



## **INFORME SEMESTRAL DE RENDICIÓN DE CUENTAS FONDO VOLUNTARIO DE PENSIONES COLSEGUROS**

Diciembre de 2025

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

#### **Fundamentales de la Economía Local e Internacional:**

- Contexto internacional**

#### **Coyuntura Internacional**

En la primera parte del semestre anterior, los mercados tenían bajo la lupa las consideraciones comerciales globales, toda vez, el presidente estadounidense Donald Trump intensificó la retórica comercial al anunciar un incremento del 100% en los aranceles a China, junto con nuevas restricciones a las exportaciones de software. Las medidas generaron volatilidad en los mercados, no obstante, y luego de una reunión entre Trump y Xi Jinping se anunció una reducción de aranceles a las importaciones chinas. El pacto incluyó medidas para combatir el comercio ilegal de fentanilo, reactivar las compras de soya por parte de Estados Unidos y mantener la exportación de tierras raras desde China. Como parte del acuerdo, los aranceles generales bajarán del 57% al 47%, mientras que los aplicados a los precursores del fentanilo se reducirán del 20% al 10%.

Numerosos socios comerciales de los Estados Unidos participaron activamente en las negociaciones para ultimar acuerdos a medida que se acercaba la fecha límite de los aranceles. Tras el 1 de agosto de 2025, la política comercial de Trump se endureció con la aplicación de aranceles recíprocos de entre 10% y 41% a la mayoría de sus socios, salvo aquellos que lograron acuerdos de último minuto lo que generó un escenario de tensiones con la Unión Europea, Reino Unido, China y Japón, incrementó los costos de importación y

exportación, y dejó a muchos países en incertidumbre frente a nuevas reglas de origen y negociaciones aún abiertas.

En octubre se registró un avance significativo en Oriente Medio, toda vez, Hamás e Israel alcanzaron finalmente un acuerdo de alto el fuego. Tras dos años de conflicto, esta medida representó una luz de esperanza tanto para la población de Gaza como para los rehenes israelíes que aún permanecen en cautiverio. No obstante, el acuerdo no se implementó porque las partes no aceptaron condiciones de verificación y seguridad, razón por la cual, el conflicto continúa con violencia en Gaza pese a intentos de alto el fuego, dejando una crisis humanitaria devastadora, mientras la falta de avances políticos mantiene bloqueada la solución y aumenta el riesgo de una escalada regional.

En Estados Unidos, el presidente Trump firmó un acuerdo de financiación temporal que puso fin a 43 días de cierre del gobierno federal que inició el 01 de octubre, convirtiéndose en el más largo de la historia del país; se originó por la falta de acuerdo presupuestario en el Congreso. El acuerdo estará 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. Tras semanas de paralización de agencias federales, se evidenció entonces suspensión de salarios a miles de empleados públicos y un impacto económico y político significativo tanto a nivel interno como internacional.

La captura de Nicolás Maduro por fuerzas estadounidenses el 3 de enero de 2026 ha generado una coyuntura crítica entre Venezuela y EE.UU., marcada por la incertidumbre política y un fuerte impacto económico. La operación militar dejó al país en una transición incierta, con el chavismo intentando reorganizarse bajo figuras como Delcy Rodríguez, mientras Washington plantea un plan de estabilización centrado en el control del petróleo.

## Política monetaria

En la última reunión de 2025, la Reserva Federal (FED) recortó su tasa objetivo en 25 pbs al rango 3,50% - 3,75%. La decisión fue dividida por nueve votos a favor y tres en contra, algo no visto en los últimos 37 años; el comité señaló que seguirá evaluando la información macroeconómica y proyectó para 2025 un crecimiento de 1,7%, inflación PCE de 2,9% y desempleo de 4,5%, mientras que para 2026 espera un crecimiento de 2,3%, inflación cercana al 2,4% y desempleo estable en 4,4%. A lo largo de 2025 la FED realizó 3 recortes en la tasa de los fondos federales de 25 puntos básicos cada uno, iniciando en septiembre.

Las minutas de la última reunión de la FED reflejaron desacuerdos internos sobre el rumbo de la política monetaria en 2026. Algunos miembros defendieron continuar con los recortes de tasas de interés para estimular la economía ante señales de debilidad en el empleo, mientras otros advirtieron que la inflación aún se mantiene por encima del objetivo del 2% y que relajar demasiado la política podría reavivar presiones inflacionarias. El documento mostró que, aunque se aprobó un tercer recorte consecutivo de tasas, la Fed planea mantenerlas estables en el corto plazo, subrayando la necesidad de equilibrar el riesgo de una desaceleración económica con el de un repunte inflacionario.

El Banco Central Europeo (BCE) decidió en su última reunión de diciembre de 2025 mantener los tipos de interés en el 2%, reflejando una postura de cautela ante una inflación que continúa moderándose pero aún por encima del objetivo del 2% y una economía de la eurozona que muestra señales de recuperación lenta, de esta forma, sus tres principales tasas de interés, continúan en el 2,15% para la tasa de refinanciación, 2,00% para la tasa de depósito y en 2,40% la de facilidad marginal de crédito; con ello, el BCE busca equilibrar la estabilidad de precios y el crecimiento, dejando abierta la posibilidad de ajustes futuros en 2026 si la inflación repunta o la actividad económica se acelera. En 2025 el banco implementó una política monetaria expansionista reduciendo en 5 ocasiones las tasas de interés desde enero, llevando los tipos desde niveles superiores al 3% hasta el 2,4%.

El Banco de Inglaterra (BoE) en su última decisión en diciembre recortó su tasa de referencia en 25 puntos básicos, llevándola del 4% al 3,75%, en una votación muy ajustada; el movimiento respondió a una fuerte caída de la inflación y a previsiones de estancamiento económico hacia finales de año, aunque la institución subrayó que el ritmo de reducción de los costos de endeudamiento podría ralentizarse en adelante, mostrando cautela

para evitar un relajamiento excesivo de la política monetaria en un contexto de fragilidad económica. En el transcurso del 2025, el banco realizó 4 recortes en 2025, buscando aliviar la presión sobre la economía británica.

La última decisión del Banco de Japón (BoJ) en diciembre de 2025 fue elevar su tasa de referencia en 25 puntos básicos, hasta el 0,75%, el nivel más alto en tres décadas, en una medida unánime de su junta de política monetaria. El banco justificó el ajuste por la persistencia de presiones inflacionarias internas y la necesidad de normalizar gradualmente una política que había mantenido tipos cercanos a cero durante años.

## Inflación

La inflación en Estados Unidos cerró 2025 en 2,7% interanual en diciembre, su nivel más bajo desde julio y por debajo del 3% registrado en septiembre; el comportamiento del último semestre mostró una trayectoria descendente tras un repunte en septiembre y octubre, cuando la inflación volvió a tocar el 3% en medio del cierre del gobierno federal, para luego moderarse en noviembre y diciembre gracias a la caída en algunos precios de bienes y servicios, aunque la energía y la vivienda siguieron presionando al alza; en conjunto, el semestre reflejó una economía con tensiones inflacionarias puntuales pero una tendencia general hacia la estabilización.

En la zona euro, la inflación cerró 2025 en 2,9% anual en diciembre, mostrando una tendencia descendente respecto al 3,4% registrado en junio; el comportamiento del último semestre reflejó una moderación gradual impulsada por la caída en los precios de la energía y de algunos bienes industriales, aunque los servicios, especialmente vivienda y alimentación, mantuvieron presiones al alza.

En Reino Unido la inflación se situó en 3,2% anual al cierre de 2025, mostrando una clara moderación frente al 4% de mediados de año; el último semestre estuvo marcado por una tendencia descendente gracias a la caída en los precios de la energía y los alimentos, aunque los costos de vivienda y servicios mantuvieron cierta presión. Por su parte, en Japón, la inflación cerró en 2,4% en diciembre, tras mantenerse estable en torno al 2,5% durante gran parte del semestre.

## Crecimiento económico e indicadores líderes

En Estados Unidos, se observó un crecimiento sólido en el tercer trimestre de 2025, con un avance anualizado del 4,3%, arriba del 3,3% esperado y del 3,8% del periodo anterior, impulsado principalmente por el consumo, las exportaciones y el gasto público.

La manufactura en el país norteamericano en noviembre mostró señales mixtas: el PMI del ISM se mantuvo en contracción en 48,2 puntos, reflejando debilidad en pedidos y empleo, inventarios bajos y mayor presión de costos y aranceles, mientras que el PMI de S&P Global permaneció en expansión en los 52,2 puntos, con producción y empleo al alza, aunque con una demanda moderada y acumulación de inventarios de productos terminados. En conjunto, el panorama evidencia un sector tensionado por la incertidumbre y los aranceles, con divergencias entre indicadores que sugieren resiliencia en la producción y el empleo, pero riesgos persistentes en la demanda y los precios.

La última publicación del 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.

Al cierre de 2025, el crecimiento del PIB en la zona euro se mantuvo débil, con una expansión anual cercana al 0,7%, reflejando un último semestre de estancamiento marcado por la moderación de la inflación y la caída de la demanda interna; en el Reino Unido, el PIB avanzó apenas 0,5% en el año, tras un segundo semestre con señales de desaceleración en el consumo y la inversión, pese a los recortes de tasas del Banco de Inglaterra; mientras que en Japón, la economía creció alrededor de 1,1% en 2025, con un último semestre más dinámico gracias al repunte de las exportaciones y el gasto público, aunque la inflación y la depreciación del yen limitaron la recuperación.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) actualizó sus proyecciones macroeconómicas, elevando la expectativa de crecimiento global para 2025 de 3,0% a 3,2%, mientras que la estimación para 2026 se mantuvo sin cambios.

en el 3,1%. En América Latina, el organismo ajustó al alza la previsión para 2025 de 2,2% a 2,4%, aunque redujo la de 2026 de 2,4% a 2,3%. Para Colombia, se proyecta un crecimiento de 2,5% en 2025 (frente al 2,4% previo), pero una desaceleración en 2026, con una nueva estimación de 2,3% frente al 2,6% anterior.

## • Contexto local

### Crecimiento económico e indicadores líderes

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.

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 puntos porcentuales) y de capital (0,76 puntos porcentuales).

En materia de comercio internacional, las exportaciones con corte a noviembre de 2025 sumaron USD \$4.016,6 millones, lo que representó una caída anual del 2,7% frente al mismo mes de 2024, principalmente por el retroceso en combustibles e industrias extractivas (-26%), mientras que agropecuarios, alimentos y bebidas junto con las manufacturas mostraron un desempeño positivo y compensaron parcialmente la caída. Por su parte, las importaciones alcanzaron USD \$6.482 millones en noviembre, con un aumento del 15,3% frente al año anterior, impulsadas por mayores compras de bienes de consumo, intermedios y de capital; en el acumulado enero-noviembre crecieron 11,2% anual, reflejando la fuerte demanda interna. Como resultado, el déficit comercial se amplió a USD \$2.465 millones, evidenciando la vulnerabilidad de la balanza externa ante la dependencia de los hidrocarburos y la volatilidad de los mercados internacionales.

El déficit de cuenta corriente del país en el tercer trimestre del año se amplió a 2,4% del PIB (US\$2.853 millones), el mayor desde finales de 2022, impulsado por un fuerte déficit en la balanza de bienes y en la renta de factores, parcialmente compensados por superávits en transferencias corrientes y servicios. Aunque la cuenta financiera mostró mayores entradas netas, el Banco de la República destacó que la apreciación del peso y el crecimiento nominal ayudaron a moderar el impacto en términos relativos, lo que refleja un panorama de vulnerabilidad externa con cierta contención por factores cambiarios y financieros.

En 2025 el mercado laboral en Colombia mostró una mejora sostenida, con la tasa de desempleo descendiendo desde niveles cercanos al 9% en el primer trimestre hasta cerrar noviembre en 7%, la cifra más baja para ese mes en más de dos décadas; este comportamiento estuvo impulsado por un aumento significativo en la ocupación, especialmente en sectores de servicios y comercio, y por una mayor participación laboral, aunque la persistencia de la informalidad —que supera el 55%— evidencia que, pese a la reducción del desempleo, aún persisten retos estructurales en la calidad y estabilidad del empleo.

La OCDE elevó sus proyecciones de crecimiento para Colombia a 2,8% en 2025 y 2026, y 2,9% en 2027, reflejando un desempeño mejor al previsto previamente. Considera una recuperación gradual de la inversión en un entorno marcado por incertidumbre y debilidad en construcción. Al mismo tiempo, el consumo privado se mantendría sólido, mientras que las exportaciones seguirían limitadas por restricciones de oferta y riesgos externos.

### Inflación y Política monetaria

El DANE reveló los datos de inflación observados en diciembre, los precios al consumidor se incrementaron en 0,27% en el mes, inferior a lo esperado por el consenso de los analistas del 0,35% y del 0,46% registrado en diciembre del año anterior, de esta forma la variación anual baja 0,20% hasta el 5,10%. Los principales rubros alcistas fueron Restaurantes y hoteles (1,24%); Recreación y cultura (1,04%); y Salud (0,45%). A la baja se registró Alimentos y bebidas no alcohólicas (-0,11%); y bienes y servicios para el hogar (-0,07%). La inflación núcleo baja 0,09% hasta el 5,11%. A lo largo del año y en cifras anuales la presión alcista estuvo liderada por

Restaurantes y hoteles (7,91%), donde Alojamiento contribuyó con 1,48 puntos porcentuales de la inflación total; Educación (7,36%) y Salud (7,20%), entre tanto, Alimentos repuntó el 5,07% y contribuyó con 0,95 puntos porcentuales. De esta manera la inflación total anual bajó desde el 5,20% de 2024 al 5,10% en 2025.

En su última reunión de diciembre de 2025, la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener inalterada la tasa de interés en 9,25%, con una votación dividida: cuatro miembros apoyaron dejarla estable, dos propusieron un recorte de 50 puntos básicos y uno un recorte de 25 puntos. El Banco de la República mantuvo un tono prudente en su política monetaria, destacando que, pese a la moderación de la inflación en meses recientes, el fuerte incremento decretado en el salario mínimo para 2026 podría generar nuevas presiones sobre los precios. Los analistas coincidieron en que este ajuste salarial, sumado a la persistencia de costos elevados en algunos sectores, podría limitar el margen de futuros recortes de tasas y obligar al Banrep a sostener una postura vigilante y contraccionista para evitar un repunte inflacionario, aun en un contexto de crecimiento económico más resiliente.

## Contexto político y de gobierno

A lo largo del año el recaudo tributario alcanzó Cop\$ 277,09 billones hasta noviembre, con un crecimiento anual del 10,9% frente al mismo periodo de 2024, aunque se quedó corto frente a la meta oficial de Cop\$ 305,5 billones, generando un faltante cercano a Cop\$ 11 billones; el comportamiento mensual mostró dinamismo, con Cop\$ 27,9 billones recaudados en noviembre (7,9% más que un año atrás), impulsado por impuestos a la renta y al consumo, pero limitado por la moderada expansión económica y la alta informalidad, lo que evidenció avances en gestión tributaria pero también retos estructurales para fortalecer las finanzas públicas.

Colombia se enfrenta a un importante deterioro fiscal en 2025: el déficit global se estima en un 6,2% del PIB, mientras que el déficit primario alcanzará el 3%, el nivel más alto desde 2000 (excluyendo la pandemia). La deuda pública sigue creciendo y las obligaciones del sistema de salud podrían alcanzar los 30 billones de pesos colombianos, lo que ejercería una mayor presión sobre las finanzas públicas. Esta perspectiva refleja un desequilibrio estructural entre los ingresos y los gastos, con un aumento de la inversión y el gasto corriente sin el apoyo suficiente de la recaudación de impuestos, lo que aumenta el riesgo financiero y la percepción negativa de los mercados internacionales.

El Congreso de la República aprobó el Presupuesto General de la Nación para 2026 por Cop\$ 546,9 billones. El monto sigue la propuesta del Ministerio de Hacienda e incluye recortes por Cop\$ 10 billones frente al plan inicial: Cop\$ 6 billones en gastos de funcionamiento y Cop\$ 4 billones en inversión. Los ajustes afectarían principalmente a entidades como Hacienda, Prosperidad Social y Ambiente. Aun con los recortes, el presupuesto crecería 5,3% frente al de 2025.

Posteriormente fue rechazado el proyecto de financiamiento por Cop\$ 16,3 billones radicado por el Ministerio de Hacienda en la Comisión Cuarta del Senado, lo que deja el Presupuesto General de la Nación para 2026 en Cop\$ 530,6 billones sin cubrir la porción desfinanciada; la iniciativa no prosperó porque no logró el aval de las cuatro comisiones económicas conjuntas del Congreso de la República. Bajo este escenario, el Gobierno expidió el Decreto 1390, declarando la emergencia económica y social por 30 días en todo el territorio nacional, tras el hundimiento de la reforma tributaria en el Congreso. La medida otorga al Gobierno facultades extraordinarias para crear o modificar impuestos y enfrentar el déficit para este año.

En octubre se intensificó el conflicto diplomático entre Estados Unidos y Colombia, luego de que el presidente Donald Trump acusara al presidente Gustavo Petro de encubrir el narcotráfico, lo que llevó a la suspensión de ayuda antidrogas y anunciar nuevos aranceles. En respuesta, Petro defendió su lucha contra el narcotráfico y criticó duramente a Trump. Como repercusión se confirmó la descertificación de Colombia por parte de Estados Unidos respecto a la lucha contra las drogas, de acuerdo con lo comunicado, hay cuestionamientos respecto a el importante incremento en los cultivos de coca y producción de cocaína y la efectividad de los intentos de negociación con grupos al margen de la ley. Esta descertificación no tuvo consigo imposición de sanciones económicas, no obstante, abrió la brecha política entre los gobiernos de ambas naciones.

El Ministerio de Hacienda volvió al mercado internacional con colocación de bonos de deuda en euros con vencimientos 2028, 2032 y 2036. El lanzamiento estuvo sujeto a condiciones de mercado, a su vez lanzó una oferta de recompra sobre los bonos globales con vencimiento 2026 con prioridad de entrega en reinversión en la nueva emisión en euros con vencimiento 2028. La emisión fue por un monto total de EUR\$ 4.100 millones

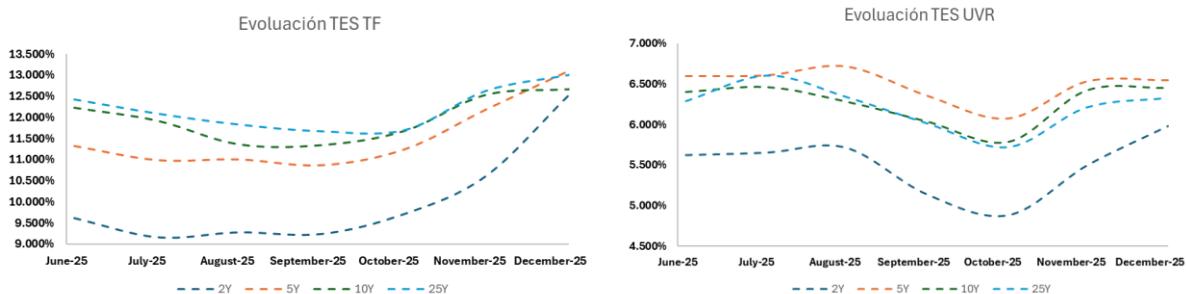
con una demanda de 6,2 veces; de esta forma se colocaron EUR\$ 1.450 millones con vencimiento 2028 a una tasa del 3,75%, EUR\$ 1.450 millones con vencimiento 2032 al 5% y EUR\$ 1.200 millones con vencimiento 2036 a una tasa del 5,625%.

Luego de no llegar a algún acuerdo dentro de las negociaciones entre sindicatos y gremios, el Gobierno Nacional decretó un aumento del 23,7% en el salario mínimo para 2026, fijándolo en Cop \$2 millones mensuales incluyendo auxilio de transporte. Se trata del mayor incremento en décadas, el cual genera debate por el impacto en costos laborales, el empleo y por supuesto la inflación.

En 2025, las tres principales calificadoras internacionales rebajaron la nota soberana de Colombia por el deterioro fiscal y el aumento de la deuda: Fitch redujo la calificación en diciembre de BB+ a BB con perspectiva estable, Moody's la bajó en junio de Baa2 a Baa3 manteniendo el grado de inversión pero en el límite inferior, y S&P Global también en junio recortó de BB+ a BB con perspectiva negativa; en conjunto, las decisiones reflejaron la preocupación por la suspensión de la regla fiscal, el déficit persistente y la falta de credibilidad en la política económica, dejando al país con mayores costos de financiamiento y presiones sobre sus cuentas públicas.

## Análisis por Tipo de Activo:

### Deuda Pública local



El mercado de deuda pública local para el segundo semestre del 2025 estuvo caracterizado por la volatilidad a causa de diversas noticias en el ámbito local e internacional, siendo así, el índice COLTES Tasa Fija terminó el segundo semestre rentando un 2.74% y el índice COLTES UVR 3.63%. Por el lado internacional, la reserva federal de Estados Unidos realizó 3 disminuciones de su tasa de política monetaria empezando en el mes de septiembre y terminando en el mes de diciembre, cada una de 25 puntos básicos, dichas disminuciones de la mano de unas políticas internacionales más impredecibles por parte del gobierno americano han causado un debilitamiento del dólar a nivel internacional y que muchos agentes internacionales comenzaran a subponer Estados Unidos vs otras economías, especialmente en tasas o renta fija.

Ahora bien, en términos locales el principal factor generador de volatilidad fue el manejo de la tesorería nacional por parte del ministerio de hacienda, el cual anuncio por medio de la subdirección de crédito público y tesoro nacional de realizar operaciones TRS (Total Return Swap) en francos suizos, operaciones de OMD (Operaciones de Manejo de deuda), mayor emisión de títulos TCO (Tes de corto plazo) y emisiones de deuda internacional (En euros), todas estas operaciones con el fin de mejorar los indicadores de deuda Neta sobre PIB para el país. Estas operaciones causaron valorizaciones importantes en las curvas de TES en el tercer trimestre del año, sin embargo, muchos de los efectos vistos tuvieron una corrección en la ultima parte del año. Los montos de estas transacciones superaron los 40 billones de pesos, los cuales se concentraron en la recompra de títulos TES, especialmente de la parte media y larga de la curva y específicamente en los títulos que presentaban un mayor descuento vs su tasa de emisión. Por otro lado, la mayor emisión en títulos TCO, sirvió para que el gobierno colocara dicha deuda como garantía a 1 año en las operaciones de TRS, y adicionalmente poder canjear deuda emitida de corto plazo por deuda de largo plazo en OMD.

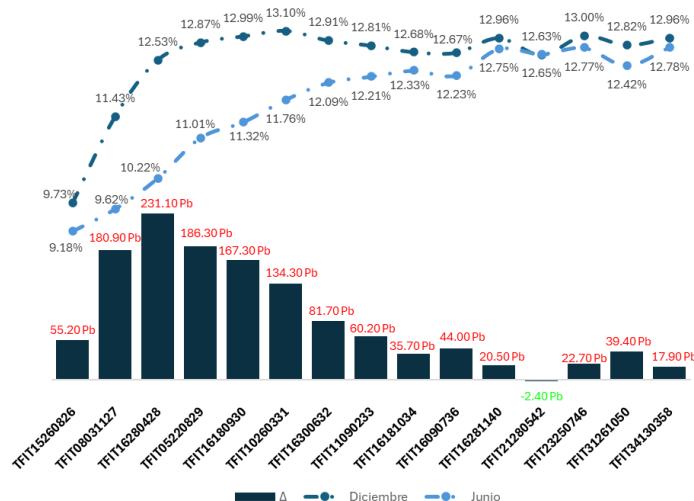
Otros factores que aportaron a la volatilidad del semestre fue el recaudo por parte de la DIAN por debajo de lo anunciado en el marco fiscal de mediano plazo, el cambio de expectativas por parte de los agentes ante continuas sorpresas inflacionarias al alza que terminaron con un dato de inflación de 5.10% vs 5.20% en 2024,

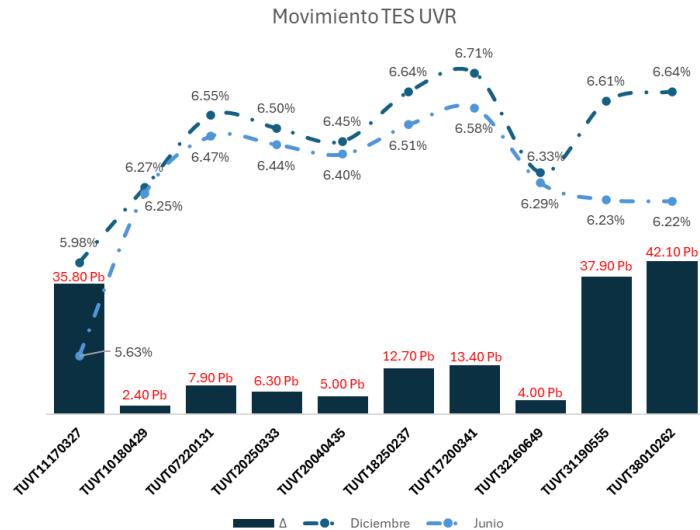
y en línea a esto un cambio en expectativas, ahora al alza en la tasa de política monetaria para el 2026, por último, el hundimiento de la ley de financiamiento, posteriormente la rebaja de calificación por parte de Fitch de BB+ a BB con perspectiva estable y las expectativas de incremento de salario mínimo de doble dígito.

Ahora bien, la curva de rendimientos tuvo varios movimientos a causa de todas estas noticias, en el primer trimestre del año vimos un movimiento de valorización en la parte larga de la curva (10 a 25 años) causando así un aplanamiento vs la parte media de la curva (5 años), todo esto en un entorno de recompra de títulos por parte del ministerio de hacienda, ahora bien, para la última parte del año, especialmente en los meses de noviembre y diciembre, la curva de rendimiento presentó un aplanamiento contra la parte corta de la curva (2 años) principalmente por los riesgos de liquidez que presentó el gobierno en los 2 últimos meses del año y el cambio de expectativas de los agentes ante posibles incrementos en la tasa de política monetaria a causa de las presiones inflacionarias que pueda causar el incremento del salario mínimo que proyectaban los economistas y que terminó siendo superior a las proyecciones más alcistas. Dado esto, el semestre terminó con una desvalorización de 180 a 230 puntos básicos en la parte corta de la curva, de 60 a 160 puntos básicos en la parte media, y de 20 a 40 puntos básicos en la parte larga de la curva.

Por otro lado, en la curva de TES UVR el movimiento fue similar en el tercer trimestre del año, sin embargo, en octubre a diferencia de los TES TF la curva en UVR se valorizó a causa del cambio en expectativas de los agentes hacia un des anclaje de la inflación para el año 2026 a causa de las primeras declaraciones sobre salario mínimo y su impacto para el 2026. Para los meses de noviembre y diciembre la curva al igual que los TES TF presentaron desvalorizaciones a causa de los riesgos asociados al país en términos de liquidez y cambio de expectativas de tasa de política monetaria para el 2026. Dicho esto, el semestre terminó con desvalorizaciones de 40 básicos en la parte corta de la curva, de 10 básicos en la parte media y de 40 básicos en la parte larga de la curva.

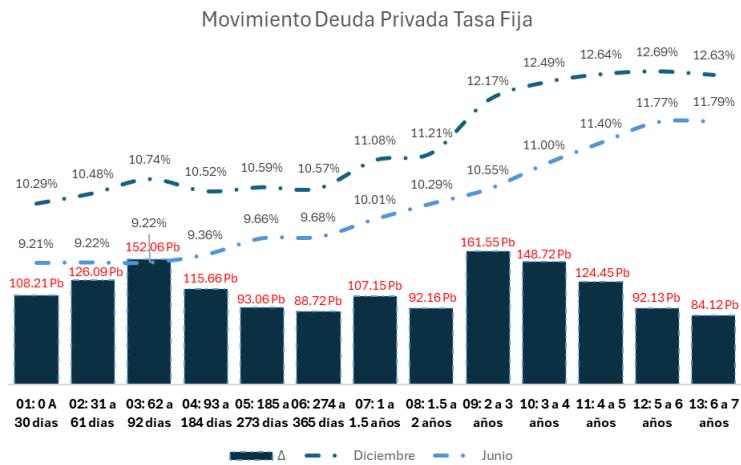
Movimiento TES Tasa Fija

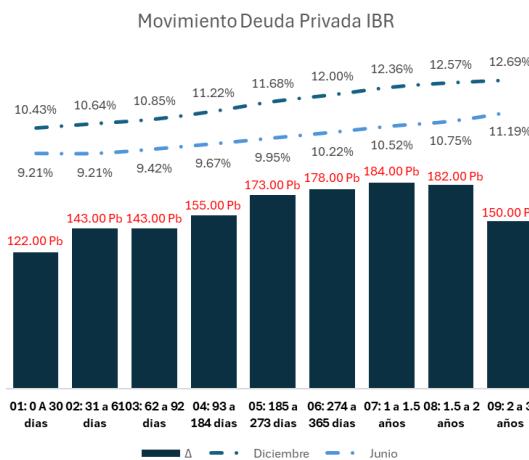
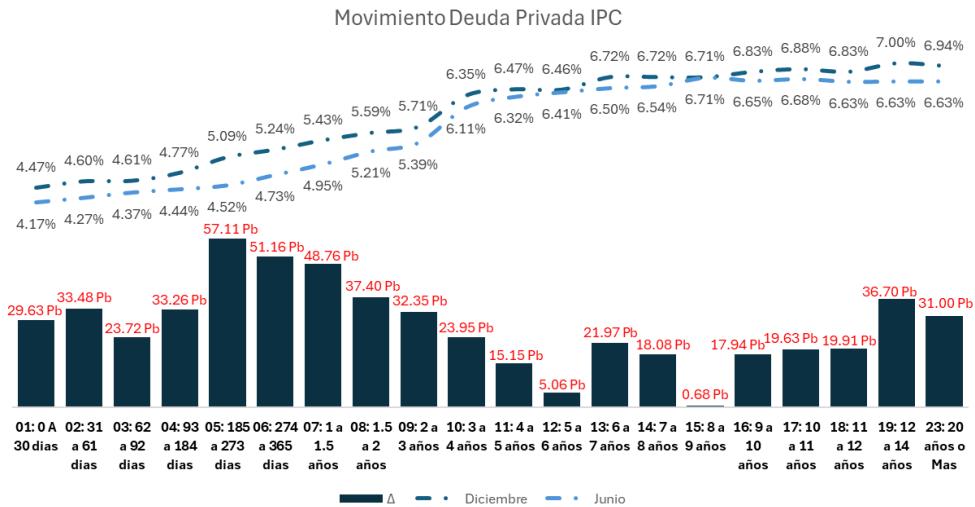




## Deuda Privada local

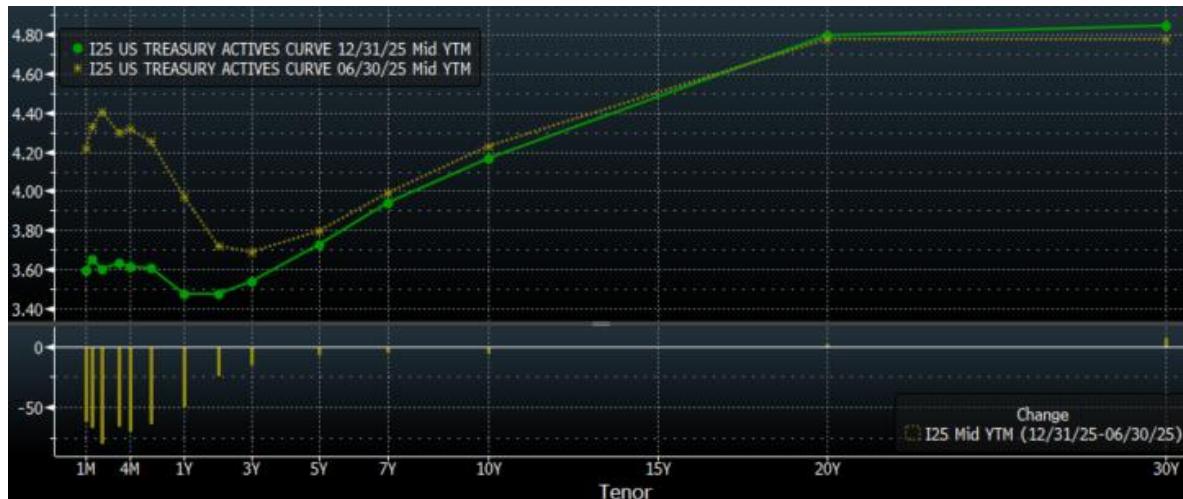
Por el lado de la deuda privada local, este activo también presento desvalorizaciones en todos los indicadores y a lo largo de la curva. Por el lado de la curva en Tasa fija, esta presento desvalorizaciones entre 90 y 150 puntos básicos, principalmente por el movimiento de la curva de TES TF, si embargo desde el primer semestre del año la curva en tasa fija de títulos en deuda privada presentaba un diferencial de tasas vs la deuda publica de 0 o incluso en algunos nodos negativa, razón por la cual termino moviéndose muy a la par de la deuda pública, a excepción de los nodos mas cortos (Menos de 1 año) por la baja necesidad de los agentes a vender estos títulos. Por otro lado, para la curva indexada al IPC, también presento desvalorizaciones a lo largo de la curva entre 10 y 50 puntos básicos, al igual que la curva en Tasa Fija, esta presento a lo largo del semestre un diferencial de tasas versus la deuda publica de 0 o negativa, razón por la cual se movió muy en línea a la curva de TES UVR, y de igual manera no presento mayores desvalorizaciones a causa de las mayores expectativas inflacionarias por parte de los agentes para el año 2026. Por último, en la curva indexada al IBR, esta presento un cambio importante en la metodología de valoración, pasando a proyectar sus flujos futuros con la curva swap IBR y no con la última conocida como se hacia anteriormente, dado este cambio la TIR de los papeles cambio y su volatilidad también, dado que ahora su valor va a depender del movimiento de la curva swap, la cual esta atada a las expectativas de política monetaria. Dado este cambio la curva presento desvalorizaciones en precio a causa del cambio de expectativas de los inversionistas por una política monetaria al alza para el 2026, que impacta directamente la curva swap IBR y así mismo la curva de títulos indexados al IBR en deuda privada. Para esta ocasión, la curva se desvalorizo en promedio e 150 a 180 puntos básicos.





## Renta Fija Internacional

La renta fija internacional, presento un segundo semestre bastante estable, con leves movimientos en la parte media y larga de la curva a causa de las incertidumbres sobre los efectos de mediano y largo plazo en inflación y crecimiento económico de las tarifas implementadas por el gobierno americana a todo el mundo. Por otro lado, la parte corta de la curva si presento valorizaciones, sin embargo, estas estuvieron acotada a los 75 puntos básicos que la reserva federal disminuyo en su tasa de política monetaria, desde septiembre hasta diciembre al rango de 3.5% a 3.75%. Por tal razón el movimiento ya estaba en los precios de los activos y se espera que para el 2026 la política monetaria este mas estable y a la expectativa de más información de empleo e inflación.



## Acciones Colombia

El índice MSCI COLCAP mostró rendimientos positivos para el segundo semestre del año, con una rentabilidad sin incluir dividendos de 23.96%, siendo el 4 mercado bursátil con mejor desempeño solo por debajo de Chile, Perú y España. 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 1.1 vs 1.82 de la región, y un PER (P/E, o precio sobre ganancia por acción) de 9.5 vs 14.22 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 diciembre del 2025 cuenta con la tasa de dividendo 12 meses más alta de la región, con un 6.3% vs 3.56%.

Ahora bien, para este segundo semestre del 2025 los principales vendedores fueron los fondos extranjeros, seguido de las fiduciarias y las sociedades comisionistas de bolsa, y los principales compradores fue el sector real, seguido de las carteras Colectivas. Entre los principales acontecimientos destaca el desenroque del GEA en el mes de julio más su respectivo pago de dividendos en términos de acciones, el ingreso de PEI al índice HCOLSEL en el mes de septiembre, la recompra de acciones de Cemargos en octubre como parte del pago de dividendos extraordinarios y la OPA y emisión de acciones por parte de banco Davivienda, ahora llamado Grupo Davivienda, el cual logró recoger el 95% de las acciones en circulación de PFDAVIGRUP ayudando a así a que la liquidez del papel se mantuviera.



## Acciones Internacionales

El mercado accionario internacional cerró el segundo semestre del año con una rentabilidad en dólares de 10.95% 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 impulsada en su gran mayoría por el comportamiento accionario de Europa y Asia, en contraste con otros años donde Estados Unidos tiene un peso sobre el índice global del 63.68% terminaba jalando el índice al alza, seguido de Japón con el 4.82% y el Reino Unido con el 3.26%. Dicho esto, y teniendo en cuenta el principal índice accionario de Estados Unidos, el S&P500, vemos como este tuvo una rentabilidad para el segundo semestre de 10.32% muy en línea al del índice MSCI ACWI.



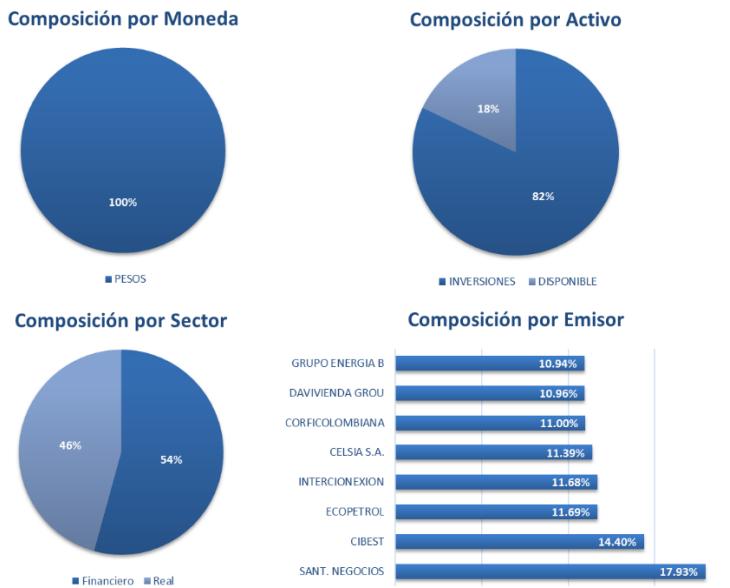
## Dólar

El dólar americano tuvo un segundo 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 terminó en de 3.757,08 lo que representa una revaluación del 7.68% una de las revaluaciones más altas de Latinoamérica. Cabe resaltar que este movimiento es consecuencia de la debilidad global del dólar, pero también por las monetizaciones del gobierno nacional a causa de las operaciones TRS, las emisiones de deuda externa y las operaciones convenidas con agentes internacionales de deuda interna, pagadera en COP y USD, como fue el caso de PIMCO a finales del año.



## 2. Información Financiera de cada Portafolio:

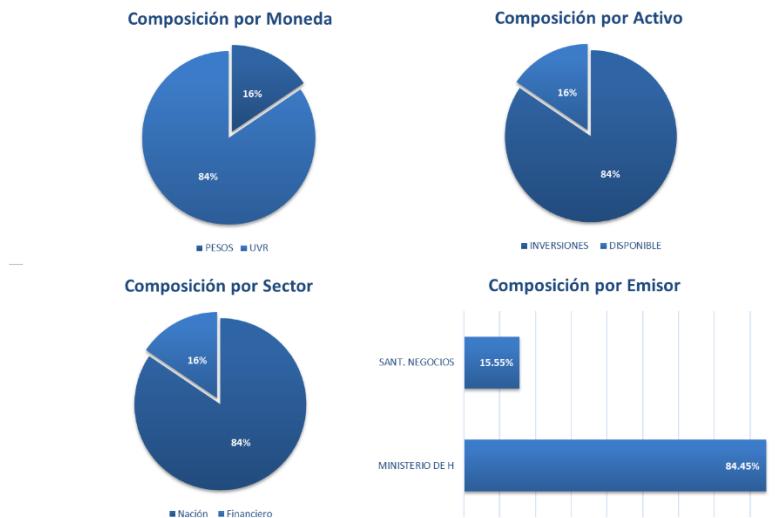
### a) ACCIONES COLOMBIA:



El segundo semestre del 2025 presento muy buenos resultados para el portafolio de la mano de nombres como Bancolombia e ISA, los cuales en lo corrido del segundo semestre presentaron rentabilidades de 29.59% y 27.2% en términos nominales, dichos nombres ayudaron positivamente a la rentabilidad del portafolio. Por otro lado, posiciones tácticas en nombres como Cemargos y así participar en su recompra de acciones y PFAval también ayudaron positivamente en la rentabilidad del portafolio, al igual que la participación en la OPA de PFDavivienda en noviembre.

Dicho esto, la rentabilidad del portafolio durante el segundo semestre del año fue de 30.99% E.A. donde sale a resaltar que tan solo 1 de los 6 meses presento rentabilidad negativa, diciembre con un -1.07% nominal.

### c) BASF QUÍMICA:



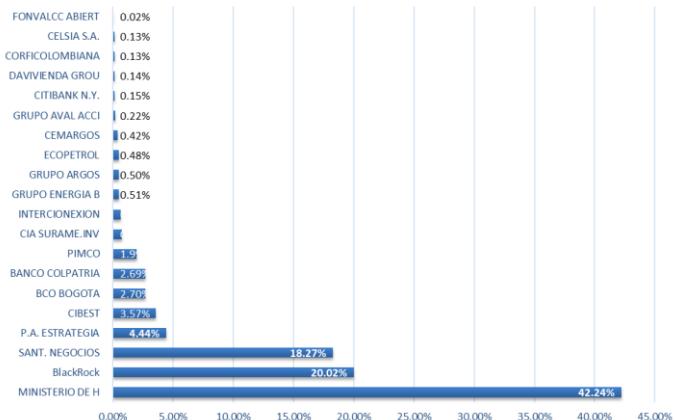
Durante el segundo semestre del 2025 el portafolio presento bastante volatilidad a causa de los movimientos en la deuda pública local por el gobierno nacional y cambios de expectativas en inflación y tasa de política monetaria. Dado esto, el portafolio a presentado meses de rentabilidades negativas, donde destaca el mes de

noviembre con un -2.59% nominal, el cual fue el más negativo dada la desvalorización en toda la deuda pública local, sin embargo, la estrategia de menor duración en la curva ayudo a que estas desvalorizaciones no fueran tan amplias.

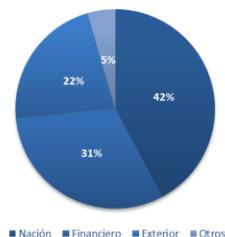
La rentabilidad del portafolio durante el segundo semestre del año fue de 8.72% E.A. De dicha rentabilidad se destaca la de los meses de septiembre y octubre de 39.43% e.a y 37.05% e.a respectivamente.

## d) DIVERSIFICADO:

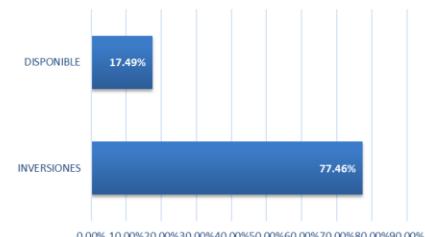
Composición por Emisor



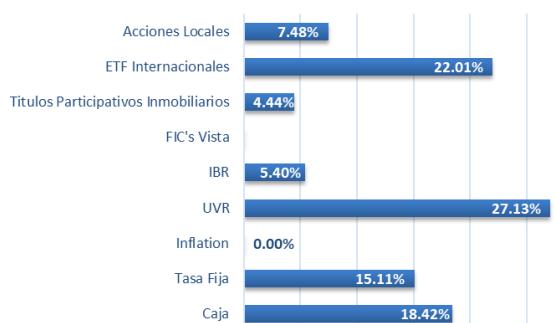
Composición por Sector



Composición por Activo



Composición por Indicador



Durante el segundo semestre del año el portafolio movió su posición en renta fija local para adaptarse a los movimientos de mercado, en el tercer trimestre se sobre pondero la posición en TES TF y en TES UVr a causa de las compras del gobierno, para luego en el mes de octubre sub ponderar la posición en TES TF a causa del cambio en las expectativas de inflación, para así mismo incrementar la posición en títulos indexados al IBR. Por otro lado, el portafolio a lo largo del semestre sobre pondero las acciones locales en un 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 segundo semestre del 2025 fue de 8.67% E.A. en donde se destaca la rentabilidad positiva del mes de julio de 30.73% e.a a causa de la valorización de devaluación del dólar para ese mes en particular.

## e) FUTURALL:



Durante el segundo 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 98% 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 segundo semestre del 2025 fue de 6.59% E.A.

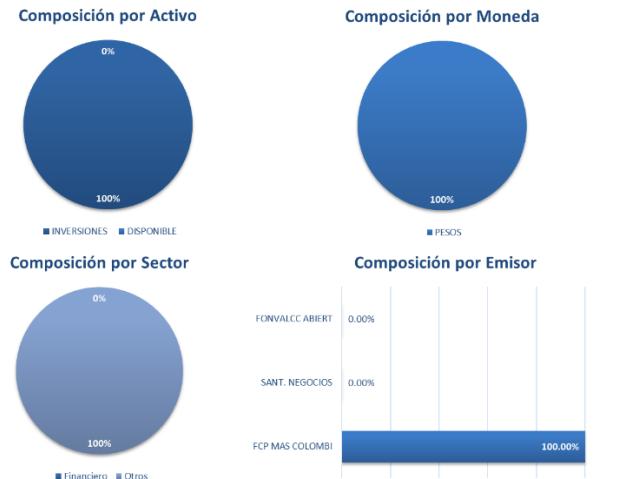
## f) PLAN DE AHORRO EDUCATIVO:



Durante el segundo semestre del año, el portafolio reinvertió los recursos en títulos indexados al IPC, dado esto el portafolio quedo con una estructura de capital invertido de 73% y el 27% restante en cuentas de ahorros.

Dada la demanda en la deuda privada indexada de corto plazo el portafolio termino el segundo semestre del 2025 con una rentabilidad de 7.04% E.A.

## g) MAS COLOMBIA:



Durante el segundo semestre de 2025 este fondo siguió con su proceso de venta de las compañías que componen el portafolio, el día 9 de agosto se dio a conocer a la opinión pública la venta de mimos a Nutresa por 50.000 millones, sin embargo, en el comité de vigilancia del grupo IGA se decidió que con los recursos de esta venta se iba a disminuir el apalancamiento que el grupo IGA tiene a la fecha, por consiguiente, el compartimiento IV no va a recibir caja producto de esta operación.

La Asamblea de Accionistas de IGA de 2025 decretó la repartición de dividendos por \$17,028 mm, de los cuales le corresponde recibir al Fondo MCL Compartimento IV \$4,050 mm. Estos dividendos se utilizaron para para deuda.

## h) VISTA CONSERVADOR:

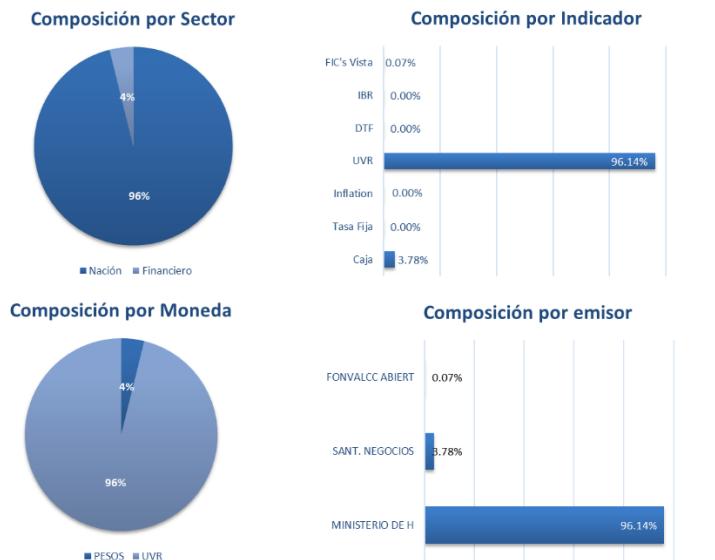


Durante el segundo semestre del 2025 el portafolio mantuvo una estructura en la cual incremento su posicionamiento en títulos del gobierno, especialmente TCOs y a final de año títulos en UVR, lo anterior dado el spread que favorecía las inversiones en deuda pública local en lugar de deuda privada. Por el lado de los títulos indexados al IBR, esta posición paso de un 15% a un 17% a medida que las expectativas cambiaban a una política monetaria contractiva, este cambio en la posición fue similar en títulos en IPC la cual fue

incrementando hasta llegar a niveles del 15%. Por el lado de los títulos en Tasa Fija, estos disminuyeron hasta cerrar el semestre con una posición de 36%, y su posicionamiento en la curva están invertidos en su mayoría en títulos a 1 año. Durante el semestre se incrementó la duración a 1 en los meses de noviembre, la cual para el mes de diciembre se volvió a disminuir dado los riesgos y volatilidad que presento el mercado.

La rentabilidad del portafolio para el segundo semestre del 2025 fue de 6.92% E.A. en donde se destaca la rentabilidad de julio del 12.42%, cabe destacar que ningún mes del semestre presento rentabilidad negativa a pesar de la volatilidad vista en los títulos de deuda privada y deuda pública a final del año.

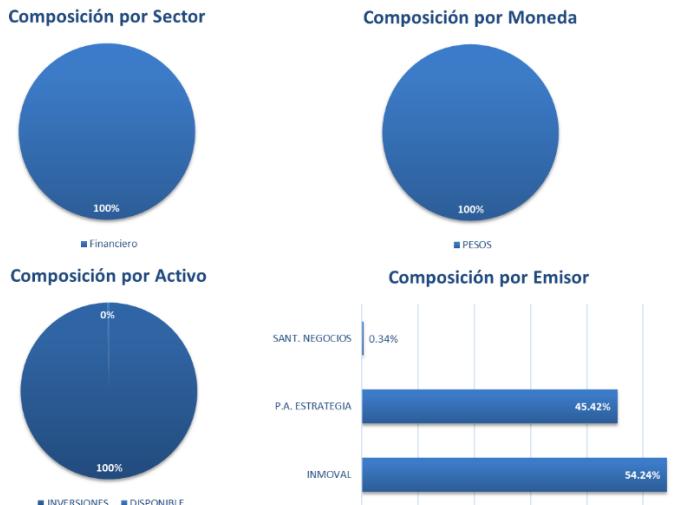
## i) RENTA FIJA MEDIANO PLAZO:



Durante el segundo semestre del año el portafolio de referencia o benchmark paso de tener una duración de 7.25 a 7.98 a final del semestre, sin embargo, a lo largo del semestre la duración del portafolio estuvo por debajo del benchmark, y en el tercer trimestre del año, el portafolio alcanzo una exposición a tasa fija de 20% con el fin de aprovechar los movimientos de tasas a causa de la recompra de títulos por parte del gobierno nacional. 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 media y larga de la curva donde se alargó en títulos del 2062 financiándose con títulos del 2049, y por otro lado, se alargó en títulos del 2031 financiado con títulos del 2033 y 2035 con una exposición 0 al riesgo de tasa, y teniendo una exposición netamente al aplanamiento o empinamiento de la curva en la parte larga.

La rentabilidad del portafolio para el segundo semestre del 2025 fue del 6.17% E.A., donde se destacan las rentabilidades de septiembre y octubre con un 42.56% e.a y un 39.98% e.a respectivamente.

## j) INVERSIONES INMOBILIARIAS:



Durante el segundo semestre del 2025 esta alternativa generó una rentabilidad del 59.64% E.A. y cerró el semestre con activos bajo administración de 21.674 Millones COP. Esta rentabilidad se dio por el precio de valoración de Inmoval que paso de un 46% sobre NAV a un 58% sobre NAV para el cierre de año, todo esto ocasionado por la baja liquidez de este vehículo que provoca que cada operación mueva bastante el precio y comience el periodo de convergencia. Durante el semestre se recibieron cupones en agosto y diciembre por 240 millones en promedio cada uno.

Por el lado de PEI aunque por el cambio en el precio también presentó valorizaciones pasando de 69.416,48 a 80.217,48 al cierre de diciembre 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 agosto y noviembre por 155 millones en promedio cada uno.

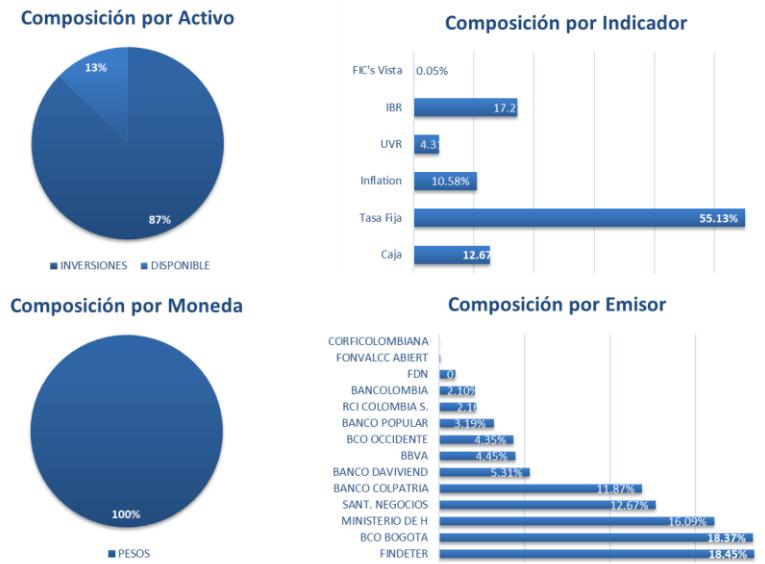
Evolución de los precios:



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 segundo semestre del 2025 el portafolio de referencia o benchmark bajo su duración de 2.26 a 1.45, y pasó su exposición de 88% en Tasa fija a 72% e incrementó su posición en títulos IBR de 5% a 22%. La estrategia del portafolio fue mantener una duración menor al benchmark y al mismo tiempo invertir en títulos de deuda pública dado que el diferencial de tasas entre la deuda privada y la deuda pública favorecía las inversiones en la deuda pública, esperando que la deuda privada corrigiera y volviera a tener un spread justo. Con respecto a la posición indexada, el portafolio estuvo a mercado a lo largo del semestre y a final de año con una posición adicional en TES UVR de corto plazo a la espera del ciclo inflacionario de inicio de año.

La rentabilidad del portafolio para el segundo semestre del 2025 fue del 4.83% E.A., donde se destaca la rentabilidad de doble dígito en el mes de julio (17.39%).

## l) INVEST PLUS UVR

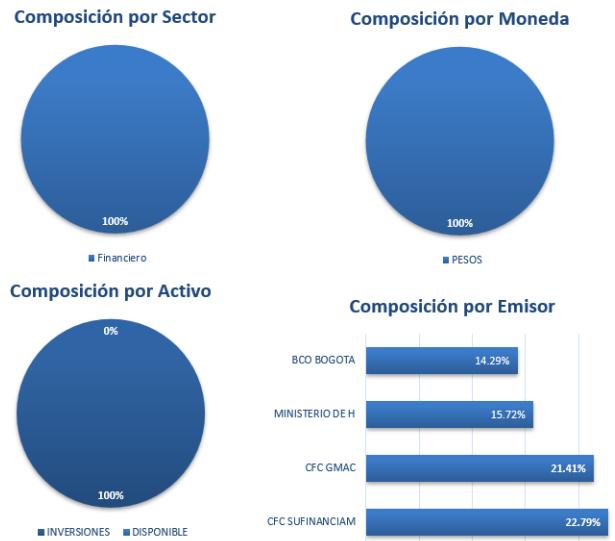


Este portafolio tiene como objetivo ofrecer una alternativa con protección al capital y con una inversión 100% en títulos indexados al UVR. Por tal razón, su composición va cambiando mensualmente por medio de un modelo similar a un ALM, en donde cada vez que las tasas de interés se incrementan, el modelo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

portafolio estaba invertido en un 98.57% 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 segundo semestre del año fue de 5.33% E.A.

## m) INVESTPLUS CORTO PLAZO 360



El 17 de septiembre del 2024 se lanzó este portafolio para los clientes con el objetivo de ofrecer en la plataforma una alternativa cerrada con un horizonte de inversión a 1 año con opción de reinversión al vencimiento y con una inversión 100% en títulos en tasa fija. El portafolio está invertido en un 96.8% en CDTs a 1 año de diferentes entidades financieras.

La rentabilidad del segundo semestre del portafolio ha sido de 6.36% e.a.

## n) CERRADO 1 AÑO



El objetivo de esta alternativa es invertir a un horizonte de 1 año, prorrogable todos los años con una exposición 100% en Colombia. El portafolio está invertido en un 95% en CDTs a 1 año de diferentes entidades financieras.

En el segundo semestre del 2025, la rentabilidad del portafolio ha sido de 7.73% E.A.

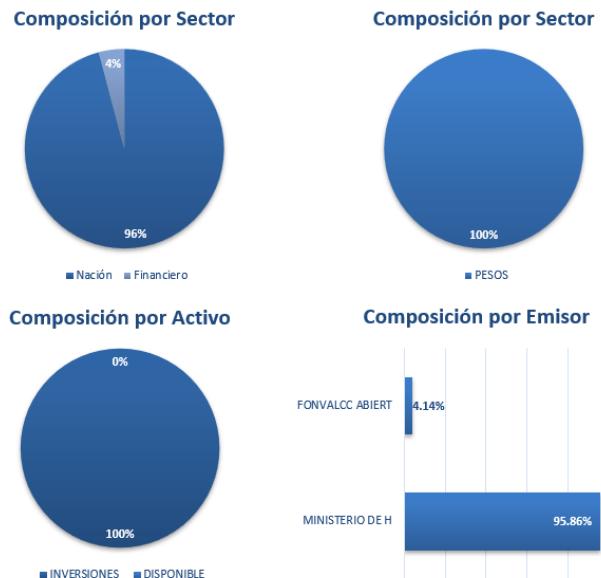
## o) Invest Plus Rentas



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 superior al 90%.

La rentabilidad del portafolio para el segundo semestre del año fue de 6.92%

## 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. 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 segundo semestre es de 2.41% E.A.

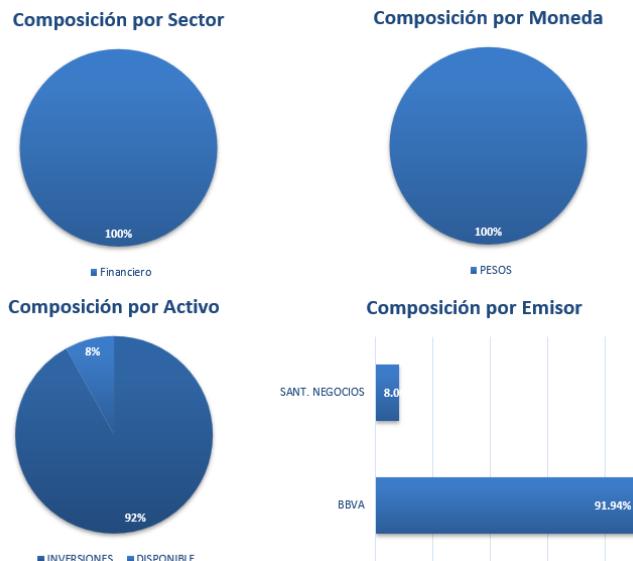
## q) Global Master



El 10 de marzo del 2025 se creó el 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 95% 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 14.65% E.A.

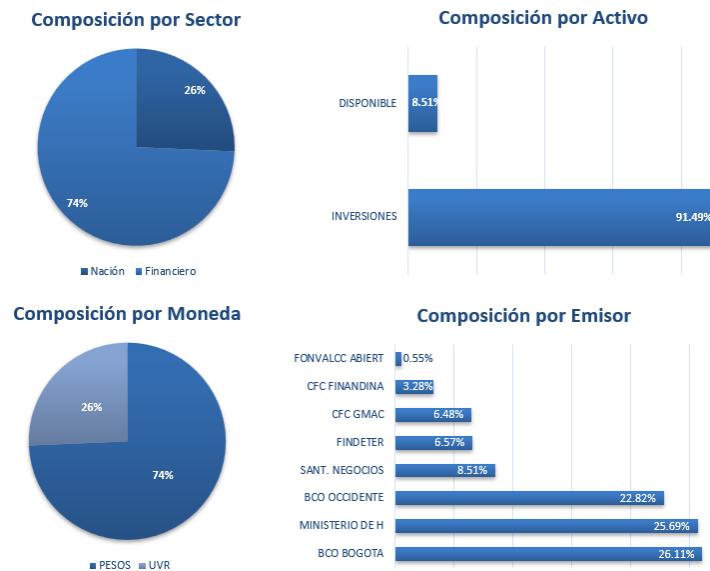
## r) Cerrado 2 Años



El 9 de septiembre del 2025 se creó el portafolio cerrado, el objetivo de esta alternativa es invertir a un horizonte de 2 año, prorrogable cada vez que llegue a la maduración de los títulos y con una exposición 100% en Colombia. El portafolio está invertido en un 92% en CDTs a 2 años.

La rentabilidad del portafolio desde su inicio a mitad del semestre es de 2.14% E.A.

## s) Eficiente 001



El 5 de noviembre del 2025 se creó el portafolio abierto con el fin de invertir en títulos locales o internacionales con una duración entre 1 a 1.5 años, actualmente la estrategia del portafolio está en indexarse un 25% con el fin de aprovechar el ciclo inflacionario de inicio de año y los demás recursos se han invertido en títulos tasa fija con vencimiento a 1 año, a la espera de mejores oportunidades en la parte de 1.5 años.

La rentabilidad del portafolio desde su inicio en noviembre es de 1.83% E.A.

### Política de inversión:

Durante el segundo semestre de 2025 el gestor cumplió con todas las políticas de inversión definidas en el reglamento y prospecto de cada una de las alternativas de inversión, así mismo para ejecutar la estrategia se cumplió con lo definido en los comités de inversiones. Siempre cumpliendo con lo dispuesto en el decreto 2555 de 2010 y todas las normas que lo modifiquen o deroguen.

De igual manera Allianz Seguros de Vida como administrador del Fondo Voluntario de Pensiones procurará mantener una adecuada liquidez que le permita atender el giro normal de los reembolsos, el cumplimiento de obligaciones y los recursos destinados a efectuar las inversiones de portafolio.

### 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 segundo semestre de 2025 se mantuvo un nivel de inflación bastante estable, ubicándose el IPC en 5.30% a corte de noviembre de 2025, 230 puntos básicos por encima de la inflación objetivo del Banco de la República. Debido al nivel bastante estable de inflación, se ha venido observando que el Banco de la República mantuvo la tasa de intervención a lo largo del semestre en un nivel de 9.25%, valor que se encuentra vigente desde el mes de mayo. 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 3.75%, con una variación de 25 puntos básicos a la baja durante el semestre. Aunque la tasa de interés real se encuentra en un nivel alto, la subida del 23% decretada para el salario mínimo junto con el alto nivel de gasto público establecido

en el Presupuesto General de la Nación ponen una presión inflacionaria importante en el escenario macroeconómico. Bajo lo anterior, es de esperarse una posición contractiva en las decisiones de tasa de intervención por parte del banco central. En cuanto a las expectativas del mercado, los resultados de la última Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos, realizada por el Banco de la República, muestran que previo al anuncio del incremento en salario mínimo se esperaba en promedio que para finales del 2026 la inflación llegaría a un nivel de 4.54%. No obstante, bajo el nuevo entorno económico, analistas del sector financiero han manifestado expectativas de inflación más cercanas a un 6% para el cierre de 2026. Junto con dicha subida esperada de la inflación, la expectativa del mercado frente a la tasa de intervención del banco de la república también se ha ajustado al alza hacia un nivel entre el 11% y el 12%. En el agregado, los choques inflacionarios en la política fiscal y el salario mínimo a cierre de 2025 dan paso a un entorno de precios al alza con respuesta contractiva en política monetaria para el 2026.

Teniendo en cuenta el ambiente inflacionario del segundo semestre de 2025, a pesar de que la variación del IPC a lo largo del semestre fue moderada, hacia diciembre se percibe que el mercado ya descuenta un escenario de mayor inflación. Al tomarse la inflación implícita, resultado de la diferencia entre la curva de descuento para títulos emitidos por la nación (TES) en pesos y la curva de descuento para TES en UVR, se observa que principalmente para los nodos de 1 a 3 años el mercado está demandando una mayor compensación para los TES en moneda legal (los cuales no reconocen la inflación) en comparación con el cierre del semestre anterior. Específicamente, para los nodos mencionados se presenta un incremento promedio de 150 puntos básicos en la inflación implícita. A pesar de lo anterior, la inflación implícita que descuenta el mercado a un año se encuentra en 4.46%, significativamente por debajo de lo esperado tras el incremento del salario mínimo. Debido a esto, resulta prudente mantener inversiones con algún grado de indexación que permitan proteger el valor del dinero, especialmente durante el corto plazo mientras se esclarecen los impactos de las recientes medidas del gobierno. Debido a las expectativas inflacionarias del mercado, junto con el incremento del IPC evidenciado, durante el cierre de 2025 se tuvo un desempeño positivo para los TES denominados en UVR. Lo anterior se ve evidenciado en una rentabilidad de 6.96% E.A. para el índice COLTES UVR a lo largo del semestre. Bajo un escenario de incertidumbre frente a la duración del posible ciclo inflacionario y el impacto que la política contractiva del Banco de la Republica pueda tener, los títulos en UVR pueden ser más beneficiosos, esto considerando que la UVR se recalcula mensualmente y recoge más los movimientos de corto plazo de la inflación que los títulos IPC que consideran la inflación de un periodo anual. Con el menor periodo de ajuste, los títulos en UVR dan maniobrabilidad al portafolio ante diferentes escenarios inflacionarios.

En cuanto al spread crediticio, el spread al que traza la deuda colombiana frente a otros mercados continúa expandiéndose a lo largo del semestre. Lo anterior, bajo un escenario fiscal que mantiene alta la percepción de riesgo crediticio del país, en especial ante un Presupuesto General de la Nación desfinanciado para 2026 y niveles altos de emisión de deuda por parte del gobierno en los nodos cortos de la curva. Dadas las anteriores condiciones fiscales, se ha generado un mayor spread en los CDS a 5 años para Colombia frente al resto de la región durante el segundo semestre del año, mostrando una leve mejora del riesgo crediticio para otros países latinoamericanos mientras el nivel de riesgo en Colombia se mantiene. Con el mayor spread mencionado anteriormente en riesgo de crédito, los CDS para Colombia continúan en el nivel más alto de la región. Adicional al riesgo crediticio, en la medida que Colombia mantenga inflación en el corto plazo y el Banco de la Republica deba tomar una posición contractiva, es posible que se acentúe el spread frente a la bajada gradual de tasa que ha mantenido la Reserva Federal de Estados Unidos. Lo anterior, a pesar de aumentar el riesgo crediticio de las inversiones y poner presión sobre el precio de emisiones actuales, abre oportunidades de reinversión en siguientes emisiones. En cuanto al spread crediticio que presenta la deuda corporativa frente a la deuda soberana en Colombia, ha continuado la reducción que se vio durante el primer semestre del año a raíz de la subida en las curvas de deuda pública. Esto se da en un contexto de riesgo crediticio y emisión por parte del gobierno a altas tasas, originado en la política fiscal.

## b. Riesgo de tasa de interés:

Como se mencionó en el punto anterior, en el cierre del 2025 se observó un escenario inflacionario estable con ligera alza en IPC y tasa de intervención estática. No obstante, la expectativa de inflación hacia 2026 es alta con las recientes medidas del gobierno y se espera una respuesta contractiva en política monetaria. Adicionalmente, el gobierno ha emitido deuda principalmente en los nodos cortos de la curva para buscar financiamiento y liquidez. Bajo estas condiciones, se observó un aplanamiento en la curva de TES tasa fija, con incremento en las tasas de corto y mediano plazo (1 a 13 años) y disminución en las tasas de largo

plazo (mayores a 13 años). Por el lado de la deuda corporativa, se observó una dinámica similar a la de la curva de deuda pública con tasas bastante cercanas, bajo niveles de spread próximos a 0, especialmente en los nodos mayores a 1 año. Hacia el 2026, si se materializa la subida esperada de inflación con una respuesta contractiva del banco central mientras se mantiene la emisión de deuda en los nodos cortos de la curva, es de esperarse subidas importantes en torno a las curvas de descuento con un aplanamiento persistente, incluso habiendo riesgo de que se inviertan las curvas de tasa fija en pesos, esto mientras se tenga mayor claridad en el entorno electoral y las implicaciones que este tenga sobre la política fiscal del país.

Ante una curva de TES tasa fija que ha mostrado aplanamiento, se observaron resultados mixtos durante el semestre. En el agregado, se tuvo una rentabilidad del 5.70% E.A. en el índice COLTES TF, explicados principalmente por el carry de los títulos con una TIR atractiva de 11.63% al inicio del periodo. Sin embargo, a un nivel desagregado, los TES de corto plazo fueron los más afectados debido a la subida de la curva en estos nodos. Esto llevó a una rentabilidad de -0.13% E.A. en el índice COLTES TF CP, compensada en gran medida por carry con una TIR que partió de 9.98% al inicio del periodo y llegó a un nivel de 12.56% al cierre del año, bastante alta considerando la baja duración de los títulos. Por otro lado, el índice COLTES TF LP, con movimientos de la curva a la baja teniendo en cuenta el ruido acumulado en el corto plazo, tuvo un resultado positivo de 7.71% E.A. con una TIR estable que pasó de 12.21% a 12.86% a lo largo del semestre. Es importante notar que a diciembre de 2025 la TIR que ofrecen los títulos de corto plazo es bastante cercana a la de largo plazo, evidenciándose el aplanamiento de la curva. Por el lado de la deuda corporativa, en el índice de deuda corporativa de Casa de Bolsa (IDCdB), el cual representa deuda de corto plazo con una duración de 1 año, se observó una rentabilidad anualizada de 8.85% a lo largo del semestre. Dicho índice tuvo una rentabilidad positiva a pesar del rendimiento negativo de la deuda pública de corto plazo gracias a un cupón promedio más alto y un nivel de indexación a IPC e IBR alrededor del 28%.

Hacia el 2026, parece razonable mantener posiciones en títulos indexados bien sea a inflación o IBR bajo el ruido en torno a política fiscal y monetario. Por el lado de los títulos tasa fija, es importante tomar una posición precavida bajo posibles subidas adicionales de las curvas en la parte corta y media, especialmente si continúa la emisión de deuda y se comienza a observar una tendencia al alza de la inflación. Adicionalmente, los spreads apretados reducen las oportunidades de inversión en el segmento corporativo y un escenario electoral incierto añade una capa adicional de riesgo en el ámbito de los bonos públicos. Finalmente, bajo una tasa de intervención alta con posibles subidas adicionales, los títulos indexados a la IBR también presentan oportunidad para resguardar valor.

## c. Riesgos estratégicos:

Al cierre de 2025, los mercados de renta variable, tanto en Colombia como a nivel internacional, operaron bajo un entorno todavía marcado por la incertidumbre derivada de tensiones comerciales entre grandes economías, señales de desaceleración del crecimiento global y una inflación que, aunque mostró convergencia en la segunda mitad del año en diversas regiones, se mantuvo por encima de las metas en algunos casos. Este panorama sostuvo un apetito por riesgo prudente; aun así, los índices globales consolidaron ganancias apoyadas en la resiliencia del sector tecnológico estadounidense y en episodios de debilitamiento del dólar. En el ámbito local, el atractivo relativo de la renta fija continuó limitando parte de la valorización del mercado accionario; sin embargo, este último extendió la recuperación observada a mitad de año, apalancado en mayores flujos de inversión y en el repunte de sectores estratégicos. En Estados Unidos, la renta variable registró oscilaciones por choques geopolíticos y comerciales, pero concluyó 2025 con un balance favorable. La volatilidad implícita, medida por el VIX, se movió en rangos amplios, reflejando alternancia entre episodios de aversión y toma de riesgo en medio de la persistencia del conflicto en Ucrania, las fricciones entre Estados Unidos y China y la preocupación por la deuda global.

Para Colombia, la evolución de los precios de materias primas, en especial el petróleo, continuaron siendo un factor a la hora de hablar del crecimiento de la economía. Si bien se observaron períodos de recuperación de cotizaciones, señales de menor demanda en Asia y ajustes en el consumo industrial en Europa mantuvieron la atención sobre los ingresos por exportaciones y, por extensión, sobre la situación fiscal. Los mercados continuaron monitoreando los efectos de posturas monetarias aún restrictivas en economías desarrolladas, con episodios de salida de capitales de economías emergentes que presionaron el tipo de cambio, el costo de financiamiento soberano y las perspectivas de crecimiento. El peso

colombiano mostró fases de apreciación durante el año y también episodios de reversión en momentos de mayor aversión al riesgo, en línea con el comportamiento de otras monedas emergentes. Sin embargo, esta divisa, para el cierre del 2025, logró posicionarse como la segunda moneda más apreciada de la región con respecto al dólar.

En el frente interno, la inflación avanzó en su proceso de convergencia, aunque las tasas reales se mantuvieron elevadas durante buena parte de 2025, afectando el consumo de los hogares y la inversión empresarial. El incremento del salario mínimo para 2025 tuvo impactos mixtos: fortaleció el ingreso disponible de ciertos segmentos, pero también elevó los costos laborales y pudo incidir en la creación de empleo formal. Paralelamente, las discusiones y avances en reformas estructurales, como la pensional y la del sistema de salud, junto con cambios en contratación estatal y en la composición del gasto, incrementaron la incertidumbre entre los agentes económicos y pudieron incidir en la confianza y la percepción de estabilidad jurídica. En el plano fiscal, se mantuvo la vigilancia sobre el cumplimiento de la regla fiscal y la sostenibilidad de mediano plazo ante presiones de gasto e ingresos sensibles al ciclo y a los precios de materias primas. Producto del elevado déficit fiscal, al cierre del 2025 Fitch optó por bajar la calificación de riesgo soberano de BB+ a BB buscando dar cuenta del nivel de riesgo asociado a las finanzas públicas. En conjunto, los mercados financieros colombianos cerraron 2025 en modo de cautela, a la espera de señales más claras sobre la trayectoria de inflación y tasas, el rumbo de las reformas y la evolución del entorno geopolítico de cara al 2026.

#### d. Riesgos de FX:

Al cierre de 2025, el peso colombiano acumuló un desempeño relativamente favorable frente al dólar en comparación con los niveles observados tras la fuerte devaluación de 2022, aunque con episodios de reversión durante el segundo semestre en medio de shocks de aversión al riesgo. El comportamiento del tipo de cambio estuvo influido por un entorno internacional más propicio para algunas monedas emergentes en distintos tramos del año, por fases de debilitamiento del dólar y por el atractivo del "carry" asociado al diferencial de tasas frente economías desarrolladas. Sin embargo, la volatilidad cambiaria se mantuvo en rangos elevados respecto a promedios históricos, reflejando la sensibilidad del COP a decisiones de política monetaria en Estados Unidos, a cambios en la liquidez global y a tensiones geopolíticas.

Las encuestas de expectativas del Banco de la República hacia el cierre de 2025 sugirieron una mayor convergencia en las proyecciones de la TRM, con una dispersión más acotada frente a ejercicios anteriores. Esa menor dispersión apunta a una percepción de mayor estabilidad relativa en la dinámica cambiaria, aun cuando persisten riesgos relevantes. Entre ellos destacan la trayectoria de los precios del petróleo y otras materias primas, la dirección futura de las tasas de interés internacionales y los anuncios de política económica doméstica, factores que continúan siendo determinantes para el comportamiento del COP.

De cara a 2026, en la medida en que persistan flujos hacia activos de calidad en entornos de incertidumbre global y los inversionistas mantengan preferencia por monedas consideradas de menor riesgo, el dólar podría revaluarse nuevamente, presionando al peso colombiano. Ello impactaría de forma directa las obligaciones en moneda extranjera, los costos de importación, la balanza comercial y, potencialmente, el nivel general de precios vía traspaso cambiario. Adicionalmente, cualquier deterioro en las condiciones fiscales o en la confianza sobre el marco de política económica local puede amplificar movimientos en la TRM. No obstante, el escenario contrario también es plausible. Ante una profundización del diferencial de tasas de interés de política monetaria debido a la tendencia creciente de incremento en las tasas locales y disminución en los mercados desarrollados, podría presentarse la situación en el cual el peso colombiano continúe bajo la senda de la apreciación. A raíz de lo anterior, resulta clave mantener un monitoreo cercano de los factores externos y domésticos que inciden en el tipo de cambio y reforzar las estrategias de cobertura y gestión de riesgo cambiario en los diferentes sectores de la economía.

### 3. 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:

**31 de diciembre 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	-1,16%	-13,19%	14,77%	32,23%	42,66%	42,80%	42,65%	13,87%	0,88%	15,49%	15-feb-11	3,00%	\$ 11.386,82	\$ 8.270.139,571	
Diversificado	-0,21%	-2,48%	4,76%	9,88%	4,67%	4,68%	4,69%	56,47%	3,30%	4,62%	15-mar-12	3,00%	\$ 15.647,12	\$ 38.317.624,556	
Plan de Ahorro Educativo	0,52%	6,51%	3,40%	7,02%	7,06%	7,08%	7,08%	65,59%	4,99%	0,49%	28-agosto-15	2,00%	\$ 16.559,10	\$ 1.400.947,322	
Renta Fija Mediano Plazo	-1,22%	-13,83%	3,10%	6,39%	0,19%	0,19%	0,20%	202,69%	4,85%	3,99%	27-agosto-02	3,00%	\$ 3.026,89	\$ 42.135.397,791	
Vista Conservador	0,41%	5,12%	3,35%	6,92%	7,62%	7,64%	7,64%	83,56%	5,12%	0,63%	7-noviembre-13	1,50%	\$ 18.355,69	\$ 162.680.089,447	
Deuda Corporativa Pesos	0,09%	1,07%	2,25%	4,62%	5,98%	5,99%	6,00%	27,21%	9,52%	2,24%	10-mayo-23	2,50%	\$ 12.720,97	\$ 46.798.922,511	
Basf Química	-0,93%	-10,73%	4,19%	8,68%	2,70%	2,71%	2,72%	161,61%	5,78%	4,11%	24-noviembre-08	1,65%	\$ 26.161,02	\$ 9.178.731,869	
Invest Plus Corto Plazo 360	0,46%	5,75%	3,07%	6,32%	7,64%	7,67%	7,67%	9,64%	7,41%	0,46%	17-septiembre-24	1,50%	\$ 10.963,51	\$ 35.578.102,909	
Cerrado a 1 año permanencia	0,60%	7,52%	3,74%	7,74%	8,41%	8,43%	8,43%	8,73%	8,21%	0,71%	9-diciembre-24	1,50%	\$ 10.873,06	\$ 50.764.423,697	
Global Master	1,20%	15,59%	9,34%	19,84%	3,34%	4,13%	0,00%	3,34%	4,13%	13,49%	10-mayo-25	3,00%	\$ 10.333,60	\$ 34.419.961,981	
Eficiente 001	0,46%	5,76%	0,00%	0,00%	0,28%	1,83%	0,00%	0,28%	1,83%	1,31%	5-noviembre-25	1,00%	\$ 10.027,79	\$ 15.374.840.119	
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	0,33%	4,11%	3,22%	6,64%	8,81%	8,84%	8,84%	134,16%	8,40%	2,74%	19-junio-15	0,70%	\$ 23.415,52	\$ 3.523.264,775	
Investplus UV	-0,19%	-2,26%	2,78%	5,71%	4,31%	4,33%	4,33%	36,05%	8,06%	9,31%	11-enero-22	2,00%	\$ 13.604,66	\$ 10.530.944,390	
Más Colombia	12,53%	320,63%	-20,13%	-36,60%	-33,74%	-33,81%	-33,74%	-47,65%	-7,74%	30,01%	20-diciembre-17	0,10%	\$ 5.234,53	\$ 1.347.992,015	
Inversiones Inmobiliarias	4,57%	72,26%	27,76%	64,35%	11,53%	11,57%	11,89%	-21,72%	-3,82%	41,97%	17-septiembre-19	2,20%	\$ 7.828,48	\$ 21.111.297,378	
InvestPlus Renta	-0,12%	-1,50%	3,37%	6,96%	6,00%	6,02%	6,02%	17,87%	7,41%	3,21%	14-septiembre-23	1,00%	\$ 11.786,84	\$ 9.150.914,541	
Invest Plus Capital Protegido	-1,18%	-13,40%	0,94%	1,91%	6,22%	6,23%	6,24%	7,64%	4,63%	4,96%	17-mayo-24	2,20%	\$ 10.763,85	\$ 9.711.031,248	
Cerrado 2 años **	0,78%	9,94%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,66%	2,14%	2,47%	9-septiembre-25	2,00%	\$ 10.065,74	\$ 8.163.194,082	

\* 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.

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 participante y es informada igualmente en el prospecto de cada uno de los portafolios.

### 4. 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 concurren 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 participes, 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 diciembre 2025 no se presentó ninguna situación de conflicto de interés.

## 5. Estados Financieros:

FONDO VOLUNTARIO DE PENSIONES – COLSEGUROS ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Cifras en millones de pesos)		dic-25	Análisis vertical	jun-25	Análisis vertical	Var. Absoluta	Análisis horizontal	Var. Relativa
Efectivo y equivalentes de efectivo	76,309	14.75%	35,922	8.64%	40,387	112.43%		
Inversiones	435,019	84.11%	379,893	91.34%	55,126	14.51%		
Cuentas por cobrar	5,901	1.14%	80	0.02%	5,821	7276.25%		
<b>Total Activo</b>	<b>517,229</b>	<b>100.00%</b>	<b>415,895</b>	<b>100.00%</b>	<b>101,334</b>	<b>24.37%</b>		
Cuentas por pagar	1,725	0.33%	678	0.16%	1,047	154.42%		
<b>Total Pasivo</b>	<b>1,725</b>	<b>0.33%</b>	<b>678</b>	<b>0.16%</b>	<b>1,047</b>	<b>154.42%</b>		
Patrimonio	515,505	99.67%	415,217	99.84%	100,288	24.15%		
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>517,230</b>	<b>100.00%</b>	<b>415,895</b>	<b>100.00%</b>	<b>101,335</b>	<b>24.37%</b>		
ESTADO DEL RESULTADOS								
Ingresaos operacionales	164,363	32%	69,221	17%	95,142	-58%		
Gastos operacionales	139,104	27%	62,993	15%	76,111	-55%		
Rendimientos abonados del periodo	25,259	5%	6,228	1%	19,031	-75%		
GASTOS OPERACIONALES		dic-25	Análisis vertical	jun-25	Análisis vertical	Participación / Pas + Patrim. Dic-25	Participación / Pas + Patrim. Jun-25	
Comisión por Administración del Fondo	8,525	0.79%	4,082	6.48%	1,65%	0.98%		
Pérdida en Valoración de Inversiones Negociables en Títulos de De	42,208	3.89%	20,498	32.54%	8,16%	4.93%		
Pérdida en Valoración de Inversiones Negociables en Títulos Particip	86,187	7.94%	36,897	58.57%	16.66%	8.87%		
Pérdida en Venta de Inversiones	947,806	87.28%	645	1.02%	183.25%	0.16%		
Pérdida en Valoración de Operaciones de Contado	0	0.00%	0	0.00%	0.00%	0.00%		
Depositos a la vista en moneda extranjera	0	0.00%	0	0.00%	0.00%	0.00%		
Otros	1,235	0.11%	871	1.38%	0.24%	0.21%		
	1,085,961	100.00%	62,993	100.00%	209.96%	15.15%		

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