



Investigaciones
Económicas

Informe Especial

**Balance de los mercados
financieros colombianos en el
primer semestre de 2025: ¿hay
evidencia de un *trade* electoral?**



Balance de los mercados financieros colombianos en el primer semestre de 2025: ¿hay evidencia de un *trade electoral*?

Autores:

Gabriela Bautista

Analista de Contexto Externo y
 Mercado Cambiario

Felipe Espitia

Analista Senior de Renta Fija

Jaime Cárdenas

Analista de Sector Financiero

Editor:

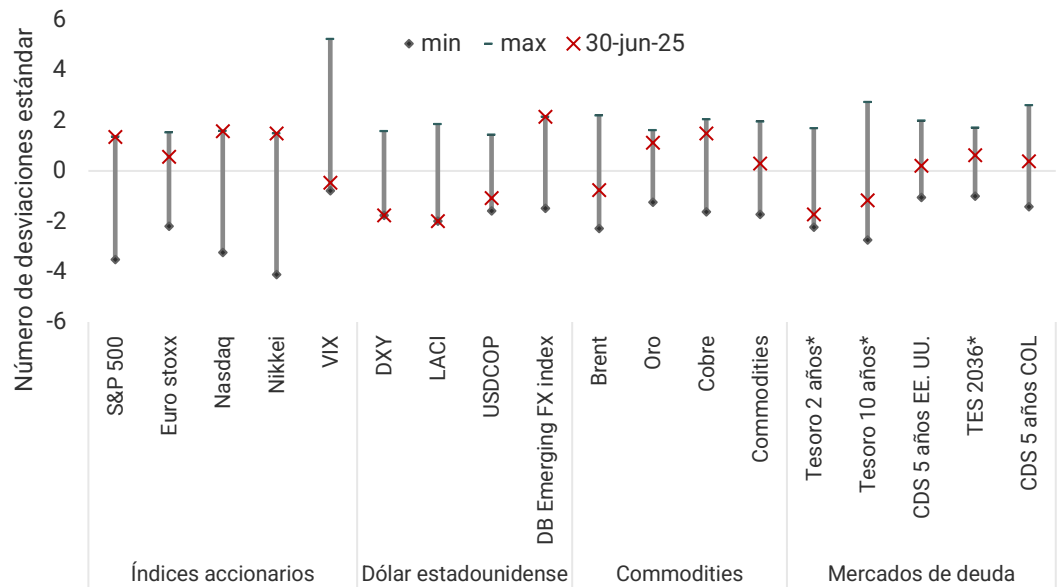
Julio Romero A.

Economista Jefe

- Durante el primer semestre de 2025, los mercados financieros colombianos –cambiario, deuda pública y renta variable– registraron desempeños heterogéneos, en un entorno internacional de mayor apetito por activos emergentes, debilidad del dólar estadounidense, tensiones geopolíticas y elevada incertidumbre sobre la política económica de EE. UU.
- Por un lado, la debilidad global del dólar impulsó una caída de 6,9% en la tasa de cambio USDCOP, la cual resultó inferior a la apreciación promedio de 9,1% en las monedas de Brasil, Chile, México y Perú, señalando que **los factores idiosincráticos evitaron un mayor fortalecimiento del peso colombiano durante el primer semestre**.
- Por su parte, el índice accionario MSCI COLCAP se valorizó 20,9%, ubicándose entre los de mejor desempeño en Latinoamérica. **Esta dinámica fue impulsada por las compras netas sostenidas de inversionistas extranjeros durante el primer trimestre, con un renovado interés por el mercado colombiano que parece responder a la expectativa, en nuestra opinión prematura, de un cambio político en Colombia el próximo año (*trade electoral*)**.
- En contraste, el mercado de deuda pública y la prima de riesgo de Colombia reflejaron durante la mayor parte del primer semestre el deterioro de la situación fiscal del país, de manera que el CDS a 5 años y la tasa del TES a 10 años cerraron el primer semestre en 218 puntos básicos (pbs) y 12,3%, con un diferencial de 113 y 340 pbs frente al promedio regional, respectivamente.
- No obstante, desde mediados de junio cambió la tendencia negativa que tuvo el mercado de deuda durante el primer semestre. **La valorización que vienen registrando los TES desde mediados de junio, la cual podría continuar en los próximos meses, responde principalmente a la nueva estrategia de financiamiento del gobierno** –que implica una gran recompra de TES de la parte larga de la curva por parte del Ministerio de Hacienda–, más que a un ajuste fiscal que mejore la situación de las finanzas públicas.
- Teniendo en cuenta que la contienda electoral en Colombia está empezando y puede afectar el desempeño de los mercados en los próximos meses, analizamos dos episodios en países de la región que pueden ser una referencia de *trade electoral*: Chile en 2017 y Brasil en 2016. En ambos episodios, los activos reaccionaron con fuerza incluso antes del desenlace electoral, aunque los resultados posteriores fueron divergentes.
- En los próximos meses, los activos colombianos podrían beneficiarse de un *trade electoral* similar al de Brasil en 2016. No obstante, su sostenibilidad dependerá de que el próximo gobierno implemente una agenda creíble de consolidación fiscal y fortalecimiento institucional. De lo contrario, el optimismo preelectoral podría diluirse rápidamente ante los desafíos estructurales del país.

Repunte en un entorno de fragilidades subyacentes

Durante el primer semestre del 2025, los mercados financieros emergentes mostraron un buen desempeño frente a los activos de economías desarrolladas, a pesar de un contexto global marcado por una elevada incertidumbre. Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios, junto con la escalada del conflicto geopolítico entre Israel e Irán, acentuaron la volatilidad en los mercados internacionales (Gráfico 1).

Gráfico 1. Volatilidad de los mercados financieros


Fuente: LSEG – Workspace. Cálculos: Corficolombiana. Los intervalos muestran el número mínimo y máximo de desviaciones estándar que ha llegado a distanciarse cada indicador de su promedio durante entre el 01-ene-25 y el 30-jun-25. *Tasas de los bonos soberanos.

El dólar estadounidense se depreció frente a monedas tanto de países desarrollados como emergentes, en un contexto en el que las políticas económicas de la administración de Donald Trump parecen estar acelerando la fase final de un prolongado ciclo de fortaleza de esa divisa. Paralelamente, ante la cercanía de procesos electorales en Chile (noviembre de 2025) y Colombia (mayo de 2026), los precios de algunos activos financieros comenzaron a reflejar expectativas de un eventual giro hacia políticas económicas más ortodoxas que las actuales, lo que impulsó valorizaciones en los mercados bursátiles de ambos países.

En este informe analizamos el comportamiento de los principales activos financieros durante el primer semestre de 2025 y evaluamos si existen señales de un *trade* electoral en Colombia, entendido como un reposicionamiento anticipado por parte de los inversionistas ante la expectativa de cambio político favorable para la economía. Si bien este tipo de dinámicas puede generar tendencias en el corto plazo, su sostenibilidad dependerá de la implementación de reformas estructurales que promuevan la consolidación fiscal y de una agenda política creíble que promueva un buen ambiente para la inversión.

Mercado cambiario: dólar débil, ¿peso fuerte?

Durante el primer semestre, la tasa de cambio USDCOP bajó 6,9%, favorecida tanto por factores de origen externo como locales. En el frente internacional, reflejó el debilitamiento global del dólar, que cayó 10,7% en el primer semestre, según el Índice DXY. Los crecientes riesgos políticos y fiscales por las medidas del gobierno de Donald Trump han debilitado el rol del dólar y de los bonos del Tesoro estadounidense como activos refugio (Gráfico 2).

Adicionalmente, el reciente auge en los flujos de remesas hacia puede estar contribuyendo a la fortaleza del peso colombiano. En los primeros cinco meses, las remesas ascendieron un

11 de julio de 2025

15,5% frente al mismo período del 2024, alcanzando los 5.324 millones de dólares, constituyéndose como la principal fuente individual de divisas del país y superando los ingresos por exportaciones petroleras. La recomposición de los flujos externos ha fortalecido la oferta de divisas de origen no tradicional en el mercado cambiario local, generando una presión apreciativa sobre la tasa de cambio. A su vez, esto ha contribuido a compensar parcialmente el efecto negativo derivado de la caída en los precios del petróleo en los últimos meses, mitigando así uno de los principales canales de vulnerabilidad externa de la economía colombiana.

A nivel local, los flujos estacionales de divisas en los primeros cuatro meses del año, asociados al pago de impuestos por parte de grandes contribuyentes y a la distribución de dividendos de Ecopetrol, contribuyeron a fortalecer el peso colombiano. Esto se dio en un contexto de déficit en cuenta corriente relativamente bajo, de 2,1% del PIB en el primer trimestre tras haber alcanzado el 6,1% del PIB en 2022, lo que redujo la presión estructural asociada a su financiamiento. La postura cautelosa de la Junta Directiva de BanRep —que realizó únicamente un recorte de 25 puntos básicos (pbs) en su tasa de referencia durante el semestre— ha sido fundamental en la apreciación del tipo de cambio, en la medida que mantuvo el atractivo por estrategias de *carry trade*, las cuales realizan un arbitraje del alto diferencial de las tasas de interés entre Colombia y otros países. Vale la pena señalar que las decisiones de política monetaria reforzaron la confianza en la institucionalidad y la independencia del Emisor, a pesar de las dudas que se generaron por la llegada a la Junta de dos nuevos codirectores con un enfoque heterodoxo.

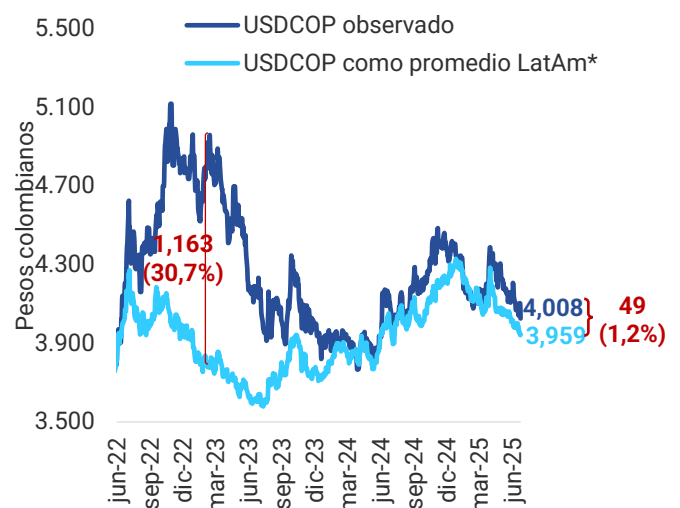
No obstante, la tendencia de apreciación del peso colombiano fue temporalmente interrumpida en abril, cuando el escalamiento de las tensiones comerciales entre EE. UU. y sus principales socios elevaron significativamente la aversión al riesgo. La semana siguiente a los anuncios arancelarios del 2 de abril, el peso colombiano se depreció 6,6%, esto es 2 puntos porcentuales (p.p.) superior a la depreciación promedio de las principales monedas

Gráfico 2. Índice DXY e índice LACI



Fuente: LSEG - Workspace . Incluye al real brasileño, peso mexicano, peso chileno, peso colombiano y sol peruano

Gráfico 3. Escenario contrafactual de la tasa de cambio USDCOP según tendencia LatAm



Fuente: LSEG - Workspace y Setfx. Cálculos: Corficolombiana.

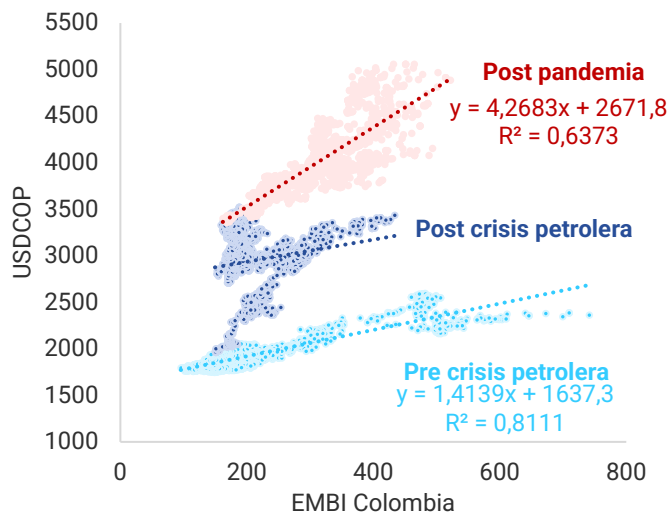
11 de julio de 2025

latinoamericanas, lo que evidencia una **mayor sensibilidad de los activos locales a los choques externos de aversión al riesgo** (Gráfico 3).

Durante el primer semestre, el dólar estadounidense se debilitó menos respecto al peso colombiano que frente a las monedas de Brasil y México, aunque superó el comportamiento frente a las monedas de Chile y Perú. El diferencial entre la tasa de cambio en Colombia y sus pares de la región es menor al 2% (Gráfico 4) y refleja solo parcialmente los riesgos idiosincráticos que está descontando la prima de riesgo país desde hace varios meses. En este sentido, los niveles actuales de la tasa de cambio USDCOP no parecen estar alineados con los fundamentales macroeconómicos del país, especialmente por los crecientes riesgos fiscales. Lo cierto es que la apreciación reciente del peso colombiano, si bien se fundamenta en la debilidad global del dólar, no es consistente con los riesgos asociados al deterioro de la situación fiscal. **Nuestras estimaciones muestran que la relación entre la tasa de cambio USDCOP y la prima de riesgo país, medida a través del EMBI Colombia, se ha intensificado en los últimos años (Gráfico 4). Con base en esta relación, estimamos que el precio del dólar en Colombia debería estar alrededor de \$4.100.**

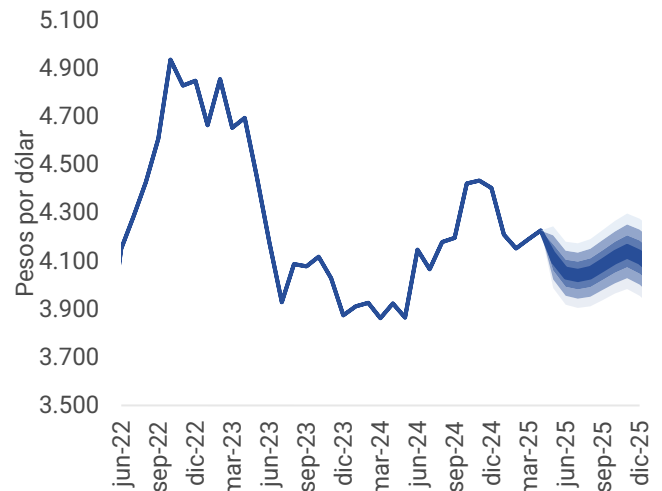
La volatilidad de la tasa de cambio ha aumentado en los últimos años, por un lado, debido al incremento en la prima de riesgo, y por otro a **la disminución de los flujos de divisas del sector petrolero —que en el pasado contribuían a mitigar estos choques—** ante la tendencia decreciente de la producción y las exportaciones, así como los menores precios internacionales. Analizamos los últimos 20 años e identificamos tres etapas en la relación entre la tasa de cambio USDCOP y el EMBI (Gráfico 4): i) Entre el 2008 y el 2014, cuando Colombia se consolidaba como una economía petrolera y los altos precios del crudo mantenían una fuerte correlación negativa con el USDCOP; ii) entre 2016 y 2019, posterior a la crisis por los bajos precios del petróleo, el nivel de la tasa de cambio tuvo un salto y se hizo evidente una mayor vulnerabilidad estructural de la economía colombiana a choques externos; y iii) desde la pandemia hasta la actualidad, dominada por la incertidumbre y por el deterioro

Gráfico 4. Sensibilidad de la tasa de cambio a choques en prima de riesgo



Fuente: JP Morgan y Setfx. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 5. Senda esperada para la tasa de cambio USDCOP



Fuente: LSEG - Workspace. Pronóstico: Corficolombiana

11 de julio de 2025

fiscal del país, en un contexto donde los ingresos petroleros han dejado de ser la principal fuente de divisas.

Consideramos que **la mayor sensibilidad de la tasa de cambio a las presiones derivadas de eventos de riesgo global revela las vulnerabilidades fiscales y externas que asume el país desde el choque de bajos precios del petróleo, y se profundizó con la pérdida de dinamismo de los flujos de inversión**. Esta vulnerabilidad se ha visto acentuada por una creciente percepción de riesgo político e institucional a nivel interno desde 2022, que deterioró el sentimiento de los inversionistas frente a los activos locales (ver “El rezago de la inversión en Colombia: el precio de la incertidumbre” en [Informe Semanal – Marzo 16 de 2025](#)) informe de rezago de la inversión). En este sentido, aunque el peso colombiano logró corregir completamente tras el episodio de desconfianza institucional de ese año y el reciente choque comercial de abril de 2025, la persistencia de tensiones políticas e institucionales —tanto internas como externas— podrán seguir siendo una fuente de volatilidad para el mercado cambiario en adelante.

Anticipamos que en lo que resta del año se mantendrá la presión a la baja sobre la tasa de cambio, la cual continuaría cotizándose alrededor de \$4.000, en la medida que el Ministerio de Hacienda seguirá monetizando gradualmente las divisas de la operación de liquidez. En efecto, la estrategia de financiamiento de 2025 incluida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) contempla la conformación de un fondo de liquidez de al menos \$20 billones, con el objetivo de aliviar las necesidades de caja del gobierno. Para ello, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público está buscando créditos con entidades internacionales, los cuales estarían respaldados con títulos de deuda. **El flujo de esta operación destinado a recomprar TES implica una monetización gradual en los próximos meses, cuyo monto no se ha confirmado, pero en todo caso es de carácter transitorio y cuando finalice podría generar presiones importantes al alza sobre la tasa de cambio.**

El debilitamiento global del dólar y un mayor apetito por los activos emergentes podrían limitar un ajuste más profundo del tipo de cambio, e incluso abrir espacio para una tendencia de apreciación del peso hacia el próximo año. Además, vemos margen de apreciación adicional asociada al *trade* electoral, tal como se ha visto anteriormente en Latinoamérica (ver [“¿Hay evidencia de un trade electoral?”](#) en este informe). Este escenario dependerá, en buena medida, de que persista la debilidad global del dólar asociada a la desconfianza sobre la política económica estadounidense y a la expectativa de una Reserva Federal que retome su ciclo de recortes de tasas en el segundo semestre de 2025. En este contexto, **proyectamos que la tasa de cambio USDCOP cierre el año alrededor de \$4.050, manteniendo niveles elevados de volatilidad**, determinados principalmente por los pronunciamientos de política económica externa y por el desarrollo del proceso electoral interno (Gráfico 5).

Mercado de deuda pública: ¿de la incertidumbre a la anestesia?

Durante el primer semestre, los mercados de renta fija a nivel global, y particularmente los bonos del Tesoro estadounidense, tuvieron una volatilidad atípicamente alta que se desarrolló en tres fases. La primera, durante el primer trimestre, previo al *Liberation day*, cuando los mercados descontaron el “excepcionalismo estadounidense”, la expectativa sobre los impactos inflacionarios de los aranceles y la posibilidad de una menor cantidad de recortes

11 de julio de 2025

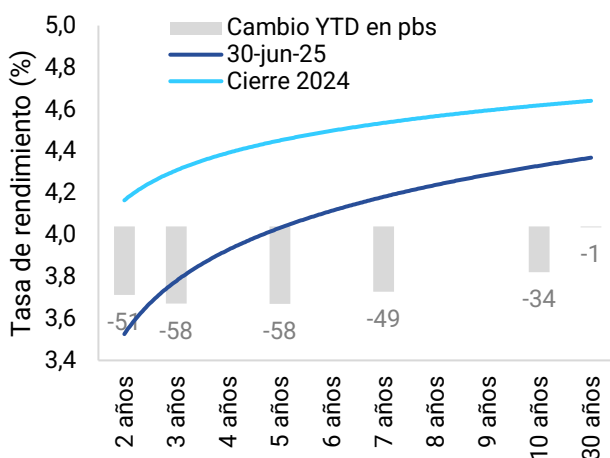
sobre la tasa que fija la Fed. Esta coyuntura llevó a que la tasa del Tesoro americano a 10 años aumentara a 4,81%, uno de los puntos más altos en dos años.

La segunda etapa correspondió a la reacción inmediata del mercado a los anuncios de aranceles recíprocos de EE. UU., que generó una alta aversión al riesgo y una caída de la tasa del Tesoro americano a 10 años hasta el 3,88%. No obstante, este nivel no fue sostenible en el tiempo y se devolvió con fuerza luego de cinco días de negociación, evidenciando una menor confianza de los inversionistas en el rol de la deuda estadounidense como activo refugio. Precisamente, **el desempeño de los bonos del Tesoro en la tercera etapa refleja el deterioro fiscal por las políticas de la administración Trump, el debilitamiento del “excepcionalismo estadounidense” y la expectativa de que la Fed recorte este año en al menos 50 pbs su tasa de política monetaria.** Así, desde mediados de abril la tasa de los Tesoros a 10 años se ha negociado en el rango entre 4,2% y 4,6%, es decir, entre 30 y 70 pbs por encima del mínimo que registraron tras el anuncio de aranceles en el *Liberation Day*. Durante el primer semestre, la curva de los Tesoros americanos se valorizó, en promedio, 42 pbs (Gráfico 6).

En Colombia, el deterioro de la situación fiscal aumentó las presiones sobre la prima de riesgo país y las tasas de rendimiento de los TES. Al cierre del primer semestre del año, el CDS a 5 años se ubicó en 218 pbs, subiendo en 3 pbs frente al cierre del año pasado y manteniendo un castigo de 113 pbs frente al promedio de LAC4¹. Vale la pena señalar que los mercados venían descontando una reducción en la calificación de riesgo soberano de Colombia, como se terminó confirmando el 26 de junio (ver “Moody’s y Standard & Poor’s reducen la calificación crediticia de Colombia: no sorprende, pero sí preocupa” en [Informe Especial – Junio 27 de 2025](#)). Prospectivamente, **seguimos esperando que el CDS a 5 años de Colombia se mantenga como el más alto de la región para lo que resta de este año** (Gráficos 7 y 8).

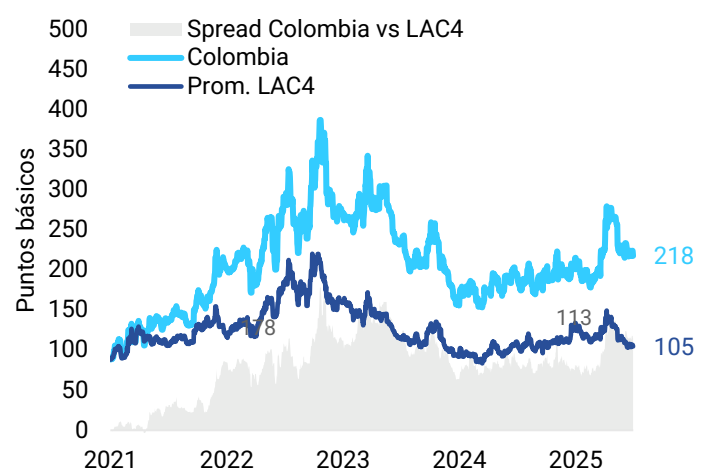
Por su parte, la curva de rendimientos de los TES demostró una alta volatilidad durante la primera parte del año. La incertidumbre por la situación fiscal del país se hizo evidente durante marzo, mayo y la primera mitad de junio, en la antesala a la publicación del Marco Fiscal de

Gráfico 6. Curva de rendimientos de los Tesoros americanos



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 7. CDS a 5 años de Colombia vs contrafactual LAC4



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana. LAC4: Brasil, México, Perú y Chile

¹ Se incluyeron dentro de LAC4: Brasil, Chile, Perú y México

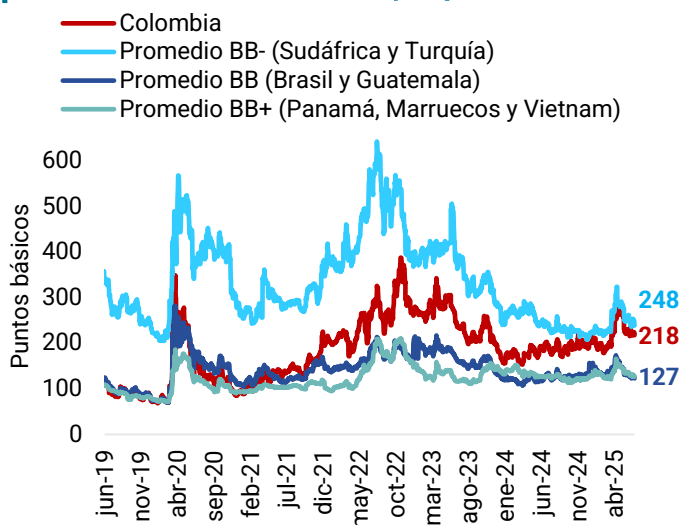
11 de julio de 2025

Mediano Plazo, impulsando fuertes desvalorizaciones de los TES y uno de los mayores empinamientos de la curva de los últimos cuatro años. No obstante, desde mediados de junio se ha registrado un aplanamiento de la curva de rendimientos de los TES en tasa fija, como resultado de la nueva estrategia de financiamiento del Ministerio de Hacienda, la cual contempla: i) incluir TES de la parte media de la curva (2029 y 2040) en las subastas internas y reduce el monto a subastar de TES de la parte larga (2046 y 2050); ii) realizar operaciones de canje preestablecidas y por medio de subastas, en las cuales el gobierno compra al mercado referencias de la parte corta de la curva (2025 y 2026) y entrega títulos de la parte media y larga (2029, 2033, 2040, 2046 y 2050); y iii) conformar una reserva estratégica de liquidez de por lo menos \$20 billones, en la cual recompra títulos de deuda con alto descuento, en su mayoría en la parte larga de la curva tanto en el mercado secundario local como global.

En efecto, el Ministerio de Hacienda compró cerca de \$3,8 billones en junio, como parte de su estrategia de conformar una reserva de liquidez. En el primer semestre, la parte corta de la curva se valorizó en promedio 27 pbs, influenciada por las operaciones de manejo de deuda del Ministerio de Hacienda y la expectativa de recortes de la tasa de política monetaria. Entre tanto, las tasas de la parte media y larga aumentaron en promedio 43 y 7 pbs, respectivamente, configurando un aplanamiento de 110 pbs en el tramo entre 10 y 5 años. De esta forma, la tasa del TES a 10 años cerró en 12,3%, mostrando un castigo frente a la región de 340 pbs, siendo el punto más alto de castigo de los últimos dos años y relativamente distanciado del punto máximo de los últimos cuatro años (Gráfico 9).

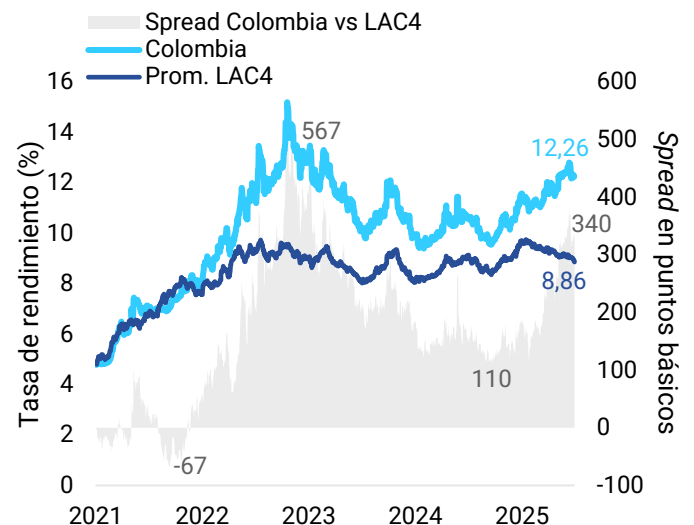
Bajo este contexto, consideramos que las tasas actuales de los TES han dejado de incorporar los crecientes riesgos fiscales, debido a la demanda significativa y temporal del Ministerio de Hacienda para conformar su reserva estratégica de liquidez. **Anticipamos que las recompras de TES por parte del Ministerio de Hacienda mantendrán la presión de aplanamiento en la curva de rendimientos de los TES en los próximos meses, pero vemos riesgos importantes de una corrección al alza en las tasas de la parte larga una vez finalice esta operación.** Es importante señalar que esta estrategia de financiamiento del gobierno genera un alivio transitorio

Gráfico 8. CDS a 5 de Colombia vs grupo de países con calificación BB-/BB/BB+



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 9. Tasa del bono a 10 años de Colombia vs contrafactual LAC4



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana. LAC4: Brasil, México, Perú y Chile

11 de julio de 2025

en el mercado de deuda pública, pero no soluciona los problemas estructurales de las finanzas públicas (ver “Finanzas públicas: ¿al filo del precipicio?” en [Informe Semanal – Junio 22 de 2025](#)).

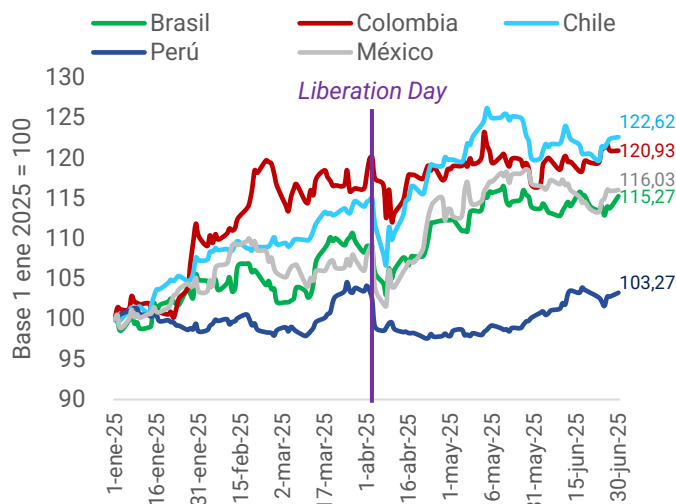
Renta variable: rentabilidad destacada, riesgos latentes

Para marzo, el COLCAP acumulaba un rendimiento de 16,2% en lo corrido del año, superando incluso al IPSA de Chile, que registraba una rentabilidad del 14,0%. Ambos índices se posicionaban como los de mejor comportamiento en la región (Gráfico 10). El buen desempeño del índice accionario en Colombia estuvo respaldado por una mayor estabilidad en los precios y por la expectativa de una reducción gradual en las tasas de interés por parte del Banco de la República, lo que incrementó el atractivo de los activos de renta variable. De hecho, en marzo, las compras netas de contado por parte de inversionistas extranjeros superaron los niveles observados en enero y febrero (Gráfico 11).

Sin embargo, el inicio del segundo trimestre estuvo marcado por una corrección. En la primera semana de abril, el mercado global se vio afectado por anuncios arancelarios realizados durante el “*Liberation Day*”, lo que provocó una mayor aversión al riesgo y desvalorizaciones generalizadas. Las crecientes tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios provocaron caídas en el COLCAP durante las semanas del 3 al 9 de abril. En ese período, los índices de Colombia y Chile fueron los más afectados entre sus pares regionales, con pérdidas del 3,4% y 3,2%, respectivamente. No obstante, esta corrección fue temporal: a los pocos días después, ambos mercados retomaron su senda positiva, nuevamente superando a varios de sus pares latinoamericanos.

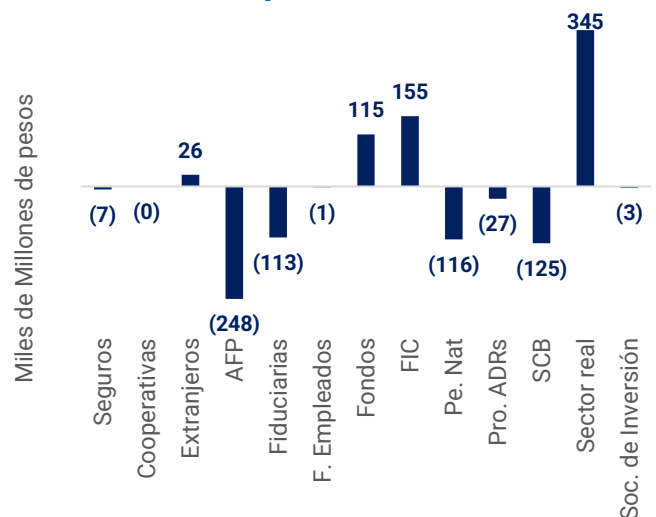
Pese a los episodios de volatilidad observados, el segundo trimestre mantuvo una tendencia positiva, aunque con menor intensidad. A finales de abril, el COLCAP acumulaba una

Gráfico 10. Comportamientos índices accionarios LAC5 – Primer semestre 2025



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Colombia (MSCI COLCAP), Chile (IPSA), Brasil (BOVESPA), Perú (S&P/BVL), México (S&P/BMV IPC).

Gráfico 11. Mercado local Colombia: compras netas de contado por inversionista*



Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana. *Cifras del 2025 con corte a junio.

11 de julio de 2025

rentabilidad de 18,6%, siendo superado únicamente por el IPSA de Chile, que alcanzaba un 19,8%. Este cambio de dinámica coincidió con una reversión en los flujos de inversión extranjera en el mercado accionario colombiano, que presentó compras netas de contado negativas durante ese mes.

Para el cierre de junio, el MSCI COLCAP alcanzó los 1.668,33 puntos, frente a los 1.379,58 con los que inició el año, lo que representó una rentabilidad acumulada del 20,9%. Este resultado lo ubicó como uno de los mercados con mejor desempeño entre los principales índices accionarios de Latinoamérica. En el caso de Chile, la rentabilidad acumulada en ese mismo período fue del 22,6%. La moderación en el comportamiento del COLCAP frente a lo observado en marzo se explica, en parte, por **la alta sensibilidad de los activos colombianos a choques externos y por una mayor vulnerabilidad comercial con EE. UU.**, reflejada en un incremento en la prima de riesgo y una débil credibilidad fiscal. Esta percepción se tradujo en salidas netas de capital extranjero durante mayo, contrastando con la dinámica positiva del primer trimestre.

Entre tanto, en el ámbito internacional, el S&P 500 también perdió dinamismo ante el aumento de la incertidumbre en el marco de las políticas del segundo mandato de Donald Trump. En los primeros seis meses del año, el índice estadounidense avanzó un 5,5%; mientras que el *S&P Emerging Markets* ganó un 9,6%; y el *MSCI Emerging Markets Latin America*, un 26,3%, reflejando una mayor preferencia de los inversionistas por los mercados emergentes frente a los activos estadounidenses.

A pesar de estos desafíos, el desempeño del MSCI COLCAP en los primeros meses del año ha sido favorable, impulsado por diversos factores. En primer lugar, el flujo de compras netas de inversionistas extranjeros fue creciente en el primer trimestre, **reflejando un renovado interés por el mercado colombiano**. En segundo lugar, la economía mostró señales de recuperación, con un crecimiento del PIB de 2,7% en el primer trimestre y una inflación en descenso hacia su rango meta.

Adicionalmente, el mercado accionario colombiano continúa mostrando múltiplos de valoración atractivos frente a sus pares regionales. El múltiplo precio/valor en libros (P/VL) se mantiene por debajo de 1, el más bajo entre los principales mercados de la región, lo que indica que algunas empresas cotizan por debajo de su valor contable. El múltiplo precio/ganancias (P/E) también se encuentra entre los más bajos, y la rentabilidad por dividendo a 12 meses está entre las más altas por encima de otras economías como Brasil. Asimismo, el múltiplo EV/EBITDA se sitúa por debajo del promedio regional (LAC5), **lo cual sugiere que las empresas colombianas podrían estar infravaloradas en relación con sus utilidades**. Estos factores han contribuido a crear un entorno atractivo para la inversión en acciones colombianas.

De cara al segundo semestre del año, las perspectivas para el COLCAP siguen siendo positivas, aunque sujetas a riesgos. Se espera que el índice mantenga una valorización al cierre de 2025, en línea con lo registrado en el primer semestre, aunque con un ritmo de crecimiento más moderado. Este pronóstico se sustenta en la continuidad del ciclo de reducción de tasas de interés, una inflación estable, una economía en recuperación y valoraciones aún atractivas dados los múltiplos de sus índices accionarios frente a sus pares regionales.

11 de julio de 2025

No obstante, la evolución del mercado accionario dependerá en gran medida del mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, fiscal y regulatoria. En ese sentido, anticipamos que el mercado colombiano mantendrá una alta volatilidad, influenciada por los anuncios de política económica externa e interna, así como por las señales sobre el resultado de las elecciones del 2026.

¿Hay evidencia de un *trade electoral* en los activos colombianos?

El desempeño sobresaliente de los mercados colombianos de renta variable y de divisas en el primer semestre ha impulsado la teoría en torno a la posible existencia de un *trade electoral*. **Este fenómeno describe un comportamiento por parte de los inversionistas que, anticipando un cambio en el espectro político del país tras las elecciones presidenciales de 2026, aumentan sus posiciones en activos locales.** Bajo esta lógica, el castigo sufrido por los mercados colombianos desde 2022 —en buena parte debido a factores idiosincráticos— habría dejado espacio para una recuperación de precios, en caso de que se consolide el giro hacia un gobierno que promueva la inversión y transmita nuevamente confianza institucional.

La crisis de desconfianza de 2022 dejó secuelas importantes en los activos financieros, cuya recuperación ha sido heterogénea y, en algunos casos, incompleta. La tasa de cambio, uno de los principales exponentes de la incertidumbre, llegó a tener una brecha del 30,7% frente a sus pares latinoamericanos (Brasil, Chile, México y Perú) a comienzos de 2023 (ver [“Balance del primer semestre de 2023 en tasa de cambio, TES y prima de riesgo: ¿volviendo a la liga de LatAm?”](#)). Sin embargo, desde febrero de 2024 esa brecha se ha mantenido relativamente cerrada, indicando que el comportamiento de la tasa de cambio en Colombia está relativamente alineado con el de otros países de la región y que sus principales determinantes vienen del contexto global.

En contraste, la prima de riesgo soberano (medida a través del CDS a 5 años) y la tasa de los TES a 10 años, continúan reflejando un castigo significativo frente a la región, con diferenciales de 113 y 340 pbs, respectivamente. Entre tanto, el índice accionario colombiano COLCAP también muestra un rezago frente a los índices bursátiles de la región, aunque el diferencial ha venido reduciéndose desde un máximo de 510 puntos en septiembre de 2023, a 249 puntos al cierre del primer semestre. **Consideramos que hay espacio para una corrección adicional del diferencial en estos activos si se consolida una narrativa electoral más favorable para el mercado.**

Para contrastar la hipótesis de *trade electoral* en Colombia, revisamos dos episodios recientes en la región en los que hubo un cambio en el espectro político hacia posturas consideradas “promercado” y evaluamos si sus activos financieros reaccionaron favorablemente: Chile en 2017 y Brasil en 2016. **En 2017, en Chile tuvo lugar la transición del segundo mandato de Michelle Bachelet al retorno de Sebastián Piñera.** Analizamos una ventana de 180 días de cotización antes y después de la segunda vuelta presidencial, período en el que se registró una tendencia positiva de los activos locales: apreciación en la tasa de cambio y valorización (*rally*) en el mercado accionario. Entre abril y noviembre del 2017, el índice accionario chileno IPSA acumuló una rentabilidad del 6,1%, similar a la registrada por el índice de mercados emergentes de América Latina (5,8%). Aunque su valorización fue mayor a las de los índices accionarios de Colombia (5,9%) y México (-1,4%), se mantuvo por debajo de los desempeños más destacados de la región: Perú (20,6%) y Brasil (13,0%) (Gráfico 12). Por su parte, el peso

11 de julio de 2025

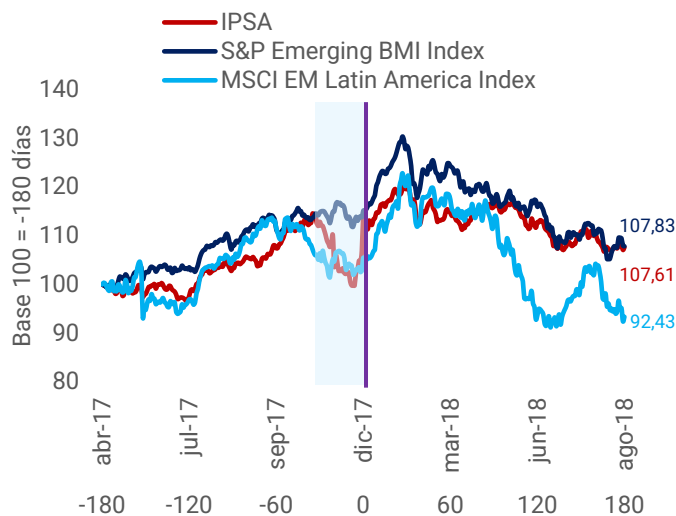
chileno se apreció un 3,0% frente al dólar entre abril y la jornada previa a la segunda vuelta, mismo período en el que las principales monedas latinoamericanas se depreciaron 2,4%. Lo anterior indica que los mercados de renta variable y tasa de cambio de Chile no registraron valorizaciones adicionales significativas respecto a otros países, debilitando la tesis de un *trade electoral* en este episodio².

En el mismo sentido, en los activos de renta fija tampoco encontramos señales de valorización asociadas al *trade electoral*. A través del comportamiento del CDS a 5 años se evidenció una reducción similar en magnitud sobre la prima de riesgo de Chile y el promedio de la región, demostrando que el cambio político no generó un ajuste significativo en el sentimiento de los inversionistas hacia los activos del país (Gráfico 13). En efecto, durante el gobierno de Bachelet Chile mantuvo la calificación de su deuda soberana en uno de los escalones más altos del grado de inversión y muy por encima de las de sus pares, lo cual mantuvo sus CDS por debajo del promedio regional.

El segundo caso corresponde a Brasil en 2016, en el contexto de la destitución de Dilma Rousseff y la posterior llegada de Michel Temer a la presidencia. Este cambio en la conducción política del país, si bien tuvo lugar en medio de una coyuntura de inestabilidad institucional, estuvo acompañado por un repunte significativo en los mercados financieros, impulsado por el giro hacia una agenda económica más ortodoxa.

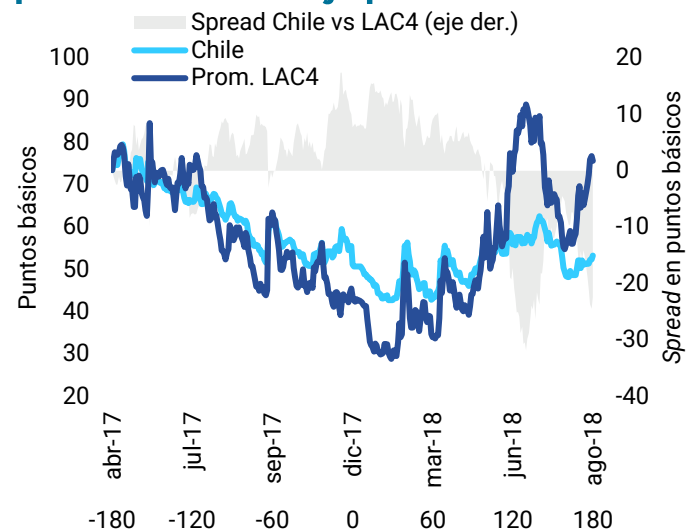
En particular, los retornos del índice accionario Bovespa comenzaron a repuntar aproximadamente 48 días antes del 12 de mayo de 2016, fecha en la que se oficializó la suspensión de Rousseff. La anticipación de una nueva administración promercado incentivó

Gráfico 12. Comportamiento índice IPSA (Chile) vs índices accionarios emergentes



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 13. CDS a 5 años de Chile vs el promedio de LAC4* y spread



Fuente: LSEG - Workspace. Cálculos: Corficolombiana. LAC4*: Brasil, Colombia, México y Perú

² El 18 de diciembre 2017, día siguiente a cuando se conocieron los resultados electorales, el IPSA repuntó un 6,9% en una jornada que fue reconocida como el "Piñerazo bursátil", siendo el índice accionario con mejor desempeño de la región. Este comportamiento coincidió con una caída en el CDS a 5 años, que disminuyó 22 puntos básicos en los días previos a la elección y se estabilizó alrededor de los 51 puntos básicos tras la confirmación del triunfo de Sebastián Piñera. Sin embargo, en los siguientes días la tendencia no fue significativamente mejor a la de la región.

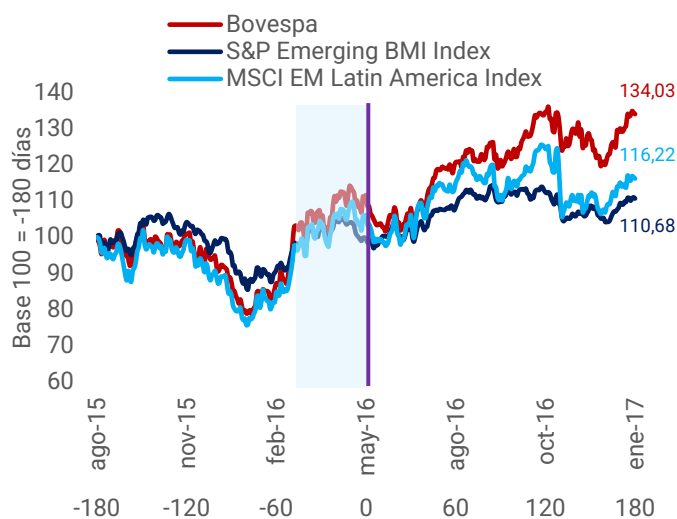
11 de julio de 2025

una valorización sostenida de los activos brasileños. A 180 días de negociación desde la suspensión, el Bovespa acumulaba una rentabilidad del 20,1%, superando ampliamente los índices de referencia de mercados emergentes: 9,7% para América Latina y 11,1% para el índice general de emergentes (Gráfico 14).

El comportamiento de los activos de renta fija también fue notable. En los días previos a la posesión de Temer, más puntualmente el 29 de septiembre de 2015, el diferencial entre el CDS a 5 años de Brasil vs. el promedio de la región³ alcanzó su punto máximo de 124 pbs. Posterior a la ratificación de Temer como presidente, el castigo se redujo totalmente e inclusive 180 días luego de la posesión, este diferencial alcanzó su punto más bajo, obteniendo una diferencia negativa de 78 pbs (Gráfico 15). Este desempeño en la prima de riesgo también se evidenció sobre la tasa de rendimiento del bono a 10 años en reales. En su momento más crítico, previo a la elección, la tasa de este bono se ubicaba en 16,8%, descontando el máximo castigo (155 pbs). Pasados 180 días luego de la elección, la tasa del bono a 10 años de Brasil se ubicó en 11,0% y señaló una diferencia negativa de 301 pbs frente a la región, **demostrando que en los activos de renta fija de Brasil hubo una anticipación de este mercado al giro en la corriente política de Brasil.**

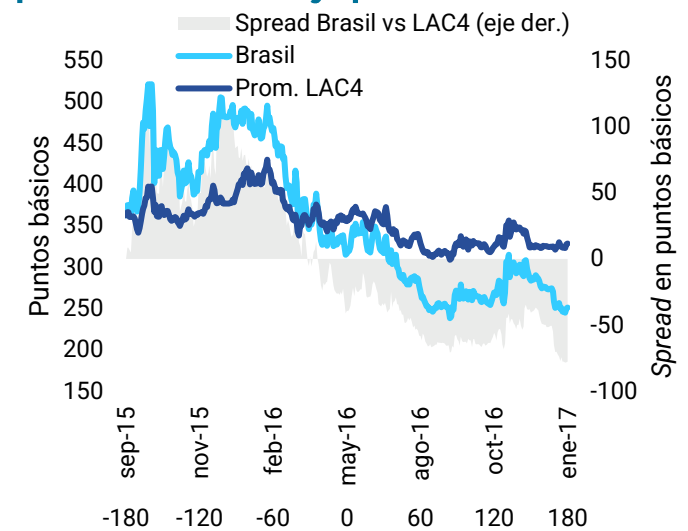
Ahora bien, el comportamiento posterior al cambio político difirió entre los casos analizados, lo que refleja la importancia de las prioridades y credibilidad de la agenda del nuevo gobierno. En Chile, el triunfo de Sebastián Piñera generó una reacción inmediata, con una valorización del 6,9% en el IPSA y una apreciación del peso chileno del 2,3% al día siguiente de la segunda vuelta. Sin embargo, esta respuesta fue efímera: a partir de entonces, el desempeño de ambos mercados se alineó con el comportamiento regional, y en semanas posteriores se observaron correcciones negativas. Siendo Piñera una figura ya conocida por el mercado, la percepción de un cambio estructural en la orientación económica era limitada (Gráfico 16).

Gráfico 14. Comportamiento índice Bovespa (Brasil) vs índices accionarios emergentes



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 15. CDS a 5 años de Brasil vs el promedio de LAC4* y spread



Fuente: LSEG – Workspace. Cálculos: Corficolombiana. LAC4*: Chile, Colombia, México y Perú

³ Colombia, Chile, México y Perú

11 de julio de 2025

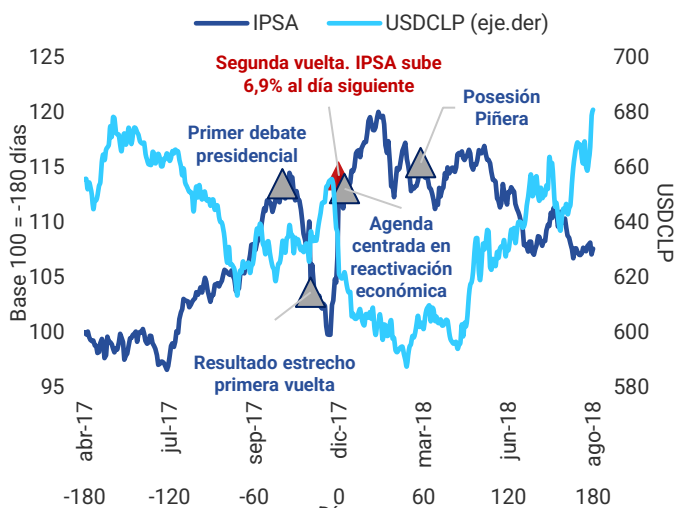
En contraste, Brasil experimentó una respuesta más sostenida, con una notable diferencia frente al caso chileno: el nuevo gobierno de Temer impulsó una agenda clara de consolidación fiscal y reformas estructurales, lo que permitió mantener el impulso positivo en los mercados por un periodo más prolongado (Gráfico 17). Esta diferencia refleja que el *trade electoral* no garantiza por sí solo una valorización duradera: su persistencia dependerá de la capacidad del nuevo gobierno para reconstruir la confianza, implementar una política económica creíble y corregir los desequilibrios estructurales desde el inicio del nuevo ciclo político.

Así pues, el buen desempeño del COLCAP durante el primer semestre de 2025 refleja una mejora en la percepción del mercado colombiano, solo superado por el IPSA de Chile, país que también está próximo a un posible péndulo político. Este resultado responde, en gran parte, a un renovado interés de los inversionistas en una economía que ha comenzado a mostrar señales de recuperación, con múltiplos aún bajos en su índice accionario frente a sus pares regionales y una valorización impulsada por la reducción del diferencial frente a los índices accionarios de los países de LAC5.

De hecho, a partir de la experiencia observada en países como Chile y Brasil, es posible que a estos factores se sume un componente de *trade electoral* en los próximos meses, condicionado a que se consoliden las expectativas de un cambio político y se mantengan los diferenciales de precios frente a sus pares regionales.

Ahora bien, **para que el rally en los activos colombianos se extienda más allá del impulso preelectoral, será fundamental que el próximo gobierno asuma una agenda económica clara, centrada en la disciplina fiscal, el fortalecimiento institucional y el retorno de la confianza inversionista.** De lo contrario, el optimismo que pudiera consolidarse en los meses previos a las elecciones podría diluirse rápidamente, sobre todo ante los retos estructurales persistentes en materia fiscal y de gobernabilidad.

Gráfico 16. Tasa de cambio frente al dólar e índice accionario de Chile



Fuente: Capital IQ y LSEG - Workspace

Gráfico 17. Tasa de cambio frente al dólar e índice accionario de Brasil



Fuente: Capital IQ y LSEG - Workspace

Equipo de investigaciones económicas

César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

cesar.pabon@corfi.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corfi.com

Gabriela Bautista

Analista Contexto Externo

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corfi.com

Nicolas Cruz Walteros

Analista Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

nicolas.cruz@corfi.com

Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corfi.com

Alejandra Gacha

Analista economías Sudamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

alejandra.gacha@corfi.com

Mateo Pardo

Analista economías Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

mateo.pardo@corfi.com

Juan Andrés Novoa Villarreal

Estudiante en práctica

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

juan.novoa@corfi.com

Análisis Financiero

Andrés Duarte

Director Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corfi.com

Jaime Cárdenas

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corfi.com

Daniel Monroy

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

danielf.monroy@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Fabián Osorio Quintero

Director de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

crsthian.osorio@corfi.com

Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

andres.gallego@corfi.com

Dino Francisco Córdoba

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

dino.cordoba@corfi.com

Luisa Fernanda Ovalle Arias

Analista junior Sectores y

Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

Luisa.Ovalle@corfi.com

11 de julio de 2025

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.