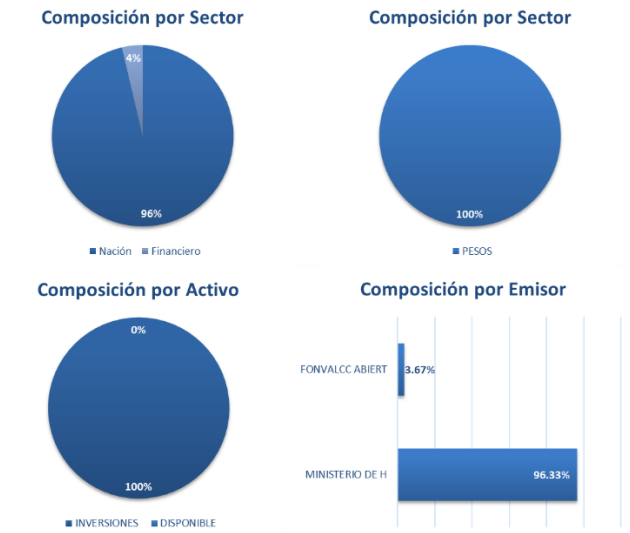
o) Invest Plus Rentas



El 14 de septiembre del 2023 se creó este portafolio de desacumulación, con el fin de poder cumplir con un pago de mesada pensional para sus clientes. Por tal razón, todo el flujo de caja que se recibe producto de cupones y redenciones se utilizaron para el pago de las mesadas programadas desde el inicio del fondo. Lo anterior causa que no se presenten movimientos en la composición del portafolio, manteniendo una posición en títulos TES UVR del 90%

La rentabilidad del portafolio para el primer semestre del año fue de 5.11%

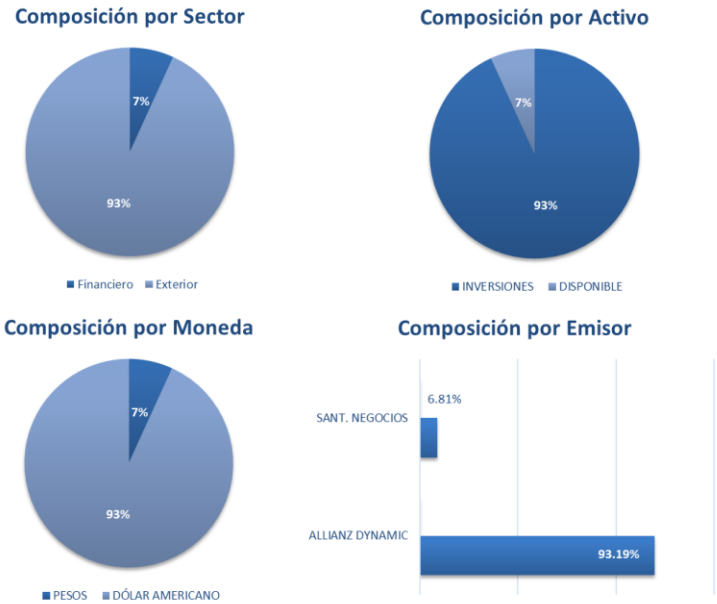
p) Invest Plus Capital Protegido



El 23 de mayo del 2024 se creó este portafolio cerrado con el fin de invertir en el mercado de TES con un objetivo de inversión a 4 años con protección al capital, esta estructura se da invirtiendo el 100% en TES Tasa fija, con una estructura inicial de 71% en títulos TES con vencimiento 2028 y 27% en títulos con vencimiento 2050. El portafolio vence con la maduración de los títulos del 2028, por tal razón busca verse beneficiado de las valorizaciones que se generen de los títulos TES con vencimiento al año 2050, en un entorno de ciclo bajista en tasa de intervención por parte del banco de la república. Vale la pena destacar que todo pago de cupo en el portafolio será reinvertido en títulos TES con vencimiento 2028.

La rentabilidad del portafolio en el último semestre es de 10.28% E.A.

q) Global Master



El 10 de marzo del 2025 se creó este portafolio abierto con el fin de invertir en los mercados extranjeros a través del fondo Allianz Dynamic 70/30 administrado por Allianz Global investor, con una exposición del 100% al dólar y un benchmark de 70% acciones internacionales 30% renta fija internacional, el portafolio dentro de su asignación de activos puede invertir también en materias primas.

La rentabilidad del portafolio desde su inicio a mitad del semestre es de -11.11% E.A.

Riesgos asociados a los Portafolios:

A continuación, se indicarán algunos aspectos relacionados con los riesgos por tipología de activos:

a. Riesgo inflacionario y diferenciales en spreads de crédito:

A lo largo del primer semestre de 2025 se mantuvo un nivel de inflación bastante estable, ubicándose el IPC en 5.05%, 205 puntos básicos por encima de la inflación objetivo del Banco de la Republica. Debido al nivel bastante estable de inflación, se ha venido observando que el Banco de la Republica mantiene la tasa de intervención cercana al nivel inicial, pasando de 9.50% al inicio del semestre a 9.25% para la mitad de 2025. Bajo este escenario estable en el ámbito monetario, la tasa de interés real permanece positiva y por encima del promedio histórico en un nivel de 4.00%, sin tener una variación significativa durante el semestre. Aunque la tasa de interés real se encuentra en un nivel alto, no es de esperarse una bajada agresiva de tasa por parte del Banco de la Republica en la segunda mitad del año debido a un alto nivel de gasto por parte del gobierno, incertidumbre alrededor de la política fiscal y niveles de inflación y crecimiento económico estables. Con vista hacia el año siguiente, los resultados de la última Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos, realizada por el Banco de la República, muestran que en promedio se espera que para finales del 2025 la inflación llegue a un nivel de 4.81%, por encima de las bandas objetivo y de las expectativas que se tenían a cierre de 2024. Adicionalmente, se espera que la tasa de intervención disminuya de forma gradual a un nivel de 8.32%, lo que implicaría una tasa real del 3.35%. En el agregado, a pesar de choques inflacionarios en la política fiscal y el salario mínimo, se espera una senda inflacionaria bastante plana con una caída gradual hacia el cierre de año, esto considerando que el Banco de la Republica se mantiene cauto con una tasa de intervención alta y estable.

Teniendo en cuenta el ambiente inflacionario del primer semestre de 2025, a pesar de que no hubo una variación significativa de la tasa de interés real de intervención si se observó una subida importante de la curva de descuento en todos los nodos para títulos emitidos por la nación (TES) denominados en UVR, esto en torno a un escenario de mayor riesgo crediticio frente a los bonos públicos por la suspensión de la regla fiscal y la caída de la calificación crediticia. Se tuvo una caída promedio de 139 bps con niveles muy cercanos en todos los nodos. Lo anterior se vio reflejado en una rentabilidad de -3.18% E.A. para el índice COLTES UVR, junto con una rentabilidad de -6.64% E.A. para el COLTES UVR largo plazo debido a su mayor sensibilidad a la subida de tasas. Sin embargo, el índice COLTES UVR de corto plazo presentó un retorno positivo de 7.68% E.A. debido a su menor sensibilidad y a un nivel aun alto de inflación. Para los títulos de deuda corporativa indexados al IPC, la curva de spreads tuvo un empinamiento al alza en los nodos de mediano y largo plazo durante el segundo semestre junto con valorización de los títulos de corta duración. Considerando las expectativas del mercado para el aspecto inflacionario, bajo un escenario de caída gradual de la inflación en el corto plazo los títulos en UVR pueden verse más afectados, esto considerando que la UVR se recalcula mensualmente y recoge más los movimientos de la inflación que los títulos IPC que consideran la inflación de un periodo anual. Adicionalmente, considerando que durante los primeros meses del año se ven ciclos más altos de inflación, en la segunda mitad es de esperarse una UVR más estática. Por otro lado, se prevé un escenario estable para los TES a tasa fija en la medida en que la inflación siga cayendo a un ritmo lento, lo que llevaría a una tasa de intervención estable.

En cuanto al spread crediticio, la falta de financiamiento del gobierno colombiano, junto con la emisión de deuda y la suspensión de la regla fiscal, resultó en una bajada de la calificación soberana, lo que podría expandir los spreads de la deuda emitida en Colombia. A pesar de que el mercado ya había descontado una bajada de calificación, la suspensión de la regla fiscal llevó a una subida en los CDS a 5 años durante el primer semestre del año. Aunque la subida de los CDS se ha dado para los diferentes países de

Latinoamérica, Colombia se mantiene en una posición alta dentro de la región con una subida mayor a los demás países dentro de unas mayores expectativas de default. Adicional al riesgo crediticio, en la medida que Colombia mantenga inflación en el corto plazo y el Banco de la Republica evite bajar la tasa de política monetaria, es posible que se acentúe el spread frente a la bajada gradual de tasa que ha mantenido la Reserva Federal de Estados Unidos. En cuanto al spread crediticio que presenta la deuda corporativa frente a la deuda soberana en Colombia, se ha visto una reducción a raíz de la subida en las curvas de deuda pública por el riesgo crediticio originado en la política fiscal, junto con un bajo nivel de captación por parte de los bancos a plazos mayores a 3 años, reduciendo la oferta de títulos de larga duración.

b. Riesgo de tasa de interés:

Como se mencionó en el punto anterior, durante el primer semestre de 2025 se tuvo un escenario monetario estático con un nivel de inflación ligeramente a la baja y una tasa de intervención estable. Bajo estas condiciones, no se observaron movimientos significativos en la curva de TES tasa fija. Ante la bajada de calificación crediticia se tuvo un aumento de la parte media de la curva, aunque al ya haberse descontado estos choques por parte del mercado la subida fue reducida, atenuada también por la recompra de TES por parte del gobierno. Por el lado de la deuda corporativa, se tuvo durante el semestre una caída de la curva de descuento, especialmente para los nodos mayores a 1 año donde la reducción del spread fue mayor. En este caso, no se dio el mismo escenario de subida de la curva hacia el cierre de año por un menor ruido que el que tiene el gobierno en torno a capacidad de pago. Hacia el cierre de 2025, es de esperarse un escenario volátil sin una tendencia clara en torno a las curvas de descuento dada una senda de inflación plana y una tasa de intervención estática, esto mientras se tenga mayor claridad en el entorno electoral y las implicaciones que este tenga sobre la política fiscal del país. Actualmente se tienen oportunidades más claras de inversión en la deuda pública con unos spreads apretados para la deuda corporativa. Sin embargo, estas oportunidades vienen con altos niveles de incertidumbre a raíz de la situación política y fiscal.

Ante una curva de TES tasa fija bastante estable, se observaron buenos resultados durante el semestre, con una rentabilidad del 9.51% E.A. en el índice COLTES TF, explicados principalmente por el carry de los títulos. Este resultado vino junto con niveles bajos de volatilidad en los retornos de los TES. Sin embargo, a un nivel desagregado, los TES de corto plazo fueron los más beneficiados, dado que en la parte corta de la curva no se presentaron movimientos significativos. Esto llevo a una rentabilidad de 10.76% E.A. en el índice COLTES TF CP. Por otro lado, el índice COLTES TF LP, con movimientos ligeramente mayores de la curva por la incertidumbre de riesgo crediticio, tuvo un resultado menor de 9.17% E.A. Por el lado de la deuda corporativa, en el índice de deuda corporativa de Casa de Bolsa (IDCdB) se observó una rentabilidad anualizada de 10.15% a lo largo del semestre, evidenciándose el spread reducido frente a la deuda pública.

Hacia el cierre de 2025, parece razonable mantener posiciones en títulos indexados a inflación bajo los niveles estables que ha presentado. Mientras se mantenga la posición cauta del Banco de la Republica es posible que la inflación comience a ceder y se afecte el carry de los TES UVR, por lo que, junto con el riesgo crediticio del gobierno, pueden presentarse niveles más altos de riesgo en estos activos. Por el lado de los títulos tasa fija, se asume una posición neutral bajo un escenario estable con spreads apretados que reducen las oportunidades de inversión en el segmento corporativo y un escenario electoral incierto en el ámbito de los bonos públicos. Adicionalmente, bajo una tasa de intervención alta y estable los títulos indexados a la IBR también presentan oportunidad para resguardar valor.

c. Riesgos estratégicos:

El mercado de renta variable colombiano e internacional ha enfrentado en el primer semestre de 2025 factores asociados a la persistente incertidumbre por las tensiones comerciales entre grandes economías, la desaceleración del crecimiento global, la todavía elevada inflación en varias regiones y el mantenimiento de tasas de interés en niveles altos por parte de los principales bancos centrales. Estos elementos han generado un entorno de cautela en los inversionistas y un apetito moderado por activos de riesgo. No obstante, se ha observado una recuperación significativa en los precios de los activos accionarios, en parte impulsada por la resiliencia del sector tecnológico, especialmente en EE. UU., y por la moderación reciente del dólar. En el ámbito local, los rendimientos elevados en la renta fija colombiana siguen limitando una

mayor valorización del mercado accionario, aunque el MSCI Colcap ha logrado repuntar fuertemente durante el semestre, con una valorización cercana al 21% a junio de 2025, apoyado en mayores flujos de inversión y recuperación en sectores estratégicos. En contraste, el S&P 500 estadounidense mostró alta volatilidad durante el trimestre abril-junio, cayendo bruscamente por episodios de riesgo geopolítico y comercial, pero recuperándose a final del semestre, acumulando un rendimiento sobre el 5%. El índice VIX ha oscilado entre 14 y 27 unidades, reflejando un mercado con fases alternadas de nerviosismo e impulso alcista, afectado por temas como la continuidad del conflicto en Ucrania, las políticas comerciales en EE. UU., las fricciones Geopolíticas con China y la preocupación por los niveles de deuda global.

Una potencial caída en los precios de las materias primas —de las cuales Colombia depende significativamente— en un contexto de desaceleración global continúa representando un riesgo importante para los ingresos del gobierno nacional y, por ende, para la estabilidad de las finanzas públicas. A pesar de una recuperación en el precio del petróleo durante parte del primer semestre, factores como el debilitamiento de la demanda en Asia y señales de recorte en el consumo de materias primas en Europa podrían presionar a la baja los ingresos por exportaciones en los próximos meses. Los mercados financieros siguen atentos al impacto de una política monetaria contractiva en economías desarrolladas, lo cual podría generar nuevas salidas de capital de mercados emergentes, con efecto negativo sobre el tipo de cambio, el costo del endeudamiento del país y el crecimiento económico. Aunque el peso colombiano se apreció moderadamente en el primer trimestre, recientes episodios de aversión al riesgo han revertido parte de ese comportamiento.

El elevado nivel de precios en la economía local, junto con los efectos rezagados de la reforma tributaria del actual gobierno, siguen afectando el consumo de los hogares y la inversión empresarial. En un entorno de tasas reales elevadas, la capacidad de financiamiento se ha visto restringida, mientras que el aumento del 16% en el salario mínimo desde enero de 2025 ha tenido un impacto mixto: por un lado, impulsa el ingreso disponible de ciertos segmentos de la población, pero por otro, incrementa los costos laborales para las empresas, afectando potencialmente la creación de empleo formal. A esto se suman las reformas estructurales impulsadas por el gobierno nacional, como la reforma pensional y la del sistema de salud, así como cambios en el esquema de contratación estatal y en el gasto público, que han generado incertidumbre en los agentes económicos y podrían tener efectos importantes sobre la confianza inversionista y la estabilidad jurídica. La ruptura de la regla fiscal y un nivel de gasto público equiparable al que se vivió en la pandemia del COVID han acentuado aún más la incertidumbre frente a las finanzas públicas. Todo esto plantea un entorno de vigilancia constante para los mercados financieros colombianos de cara al segundo semestre de 2025.

d. Riesgos de FX:

El peso colombiano registró un desempeño favorable durante el primer semestre de 2025, con una apreciación sostenida frente al dólar que contrasta con la fuerte devaluación observada en 2022. La Tasa Representativa del Mercado (TRM) alcanzó niveles máximos cercanos a los $4 460 COP/USD en abril, pero cerró junio por debajo de los $4 050, lo que representó una apreciación cercana al 10% en lo corrido del año. Esta revaluación ha estado asociada a un entorno internacional más favorable para monedas emergentes, un debilitamiento del dólar a nivel global, la estabilidad en los precios del petróleo y el atractivo de Colombia en estrategias de *"carry trade"*, debido al diferencial positivo de tasas de interés frente a países desarrollados. A pesar de ello, la volatilidad del tipo de cambio se mantuvo en niveles elevados, con una volatilidad anualizada cercana al 14%, lo que refleja una alta sensibilidad a factores externos como las decisiones de política monetaria en EE. UU. y los episodios de aversión al riesgo.

La encuesta de expectativas del Banco de la República publicada a junio de 2025 refleja una convergencia en las proyecciones de cierre de TRM para el año, con valores que oscilan entre $4 200 y $4 350, mostrando una reducción en la dispersión frente a lo reportado en diciembre de 2022, cuando los analistas estimaban un rango más amplio entre $4 500 y $5 300. Esta menor dispersión evidencia una percepción de mayor estabilidad en la dinámica cambiaria del país. Sin embargo, factores como la evolución del precio del petróleo, la dirección futura de las tasas de interés internacionales y las decisiones de política económica interna, continúan siendo determinantes clave para la trayectoria del tipo de cambio en lo que resta del año.

En la medida en que persistan los flujos hacia activos de calidad en entornos de incertidumbre global, y los inversionistas mantengan una preferencia por monedas de bajo riesgo, el dólar podría revaluarse nuevamente, ejerciendo presión sobre el peso colombiano. Esto tendría un impacto directo sobre las obligaciones en moneda extranjera, los costos de importación, la balanza comercial y el nivel general de precios. Adicionalmente, cualquier deterioro en las condiciones fiscales o en la confianza sobre la política económica local podría provocar movimientos bruscos en la TRM, lo que obliga a mantener un monitoreo constante del comportamiento del tipo de cambio y su incidencia sobre los diferentes sectores de la economía colombiana.

4. Rentabilidad, Volatilidad y Comisiones de cada Portafolio:

La rentabilidad neta E.A. descontada la comisión de administración, la volatilidad de los últimos 180 días y las comisiones fijas E.A. cobradas para cada uno de los portafolios administrados en el Fondo Voluntario de Pensiones Colseguros se señala a continuación:

Fondo Voluntario de Pensiones | Administrado por Allianz 150

Rentabilidades Acumuladas
30 de junio de 2025

Portafolios Abiertos	30 días		180 días		Año Corrido		365 días	Desde inicio		Volatilidad últimos 6 meses	Fecha de inicio	Comisión Fija de Adm (%EA)*	Valor Unidad	Valor Fondo
Nombre	Periodo	EA	Periodo	EA	Periodo	EA	EA	Periodo	EA					
Acciones Colombia	3,46%	51,24%	24,51%	55,97%	24,51%	55,97%	19,42%	-0,62%	-0,04%	15,58%	15-feb-11	3,00%	$ 9.938,06	$ 6.244.922.256
Diversificado	-0,09%	-1,13%	0,37%	0,76%	0,37%	0,76%	3,24%	50,05%	3,10%	4,63%	15-mar-12	3,00%	$ 15.004,71	$ 34.132.452.589
Plan de Ahorro Educativo	0,55%	6,91%	3,45%	7,12%	3,45%	7,12%	7,38%	60,01%	4,89%	0,49%	28-ago-15	2,00%	$ 16.001,09	$ 1.364.953.913
Renta Fija Mediano Plazo	-0,60%	-7,04%	-2,79%	-5,58%	-2,79%	-5,58%	1,16%	193,69%	4,83%	3,94%	27-ago-02	3,00%	$ 2.936,87	$ 42.019.675.808
Vista Conservador	0,39%	4,86%	4,05%	8,39%	4,05%	8,39%	8,96%	77,47%	5,05%	0,64%	7-nov-13	1,50%	$ 17.747,22	$ 133.339.109.304
Deuda Corporativa Pesos	0,25%	3,11%	3,48%	7,19%	3,48%	7,19%	8,40%	24,22%	10,65%	2,42%	10-may-23	2,50%	$ 12.422,00	$ 42.593.559.571
Basf Quimica	-1,10%	-12,59%	-1,53%	-3,09%	-1,53%	-3,09%	2,98%	150,82%	5,69%	4,07%	24-nov-08	1,65%	$ 25.081,50	$ 9.400.402.833
Invest Plus Corto Plazo 360	0,63%	7,91%	4,35%	9,02%	4,35%	9,02%	0,00%	6,28%	8,08%	0,39%	17-sep-24	1,50%	$ 10.628,12	$ 38.108.619.341
Cerrado a 1 año permanencia	0,64%	8,01%	4,42%	9,16%	4,42%	9,16%	0,00%	4,73%	8,66%	0,32%	9-dic-24	1,50%	$ 10.472,52	$ 26.093.365.962
Global Master	-2,01%	-21,94%	0,00%	0,00%	-3,55%	-11,11%	0,00%	-3,55%	-11,11%	15,20%	10-mar-25	3,00%	$ 9.645,21	$ 25.632.611.753

Portafolios Cerrados	30 días		180 días		Año Corrido		365 días	Desde inicio		Volatilidad últimos 6 meses	Fecha de inicio	Comisión Fija de Adm (%EA)*	Valor Unidad	Valor Fondo
Nombre	Periodo	EA	Periodo	EA	Periodo	EA	EA	Periodo	EA					
Futurall	0,49%	6,11%	5,37%	11,18%	5,37%	11,18%	8,40%	126,74%	8,50%	2,80%	19-jun-15	0,70%	$ 22.673,80	$ 3.960.163.262
Investplus UVR	-0,16%	-1,93%	1,62%	3,31%	1,62%	3,31%	4,96%	32,53%	8,46%	9,94%	11-ene-22	2,00%	$ 13.253,34	$ 11.143.780.917
Más Colombia	-1,34%	-15,18%	-17,00%	-31,47%	-17,00%	-31,47%	-39,37%	-34,44%	-5,45%	29,08%	20-dic-17	0,10%	$ 6.556,43	$ 1.688.404.327
Inversiones Inmobiliarias	-9,16%	-68,92%	-11,89%	-22,65%	-11,89%	-22,65%	-9,96%	-38,16%	-7,97%	38,90%	17-sep-19	2,20%	$ 6.184,02	$ 18.673.366.949
InvestPlus Renta	-0,22%	-2,61%	2,48%	5,10%	2,48%	5,10%	6,61%	13,96%	7,55%	3,28%	14-sep-23	1,00%	$ 11.395,78	$ 9.434.111.091
Invest Plus Capital Protegido	0,89%	11,35%	4,95%	10,29%	4,95%	10,29%	5,78%	6,35%	5,65%	5,03%	17-may-24	2,20%	$ 10.635,28	$ 9.595.034.446

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA Allianz Seguros de Vida S.A.

* La Comisión de administración se liquida y causa diariamente con el valor de cierre del Fondo del día anterior. La comisión diaria es igual al valor del Fondo al cierre del día anterior multiplicado por el porcentaje cobrado y dividido entre 365. Esta comisión se cancela de forma mensual a la Sociedad Administradora.

Durante el primer trimestre de 2025 se fusionaron los portafolios: Acciones Global ESG, Renta Fija dólar e Invest Plus con el Portafolio Global Master. Este último se creó en marzo de 2025.Las comisiones aplicarán en seguimiento a lo establecido en el Reglamento del Fondo para los portafolios gestionados, la cual es liquidada diariamente y cobrada mensualmente sobre el saldo de los recursos de cada partícipe y es informada igualmente en el prospecto de cada uno de los portafolios.

5. Situaciones de Conflictos de Interés:

Se considerarán como situaciones generadoras de conflictos de interés que deben ser administradas y reveladas por la Sociedad Administradora, las señaladas en el Artículo 3.1.1.10.2 en el Decreto 2555 de 2010, o cualquier norma que la modifique, complemente o derogue, así como cualquier otra situación en la que la Sociedad Administradora, el gerente o los miembros del comité de inversiones tengan intereses particulares diferentes a los intereses del Fondo, entre otras:

1. La celebración de operaciones donde concurran las órdenes de inversión de varios fondos de inversión colectiva, fideicomisos o portafolios administrados por una misma sociedad, o gestionados por un mismo gestor externo en caso de existir, sobre los mismos valores o derechos del contenido económico, caso en el cual se deberá realizar una distribución de la inversión sin favorecer ninguno de los fondos de inversión colectiva partícipes, en detrimento de los demás, según se establezca en el código de gobierno corporativo.

2. De acuerdo con lo establecido en el numeral 2 del artículo 3.1.11.1.2 del Decreto 2555 de 2010, o las normas que hagan sus veces, la Sociedad Administradora, sus Vinculados, y las empresas del mismo grupo empresarial en Colombia podrán realizar inversión directa o indirecta en el Fondo, en las siguientes condiciones:

a) El porcentaje máximo de participación será el quince por ciento (10%) del valor del Fondo al momento de hacer la inversión. Para efectos de calcular este porcentaje máximo, se tendrá en cuenta la inversión de todos los Partícipes a que se refiere esta cláusula.

b) La Sociedad Administradora, sus Vinculados, y las empresas del mismo grupo empresarial en Colombia conservarán las participaciones que hayan adquirido durante un plazo mínimo de un (1) año cuando el término de duración del Fondo sea superior a dicho plazo, o durante la mitad del término previsto para la duración del Fondo cuando éste sea inferior a un (1) año.

Para el período reportado con corte a junio 2025 no se presentó ninguna situación de conflicto de interés.

6. Estados Financieros:

FONDO VOLUNTARIO DE PENSIONES – COLSEGUROS ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Cifras en millones de pesos)	jun-25	Análisis vertical	dic-24	Análisis vertical	Análisis horizontal Var. Absoluta	 Var. Relativa
Efectivo y equivalentes de efectivo	35.922	8.64%	72.807	18.31%	- 36.885	-50.66%
Inversiones	379.893	91.34%	324.722	81.66%	55.171	16.99%
Cuentas por cobrar	80	0.02%	112	0.03%	- 32	-28.57%
Total Activo	415.895	100.00%	397.641	100.00%	18.254	4.59%
Cuentas por pagar	678	0.16%	628	0.16%	50	7.96%
Total Pasivo	678	0.16%	628	0.16%	50	7.96%
Patrimonio	415.217	99.84%	397.013	99.84%	18.204	4.59%
Total Pasivo y Patrimonio	415.895	100.00%	397.641	100.00%	18.254	4.59%
ESTADO DEL RESULTADOS						
Ingresos operacionales	69.221	17%	60.967	15%	8.254	-12%
Gastos operacionales	62.993	15%	36.432	9%	26.561	-42%
Rendimientos abonados del periodo	6.228	1%	24.535	6%	- 18.307	294%

GASTOS OPERACIONALES	jun-25	Análisis vertical	dic-24	Análisis vertical	Participación / Pas + Patrim. Jun-25	Participación / Pas + Patrim. Dic-24
Comisión por Administración del Fondo	4.082	6.48%	6.950	19.08%	0.98%	1.75%
Pérdida en Valoración de Inversiones Negociables en Títulos de Deuc	20.498	32.54%	14.171	38.90%	4.93%	3.56%
Pérdida en Valoración de Inversiones Negociables en Títulos Participa	36.897	58.57%	14.498	39.79%	8.87%	3.65%
Pérdida en Venta de Inversiones	645	1.02%	377	1.03%	0.16%	0.09%
Pérdida en Valoración de Operaciones de Contado	0	0.00%	51	0.14%	0.00%	0.01%
Depositos a la vista en moneda extranjera	0	0.00%	0	0.00%	0.00%	0.00%
Otros	871	1.38%	385	1.06%	0.21%	0.10%
	62.993	100.00%	36.432	100.00%	15.15%	9.16%

Igualmente se podrá acceder a los estados financieros del Fondo Voluntario de Pensiones Colseguros con corte a junio 2025 y comparativo con diciembre 2024 a través del siguiente link: allianz.co