

INFORME MENSUAL ECONOMICO Y DE MERCADOS NOVIEMBRE 2025

1. Fundamentales y Expectativas

En Estados Unidos, el presidente Donald Trump firmó un acuerdo de financiación temporal que puso fin a 43 días de cierre del gobierno federal, vigente hasta el 30 de enero de 2026. Con ello, más de 800.000 empleados federales retomaron sus funciones y nóminas, mientras que los beneficiarios del Programa de Asistencia Nutricional Suplementaria comenzaron a recibir pagos ajustados a cronogramas estatales.

Se publicaron datos relevantes en el país norteamericano como el Índice de Precios al Productor (IPP) registrado en septiembre, donde la métrica subió 0,3% mensual y 2,7% anual, en línea con lo esperado. El alza se explicó principalmente por bienes de demanda final, impulsados por energía y alimentos. El IPP núcleo avanzó 0,1% en el mes y 2,9% anual. Entre tanto, la confianza del consumidor del Conference Board cayó en noviembre a 88,7 desde 95,5, su nivel más bajo desde abril, reflejando menor optimismo en empleo e ingresos. Mientras las solicitudes de subsidio por desempleo bajaron a 216.000, señalando estabilidad laboral.

Las minutas de la última reunión de la Reserva Federal evidencian un comité dividido: mientras varios miembros, como minoría de la decisión, consideraron adecuado mantener las tasas estables ante la incertidumbre entre inflación y desempleo, los demás dejaron abierta la opción de un nuevo recorte en diciembre si la economía avanza según lo previsto.

El Libro Beige de la Reserva Federal (FED) indicó que la actividad económica en EE. UU. se mantuvo estable, con señales de menor gasto del consumidor y un mercado laboral más débil en varios distritos. Predominan congelaciones de contratación y reemplazos uno a uno, aunque aumentan los anuncios de despidos. El informe cobra relevancia tras el vacío estadístico por el cierre federal. Por su parte el gobernador de la Reserva Federal de Christopher Waller consideró adecuado un recorte de 25 pbs en diciembre por menor inflación y debilidad laboral, aunque advierte incertidumbre en enero por falta de datos tras el cierre gubernamental.

Se publicaron datos macro en Japón, la zona euro y Reino Unido; en el tercer trimestre de 2025, el PIB real de Japón cayó 1,8% anual y 0,4% trimestral, afectado por la débil demanda interna y las exportaciones, pese a leves avances en consumo e inversión empresarial. En la zona euro, la inflación anual se situó en 2,1% en octubre, ligeramente inferior al mes previo y en línea con el consenso, con mayor aporte de servicios y alimentos, mientras la energía restó; las tasas más bajas se registraron en Chipre, Francia e Italia y las más altas en Rumanía, Estonia y Letonia. En Reino Unido, el IPC anual descendió a 3,6% desde 3,8%, destacando alzas en educación, alcohol, tabaco y vivienda, y un incremento mensual de 0,4%, acorde con lo esperado.

La producción industrial de la zona euro aumentó 0,2% mensual, por debajo del 0,7% esperado, con alzas en bienes intermedios (0,3%), de capital (0,39%) y energía (1,2%), pero caídas en bienes de consumo duradero (-0,5%) y no duradero (-2,6%).

En el Reino Unido, el PIB creció apenas 0,1% trimestral en el tercer trimestre de 2025, por debajo del 0,2% esperado, mientras que en septiembre cayó 0,1% mensual y avanzó 1,1% anual, también menor a lo previsto. La producción industrial se redujo 2,0% mensual, afectada principalmente por una fuerte caída de 28,6% en la producción automotriz.

El Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés en 4,0%, en línea con lo esperado, la decisión fue tomada en medio de una votación dividida que refleja posibles recortes en diciembre si la inflación, actualmente la más alta del G7 y casi el doble de la meta del 2%, no mejora y la economía sigue débil.

En Colombia, el DANE reveló los datos de crecimiento de la economía observados en tercer trimestre del año, el PIB registró un sólido crecimiento de 3,6% anual en el periodo, superando las expectativas del mercado y reflejando el buen desempeño de la economía. El avance estuvo impulsado por la administración pública, defensa, educación y salud, con un fuerte incremento de 8,0%, además del dinamismo en comercio mayorista y minorista con el 5,6% y en la industria manufacturera con el 4,1%. Aunque minería y construcción mostraron descensos, el balance general fue positivo, con un aumento de 1,2% frente al trimestre anterior. Ente tanto, en septiembre, el Índice de Seguimiento a la Economía alcanzó un crecimiento anual de 4,03%, impulsado principalmente por las actividades terciarias del 4,54% anual, especialmente servicios como administración pública, educación, salud, recreación y otros, que en conjunto avanzaron 7,5%; las actividades primarias crecieron 2,33% y las secundarias 3,55%.

De acuerdo con lo reportado por el DANE, la Productividad Total de los Factores (PTF) en Colombia fue 0,91% en el 3T25, mientras el valor agregado creció 2,91%, impulsado por servicios laborales (1,23 p.p.) y de capital (0,76 p.p.). Estos datos, junto con el mercado laboral y el IPC, serán clave para la negociación del salario mínimo 2026.

En materia de comercio internacional, las exportaciones con corte a septiembre sumaron USD\$4.621,3 millones, un aumento del 11,1% frente al año anterior, impulsado por el sector de agropecuarios, alimentos y bebidas. Los principales aportes fueron de combustibles e industrias extractivas (42,1%), seguidos por agro alimentos (26,8%), manufacturas (22%) y otros sectores (9,1%). No obstante, las exportaciones de petróleo cayeron 11,9% respecto a septiembre de 2024, con 13,7 millones de barriles vendidos. Por su parte, las importaciones en el país registradas en septiembre crecieron 18,7% anual hasta USD\$ 6.129 millones, impulsadas por bienes de consumo, intermedios y de capital; en el acumulado enero-septiembre subieron 10,9% anual, reflejando fuerte demanda interna, aunque el déficit comercial se amplió a USD\$ 1.164 millones de dólares.

El desempleo en el país se consolida en niveles históricamente bajos, marcando 8,2% en octubre y manteniendo una tendencia estable desde marzo (entre 8,8% y 9%). Esta mejora refleja un mercado laboral más sólido, con 977.000 nuevos empleos en el último año y descensos sostenidos en la tasa juvenil (14,7%). Aunque persisten brechas de género y territoriales, la tendencia general confirma estabilidad y recuperación.

En Colombia, el recaudo tributario entre enero y octubre alcanzó Cop\$ 249,12 billones, creciendo 11,28% frente al año anterior. En octubre, la DIAN recaudó Cop\$ 19,7 billones (+15,91% a/a), impulsado por retención en la fuente, aranceles, otros gravámenes, IVA en aduanas y cierre de declaraciones de renta.

2. Mercados Internacionales

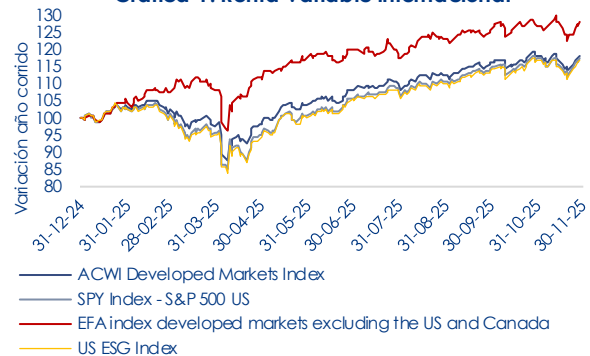
• Renta Variable Internacional

En noviembre los mercados accionarios internacionales se vieron ligeramente impulsados por un entorno monetario más acomodaticio tras recortes de tasas por la Fed y otros bancos centrales, expectativas de crecimiento moderado con señales de estabilización en EE.UU. y Asia, y sólidos resultados corporativos liderados por tecnología e inteligencia artificial. La distensión parcial en tensiones comerciales entre EE.UU. y China y la reducción temporal de riesgos logísticos contribuyeron al optimismo, aunque persistieron focos geopolíticos como la guerra en Ucrania y conflictos en Medio Oriente. Este contexto favoreció una rotación hacia mercados desarrollados fuera de EE.UU., no obstante, la volatilidad se evidenció por cuenta de la posibilidad que la Reserva Federal (FED) no reduzca las tasas de interés en diciembre. De esta forma, el índice ACWI de mercados desarrollados presentó un retorno total del 0,04% en el mes, por su parte, el S&P 500 subió solamente un 0,25% en el periodo. De otro lado, mercados desarrollados que excluyen Estados Unidos y Canadá repuntaron solo el 0,74% en el mes. Mercados emergentes observaron un ajuste bajista cercano al 1,8% como retorno total en el periodo (gráfica 1). La volatilidad se disparó bajo las consideraciones de política monetaria en el país norteamericano, es así como la volatilidad del S&P 500, medida mediante el índice VIX, alcanzó niveles cercanos a los 29 puntos, y retornó nuevamente hacia los 17 puntos al cierre del mes, comportamiento muy similar a lo registrado en octubre (gráfica 2).

• Renta Fija Internacional

El mercado reaccionó inicialmente con alzas en rendimientos de bonos por expectativas de menores recortes de tasas y fortalecimiento del dólar. Sin embargo, las consideraciones de un mercado laboral débil en Estados Unidos y comentarios de la FED a favor de recortes elevaron la probabilidad de ajuste en diciembre, impulsando la recuperación de la renta fija y moderando la apreciación del dólar. De esta manera, los títulos del Tesoro de vencimiento 10 años cierran el mes alrededor de 4,01%, es decir una reducción cercana a los 7 puntos básicos frente al cierre de octubre, no obstante, alcanzaron un máximo del 4,16%. En Europa, la moderación del ciclo de recortes del Banco Central Europeo (BCE) y las señales de haber alcanzado una "posición cómoda" provocaron que los rendimientos de los bonos soberanos eurozona subieran. A cierre de mes, la rentabilidad a 10 años aumentó aproximadamente 0,06 puntos porcentuales en Alemania (2,75 %), Francia (3,48 %), Italia (3,47 %) y España (3,23 %). Esto se explicó por expectativas de que no habría más recortes y por advertencias del BCE sobre los riesgos de deuda soberana (gráfica 3).

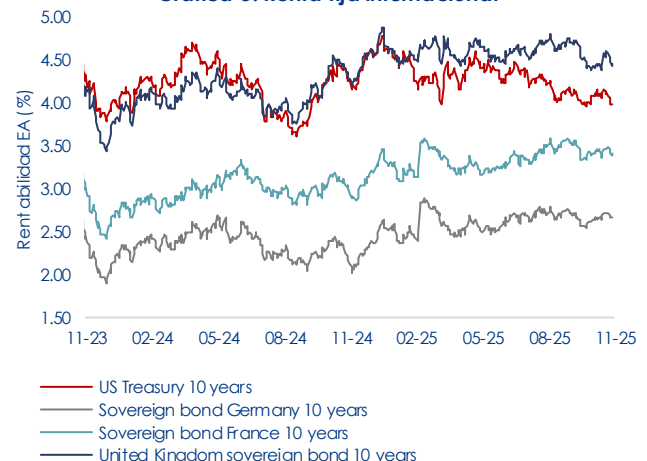
Gráfica 1. Renta variable internacional



Gráfica 2. Índice de volatilidad - VIX



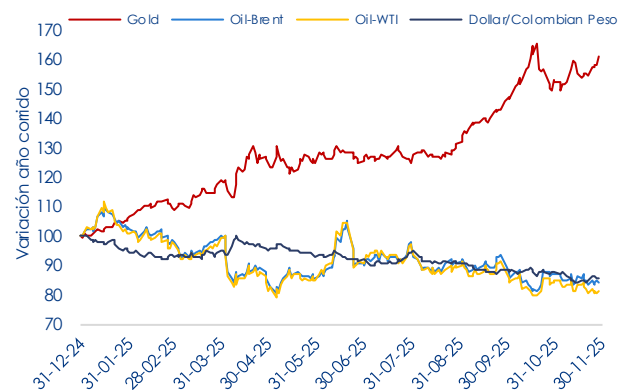
Gráfica 3. Renta fija internacional



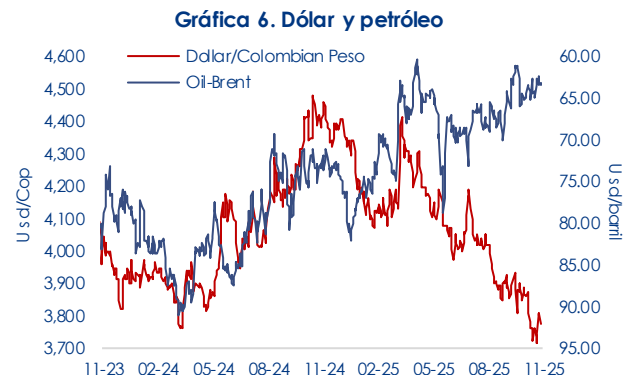
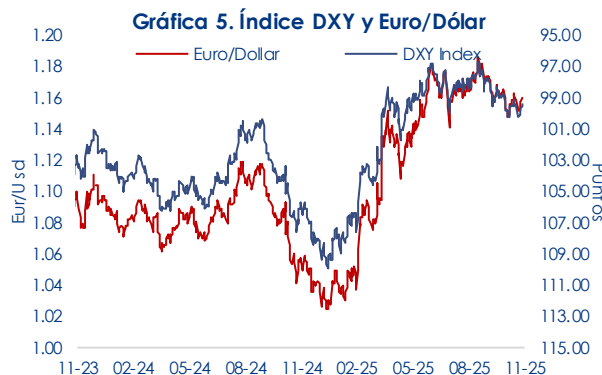
- **Commodities**

Los mercados de commodities mostraron un comportamiento mixto: el petróleo retrocedió por exceso de oferta global y expectativas de menor demanda, mientras el gas natural se fortaleció por alta demanda de GNL y tensiones geopolíticas. Los metales industriales, como el cobre, se mantuvieron firmes impulsados por la transición energética, y el oro estabilizó su precio tras un rally previo, sostenido por compras de bancos centrales. En general el dólar relativamente fuerte en el mes y la incertidumbre sobre la política monetaria influyeron en precios, aunque las expectativas de recortes de tasas por parte de la FED y preocupaciones geopolíticas añadieron volatilidad al cierre del mes. Para el caso de la energía, particularmente el petróleo, la sobreoferta estimada por la Agencia Internacional de Energía (AIE) y la decisión de la OPEP+ de mantener congelados los incrementos de producción hasta marzo de 2026 presionaron los precios del crudo a la baja. De esta forma el petróleo de referencia Brent bajó 2,4% en el mes cerrando en sobre los USD\$ 63,20 el barril; por su parte, la referencia WTI cayó cerca del 4% en noviembre cerrando sobre los USD\$ 58,5 el barril (gráfica 4).

Gráfica 4. Commodities y dólar



- **Comportamiento de las Divisas**



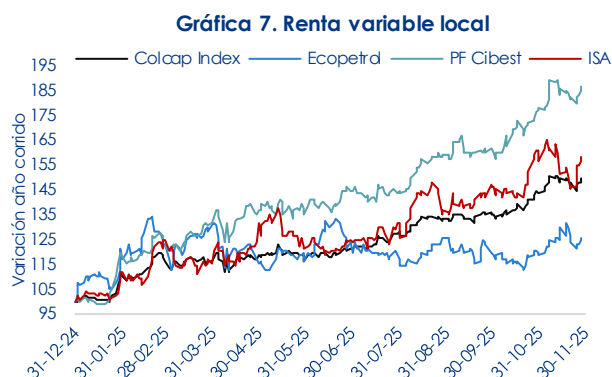
El dólar se fortaleció globalmente: El índice DXY cerró cerca de 100,8 lo que corresponde a un 1,1% de incremento mensual, impulsado por la expectativa de una política monetaria cautelosa de la FED, la postura estable del BCE y presiones sobre el yen por el Banco de Japón (BoJ). El flujo hacia activos refugio y mayores rendimientos de bonos en EE. UU. reforzaron la demanda de la moneda, mientras el dólar fuerte presionó precios de commodities (gráfica 5).

En Colombia el peso se apreció 2,7%, cerrando en \$3.755, uno de los niveles más bajos en cuatro años. Este comportamiento se explicó principalmente por la monetización de divisas por parte del Ministerio de Hacienda (USD\$ 1.500 millones en las dos primeras semanas y ventas continuas en meses previos) y por el ajuste al alza en las expectativas de la tasa de intervención del Banco de la República, ante la sorpresa alcista tanto en la inflación como en el crecimiento de la economía en el tercer trimestre. A lo largo del año se observa una apreciación del peso del 17,3%.

3. Mercado Local

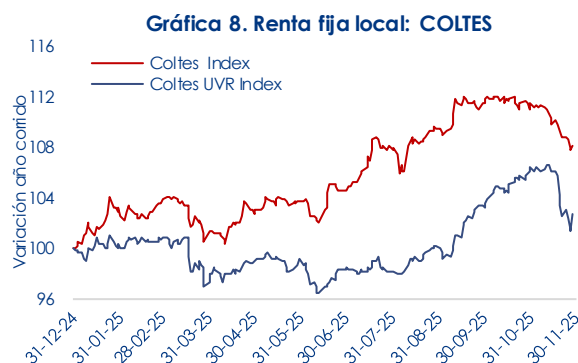
- **Renta Variable**

El mercado bursátil local continua su buen desempeño en medio de los buenos resultados registrados en el crecimiento del PIB de tercer trimestre y la dinámica de la demanda privada. El índice MSCI COLCAP presentó una valorización del 4,4% en el mes, nuevamente alcanzando niveles históricamente altos. En general se destacó el buen desempeño en el mes de Almacenes Éxito (24,3%) como consecuencia al ingreso nuevamente dentro de la canasta del índice MSCI Colcap, Grupo de Inversiones Suramericana (17,7%) y Grupo Argos Preferencial (10,8%). Por su parte, y de peor desempeño en el periodo se encuentran Grupo Davivienda (-7,2%), Promigas (-2,02%) y PEI (-1,65%). Ecopetrol repuntó un 5,6% en el mes (gráfica 7).



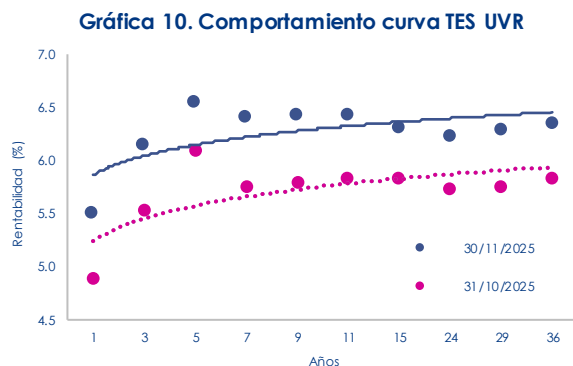
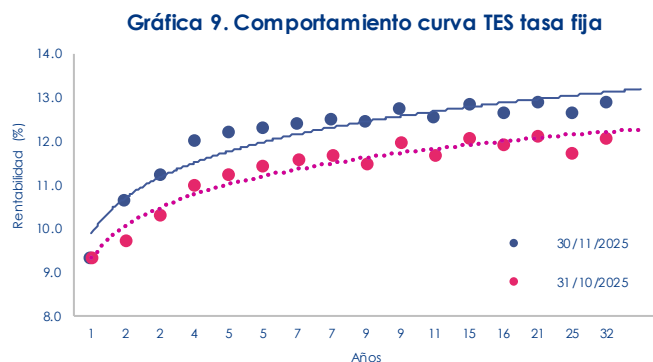
- **Renta Fija**

A nivel internacional, en noviembre se observó un cambio significativo en las expectativas sobre recortes de la tasa de la Reserva Federal (FED). Tras el segundo descenso de -25 pb en octubre, las proyecciones para 2025 y 2026 aumentaron debido a comentarios más agresivos de miembros de la FED. Como resultado, la probabilidad de un tercer recorte en diciembre cayó por debajo del 30%, tras publicarse las minutas que reflejaron división interna y preocupación por la inflación. En Colombia, las expectativas de tasa del Banco de la República (BR) aumentaron significativamente, impulsando ajustes al alza en las curvas de rendimientos soberanas. La curva swap IBR pasó de descontar 9,5% a 10,5% en 12 meses, debido a sorpresas inflacionarias, alta indexación y fuerte demanda interna. Las expectativas de inflación del mercado y analistas alcanzaron máximos recientes, superando el rango meta del BR. Además, el PIB del 3Q creció 3,6% por expansión del gasto público y la demanda privada, lo que presiona la inflación y deteriora el balance externo. Ante esto, 4 de 7 codirectores del BR sugirieron posibles alzas de tasas, y las proyecciones para 2026 subieron de 8,25% a 10%. A esto se sumó mayor oferta de TES, con canjes que incrementaron el saldo en más de Cop \$12 billones, contribuyendo a las desvalorizaciones. El índice Coltes TF bajó un -3,02% en el mes, por su parte el índice Coltes UVR registro una caída del -3,53% en el undécimo mes del año (gráfica 8).



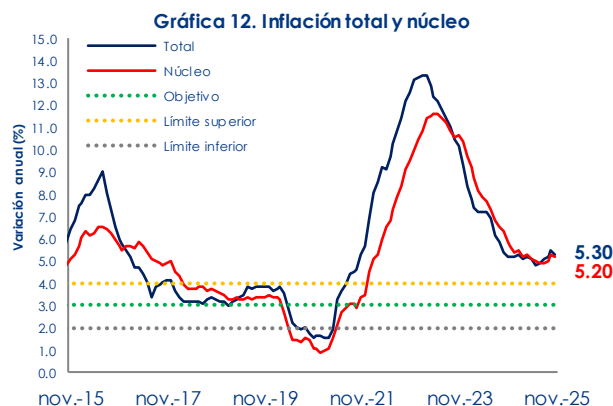
De esta forma, la curva de rendimientos de la deuda soberana local, medida a través de los bonos 'on the run' nominales o emitidos en tasa fija (TES Cop), subió en noviembre 80 puntos básicos en promedio y presenta un patrón de empinamiento. A lo largo del año la curva muestra un alza promedio de 53 puntos básicos (gráfica 9).

La curva indexada a la inflación y denominada en UVR (TES UVR) observó un ajuste alcista de sus tasas en promedio de 55 puntos básicos en el mes. Frente al cierre de 2024 se ha incrementado en 100 puntos básicos en promedio y continúa presentando un alto nivel de aplanamiento (gráfica 10).



El Banco de la República, prevé que la inflación tardará más en llegar a la meta del 3%. De acuerdo con el último informe de política monetaria, el equipo técnico del emisor ahora estima una inflación de 5,1% en 2025 y 3,6% en 2026, ambas cifras arriba del 4,7% y 3,2% respectivamente proyectadas en la revisión anterior. Recordando que la tasa de intervención se encuentra en el 9,25%, el gerente del Banco de la República, Leonardo Villar, comentó que la opción de seguir bajando la tasa de interés se ha vuelto menos probable y que incluso podría ser necesario revertir algunos de los recortes recientes. Explicó que varios miembros de la Junta ya consideraban esa posibilidad, y añadió que Colombia enfrenta retos importantes para continuar con las reducciones (gráfica 11).

El DANE reveló los datos de inflación observados en noviembre, los precios al consumidor se incrementaron en 0,07% en el mes, muy por debajo a lo esperado por el consenso de los analistas del 0,20% y del 0,18% registrado en octubre, de esta forma la variación anual baja 0,21% hasta el 5,30%. El fenómeno lo explica particularmente la reducción en los precios en el mes de los rubros correspondientes a Alimentos y bebidas no alcohólicas (-0,72%) y Recreación y cultura (-0,48%). Los principales rubros alcistas fueron Salud (0,71%); Bebidas alcohólicas y tabaco (0,44%); y Bienes y servicios diversos (0,39%). La inflación núcleo baja 0,05% hasta el 5,20% (gráfica 12).



4. Perspectivas

Los mercados en Estados Unidos en el corto plazo enfrentan un escenario mixto: se espera una desaceleración moderada del crecimiento económico y la inflación, lo que podría permitir a la Reserva Federal iniciar recortes de tasas en 2025, brindando cierto soporte a los activos de riesgo. Las ganancias corporativas siguen mostrando solidez, con crecimientos de doble dígito en 2025, aunque se anticipa una moderación en los próximos trimestres por presiones en márgenes derivadas de aranceles y costos. Sin embargo, las valoraciones y/o múltiplos se mantienen elevadas. En general se prevé cautela por parte de los inversionistas, donde la clave será el equilibrio entre estímulo monetario, evolución de la inflación y los resultados corporativos. En cuanto a la renta fija, las expectativas de

recortes de tasas por parte de la Reserva Federal podrían favorecer una apreciación en los precios de los bonos y reducir los rendimientos, especialmente en la parte corta y media de la curva. Actualmente, las tasas reales siguen relativamente altas, lo que ha mantenido atractivo el 'carry' en bonos del Tesoro y corporativos de alta calidad, pero las valoraciones ya reflejan parte de este escenario, limitando el potencial adicional. El riesgo principal radica en que la inflación no ceda tan rápido como se espera, lo que retrasaría los recortes y presionaría nuevamente las tasas de los bonos al alza.

En cuanto al comportamiento de los commodities, el petróleo y el gas enfrentan presión bajista por exceso de oferta y menor demanda global, aunque el gas podría repuntar en invierno por las expectativas sobre el nivel de sus exportaciones; los metales industriales podrían corregir ligeramente, pero los precios de oro y plata podrían mantenerse fuertes ante expectativas de recortes de tasas y compras de bancos centrales. En general, la política monetaria, la fortaleza del dólar, la dinámica geopolítica y los riesgos climáticos serán los principales factores que determinarán la volatilidad en los próximos meses.

En el corto plazo, el dólar muestra parece presentar un escenario con tendencia al debilitamiento frente a las principales divisas, impulsada por expectativas de recortes de tasas por la Reserva Federal y menor demanda global de refugio. Esta depreciación favorece las exportaciones estadounidenses y mejora la competitividad internacional, pero encarece las importaciones y puede añadir presión inflacionaria interna. En mercados emergentes, el dólar también perdería terreno frente a monedas como el peso colombiano y mexicano.

En Colombia, el comportamiento del dólar estará influenciado principalmente por la dinámica de las expectativas de inflación y tasas de interés a nivel local, sumado al impacto del factor político en el marco de las elecciones legislativas y presidenciales de 2026. A esto se añaden consideraciones internacionales como la tendencia global hacia menores tasas en Estados Unidos, la debilidad del dólar frente a otras divisas y la evolución de los flujos de capital hacia mercados emergentes, factores que podrían reforzar presiones revaluacionistas en el corto plazo, aunque la volatilidad seguirá presente ante riesgos geopolíticos y cambios en la política monetaria global.

En el mercado de renta fija local, las perspectivas estarán marcadas por su puesto por factores externos, particularmente por la orientación sobre política monetaria por parte de la Reserva Federal, mientras a nivel interno, la definición del salario mínimo en diciembre será determinante, ya que su magnitud incidirá en las expectativas de inflación y en la trayectoria de las tasas de interés, afectando directamente el mercado de deuda pública. Además, las decisiones del Banco de la República y las publicaciones sobre inflación y actividad económica seguirán siendo claves para la curva local.

En cuanto a la renta variable, el mercado accionario colombiano ha tenido un desempeño sólido durante el año, impulsado por el crecimiento económico y la mejora en los indicadores laborales, lo que sugiere una dinámica favorable en el corto plazo. No obstante, este panorama positivo convive con riesgos importantes: los precios de varios activos se encuentran en niveles históricamente altos, lo que aumenta la probabilidad de correcciones a medida que los inversionistas busquen materializar ganancias. A ello se suma un escenario político y electoral marcado por incertidumbre sobre reformas estructurales y el rumbo fiscal, factores que podrían intensificar la volatilidad.

Disclaimer: El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del decreto 2555 de 2010 o las normas que los modifiquen, sustituyan o complementen.