

# Informe Renta Fija

## Marzo 2025

*Mercado de TES: sin offshore, no hay paraíso*



28 de marzo de 2025

## Mercado de TES: sin offshore, no hay paraíso

Autor:

**Felipe Espitia**

Analista Senior Renta Fija

[felipe.espitia@corfi.com](mailto:felipe.espitia@corfi.com)

Editor:

**Julio Romero A.**

Economista Jefe

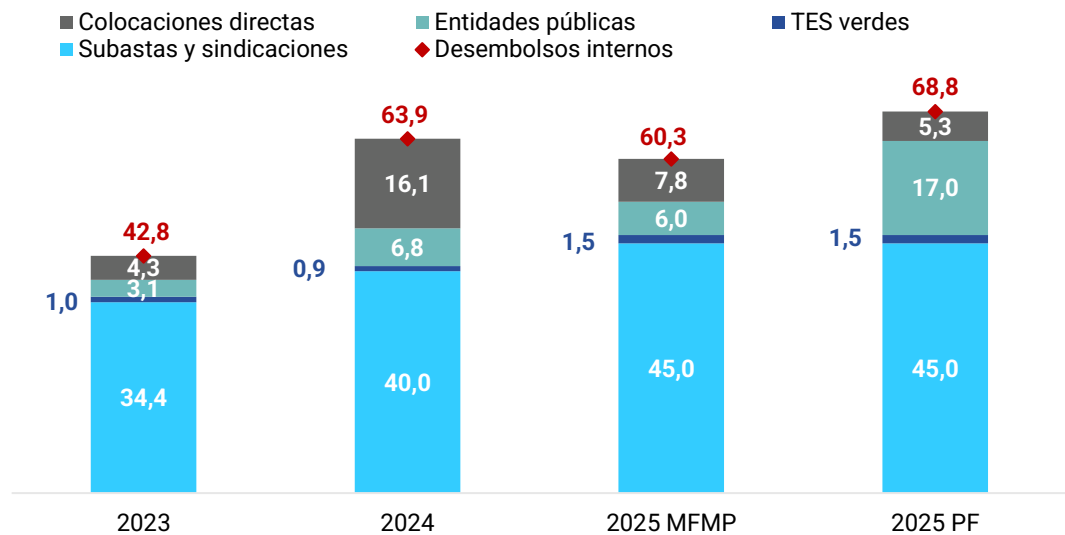
[julio.romero@corfi.com](mailto:julio.romero@corfi.com)

- El Plan Financiero de 2025 incluyó como una de las fuentes de financiación del gobierno la realización de **desembolsos internos por \$68,8 billones, es decir, \$8,5 billones más** de lo anunciado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP).
- **Este incremento se concentra en las colocaciones directas, que pasan de \$13,8 a \$22,3 billones.** Estas incluyen las operaciones convenidas (\$17 billones), que suelen ser absorbidas por entidades públicas como fiduciarias y entidades con una participación del estado mayor al 50%, y llevarán a una mayor oferta de títulos en el mercado local.
- Todo apunta a que **el déficit fiscal en 2025 será mayor al 5,1% del PIB permitido por la regla fiscal. Lo anterior implicará una necesidad de financiamiento adicional de al menos \$26,1 billones**, la cual puede ser mayor dependiendo de la diferencia entre la reserva presupuestal de este año, que asciende a \$51 billones, y los gastos de esta vigencia que se aplacen para el 2026.
- La inesperada salida del ministro de Hacienda, Diego Guevara, por advertir que se requieren recortes adicionales de gasto, revela un compromiso débil del gobierno con la sostenibilidad fiscal y es una señal negativa para el mercado de TES, como se evidencia en las desvalorizaciones del mercado local en la última semana.
- Tomando como referencia la forma en que el gobierno financió el desbalance fiscal adicional del año pasado, **estimamos que en 2025 los desembolsos internos aumentarían en \$8,2 billones frente a lo que indica el Plan Financiero, divididos en \$2,4 billones por subastas y \$5,9 billones por colocaciones directas, asumiendo que el monto de TES verdes se mantiene estable.** Por su parte, las operaciones de tesorería se incrementarían en \$14,2 billones.
- Para absorber la mayor oferta en el mercado será necesario que los fondos extranjeros (offshore) vuelvan a tener una posición activa en la demanda, muy distinta a la que han tenido en los últimos dos años. El deterioro fiscal del país está llevando al gobierno a tener que financiarse a tasas más altas. Creemos que el mercado está consolidando un cambio estructural hacia tasas de interés más elevadas, especialmente en la parte larga de la curva de rendimientos.

### Más TES con entidades públicas

En la actualización del Plan Financiero presentado en febrero, el Ministerio de Hacienda comunicó que los desembolsos internos sumarían un total de \$68,8 billones para 2025, aumentando en \$8,5 billones frente a lo que tenían presupuestado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de junio del año pasado. Esto implica un crecimiento nominal del 14,1% y 7,6% frente a los desembolsos presupuestados en el MFMP y lo ejecutado en 2024, respectivamente (Gráfico 1).

28 de marzo de 2025

**Gráfico 1. Desembolsos internos**


Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana. MFMP: Marco Fiscal de Mediano Plazo, PF: Plan Financiero.

Para esta vigencia fiscal, de las fuentes internas a través de subastas y sindicaciones (\$45 billones) y TES verdes (\$1,5 billones) no se percibieron cambios. El incremento por \$8,5 billones será absorbido en su totalidad por las colocaciones directas que pasaron de tener un monto asignado de \$13,8 a uno de \$22,3 billones. Esta mayor oferta de títulos iría a través de las operaciones convenidas (\$17 billones), las cuales suelen ser absorbidas por las entidades públicas (fiduciarias y entidades con una participación estatal superior al 50%). En la práctica, este anuncio implicará una mayor oferta de TES, en la medida que las entidades públicas no mantendrían estos títulos en sus portafolios. Con corte a febrero, las entidades públicas habían recibido un 64% de los \$17 billones proyectados.

**El gobierno tendrá que financiar un déficit fiscal más alto en 2025**

Los resultados fiscales de 2024 fueron negativos y el escenario para 2025 luce igual o más crítico. La meta de déficit del GNC para 2025, de 5,1% del PIB, está basada en supuestos de ingresos optimistas y, además, desconoce presiones de gasto asociadas con el rezago de la ejecución que viene del 2024 (reserva presupuestal). Lo anterior mantiene la presión sobre las tasas de los TES de largo plazo, las cuales han permanecido entre 12% y 13% en lo corrido del año.

El deterioro de la situación fiscal del país está asociado, por un lado, con el aumento en los pagos de intereses de la deuda que resultan del contexto de incertidumbre y menor confianza para la inversión (ver “El rezago de la inversión en Colombia: el precio de la incertidumbre” en [Informe Especial – Marzo 20 de 2025](#)). También refleja el insostenible incremento del gasto primario, que ha permanecido en niveles similares a los registrados en la pandemia (alrededor de 18,7% del PIB). Además, los ingresos tributarios proyectados no se están materializando, lo que nos permite anticipar que las metas fiscales para este año no se van a cumplir. Nuestras

28 de marzo de 2025

estimaciones apuntan a que el déficit total del GNC se ubicaría alrededor del 6,4% del PIB en 2025, mayor al 5,1% permitido por la regla fiscal. Nuestra estimación no contempla aplazamientos adicionales del gasto este año, teniendo en cuenta que la salida del Ministro Diego Guevara fue precisamente por advertir que se requerían estos ajustes para cumplir la regla fiscal y dar un mensaje de responsabilidad a los inversionistas y las calificadoras de riesgo<sup>1</sup>.

**De esta forma, estimamos que el gobierno tendrá que financiar un déficit adicional al previsto en el Plan Financiero, cercano a \$26,1 billones (1,4% del PIB).** Vale la pena señalar que estas estimaciones pueden ser más altas dependiendo de la diferencia entre la reserva presupuestal de este año, que asciende a \$51 billones, y los gastos de esta vigencia que se aplacen para el 2026 (ver “Balance fiscal de 2024 y plan financiero de 2025: cumplir la Regla no garantiza la sostenibilidad de la deuda” en [Informe Especial – Febrero 13 de 2025](#)).

Bajo este contexto, resulta relevante revisar la estrategia que siguió el año pasado el Ministerio de Hacienda para financiar el déficit adicional. Recordemos que en 2024 el déficit total terminó siendo \$26,1 billones más alto que el presupuestado en el Plan Financiero que se presentó en febrero de ese año y \$20,5 billones mayor al previsto en el MFMP. Al comparar la estrategia de Fuentes y Usos, encontramos que las necesidades de financiamiento fueron superiores en \$24,6 billones respecto a lo previsto en el Plan Financiero de hace un año. De estos, \$18,1 billones se cubrieron mediante operaciones de tesorería (títulos de corto plazo – TCO o fondos administrados como el FONPET), \$10,4 billones con desembolsos internos y \$4,7 billones con desembolsos externos. Por su parte, los ajustes por causación compensaron las mayores necesidades, al disminuir en \$8,5 billones entre el Plan Financiero de inicios de 2024 y el cierre fiscal. Vale la pena señalar que, dentro de los desembolsos internos, las subastas aportaron solo \$3,0 billones, mientras que las colocaciones directas aumentaron en \$7,5 billones. Lo anterior evidencia que el gobierno intentó evitar que el financiamiento adicional se concentrara demasiado en TES, para evitar presionar las tasas de los títulos (Tabla 1). Además, la disponibilidad final en 2024 fue inferior en \$5,5 billones a la disponibilidad inicial, evidenciando que el gobierno recurrió a la caja para cubrir parte del mayor déficit del año pasado.

<sup>1</sup> El exministro Guevara dijo públicamente que era necesario aplazar \$12 billones adicionales a los \$12 que ya se habían congelado por la no aprobación de la Ley de Financiamiento, justo después de que Fitch Ratings revisara la perspectiva de la calificación crediticia de Colombia de estable a negativa. Esta habría sido la principal razón por la que el Presidente le pidió su renuncia.

28 de marzo de 2025

**Tabla 1. Fuentes del GNC en 2024, en billones de pesos.**

	PF 2024 (1)	MFMP 2024 (2)	PF 2025 (3)	(3) - (1)	(3) - (2)
<b>FUENTES</b>	<b>131,1</b>	<b>143,2</b>	<b>155,7</b>	<b>24,6</b>	<b>12,5</b>
<b>Desembolsos</b>	<b>75,8</b>	<b>87,3</b>	<b>90,9</b>	<b>15,1</b>	<b>3,6</b>
Internos	53,4	63,7	63,9	10,4	0,2
Subastas	37,0	40,0	40,0	3,0	0,0
TES verdes	1,0	1,0	0,9	-0,1	-0,1
Colocaciones directas	15,4	22,7	22,9	7,5	0,2
Externos	22,4	23,6	27,1	4,7	3,5
<b>Operaciones de tesorería</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	<b>25,9</b>	<b>18,1</b>	<b>17,6</b>
<b>Ajustes por causación</b>	<b>25,9</b>	<b>26,1</b>	<b>17,4</b>	<b>-8,5</b>	<b>-8,7</b>
<b>Disponibilidad inicial</b>	<b>21,5</b>	<b>21,5</b>	<b>21,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corfi colombiana.

En este sentido, si el gobierno replica esta estrategia para financiar el déficit adicional de este año, estimamos que, respecto al Fuentes y Usos del Plan Financiero presentado en febrero, **los desembolsos internos aumentarían en \$8,2 billones, divididos en \$2,4 billones por subastas y \$5,9 billones por colocaciones directas, asumiendo que el monto de TES verdes se mantiene estable. Por su parte, las operaciones de tesorería se incrementarían en \$14,2 billones.**

A lo anterior hay que sumar el efecto de las operaciones de manejo de deuda (canjes). Aunque esta estrategia tiene un efecto neutral en el saldo de la deuda interna, lo cierto es que el Ministerio de Hacienda termina aumentando la oferta de TES de mediano y largo plazo. Este año, estimamos que el monto de los canjes superaría los \$23 billones, afectando de forma explícita las tasas de negociación de estos títulos. De ocurrir algo similar a lo efectuado en 2024, el TES con vencimiento en 2046 podría ser el más afectado, ya que del total canjeado el año pasado (\$28,4 billones), se entregaron \$12,3 billones de ese título, es decir, el 43,6% del valor total del canje.

## Sin offshore, no hay paraíso

La capacidad del mercado para absorber la mayor oferta de TES en 2025 depende sensiblemente del apetito que muestren los inversionistas extranjeros (*offshore*). Nuestras estimaciones apuntan a que los principales inversionistas en el mercado de deuda pública interna en 2024 –las AFPs, las aseguradoras y los bancos comerciales– mantendrán las compras netas en niveles similares en 2025 (ver “Perspectivas para la demanda en el mercado de deuda pública en 2025” en [Informe Renta Fija – Febrero 6 de 2025](#)). Las entidades públicas reforzarían la demanda de TES este año, gracias al aumento en el cupo de colocaciones

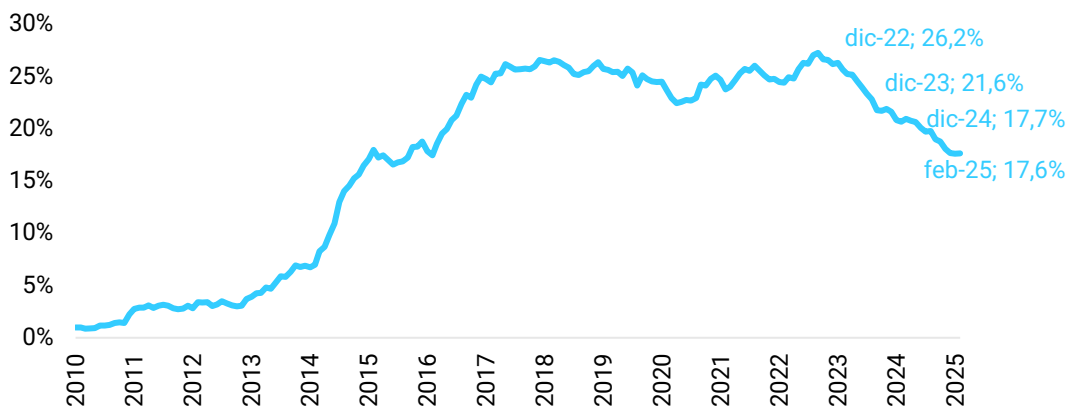
28 de marzo de 2025

directas que, como mencionamos previamente, se realiza principalmente mediante estas entidades.

No obstante, la coyuntura actual en el mercado de TES requiere que los fondos de capital extranjero vuelvan a tener una posición activa en la demanda. Vale la pena recordar que en 2023 y 2024, estos agentes terminaron con una posición neta de venta por \$10,4 y \$4,7 billones, respectivamente. Al cierre del año pasado, la participación de los extranjeros en el total de la deuda interna de Colombia fue del 17,7%, la más baja desde 2016 (Gráfico 2).

En los primeros dos meses de 2025, los fondos *offshore* están teniendo una participación más activa en el mercado, con una posición neta de compras por \$4,7 billones, impulsada por las mayores tasas que ofrece el mercado local respecto a otros países en la región. Es evidente que la relación riesgo-retorno está aumentando el apetito de los inversionistas extranjeros por el mercado local. Sin embargo, la posición fiscal de Colombia en los próximos años se puede ver aún más comprometida por los altos costos a los que el gobierno se está endeudando en esa coyuntura. En otras palabras, **el mercado de deuda pública está absorbiendo la mayor oferta de TES, resultante del deterioro fiscal del país, porque el gobierno está dispuesto a financiarse a tasas más altas. En este sentido, creemos que el mercado está consolidando un cambio estructural hacia tasas de interés más altas, especialmente en la parte larga de la curva de rendimientos.**

**Gráfico 2. Participación de los fondos extranjeros del total del stock de deuda interna**



Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

Bajo este contexto, consideramos oportuno analizar el desempeño de los principales inversionistas extranjeros en el mercado de TES en 2024 y 2025. Dos de los 10 mayores vendedores extranjeros de TES del año pasado liquidaron totalmente su posición, uno ha continuado las ventas durante los dos primeros meses de este año y el restante ha empezado a acumular TES de forma progresiva (Tabla 2). Además, hallamos que hay cuatro fondos con una posición superior a los \$2 billones de TES, dando a entender que las ventas recientes

28 de marzo de 2025

están relacionadas más a una toma de utilidades que a un cambio en su posición en la deuda de Colombia.

Por otra parte, de los 10 mayores compradores extranjeros de TES el año pasado, tres iniciaron el año vendiendo títulos, dos mantienen sin cambios su posición y los otros cinco han continuado incrementado su exposición a deuda colombiana (Tabla 3). Ante estos resultados y a pesar de las ventas netas percibidas por el total de extranjeros, no parecen existir señales de una salida estructural a la exposición de TES. En caso contrario, aún existen agentes que tienen un perfil de riesgo altamente sensible a las tasas de rendimiento que ofrece actualmente el país, entendiendo que estarían dispuestos a soportar el deterioro fiscal que hemos proyectado para este año.

**Tabla 2. Mayores vendedores netos de TES en 2024 y posición en 2025**

Fondo extranjero	Total de posición en TES (feb-25)	Ventas netas 2024	Compras/ventas netas 2025
Stichting Pggm Depositary	0	-1.984	0
Government Of Singapore	4.989	-1.808	51
Kuwait Investment Authority	655	-964	540
Australian Super Pty Ltd	0	-756	0
Brandywine Global Investment Management Trust	68	-706	6
Saudi Central Bank	4.087	-530	682
Legg Mason Charles Street Trust, Inc.- Legg M	48	-522	0
Stichting Pensioenfonds Abp	5.002	-496	7
Ishares Iii Public Limited Company	607	-487	-27
Franklin Templeton Investment Funds	2.098	-482	299

Fuente: Contraloría General de la República. Cálculos: Corficolombiana.

**Tabla 3. Mayores compradores netos de TES en 2024 y posición en 2025**

Fondo extranjero	Total de posición en TES (feb-25)	Compras netas 2024	Compras/ventas netas 2025
Stichting Pensioenfonds Zorg En Welzijn	2.987	2.293	-78
Norges Bank	6.579	2.081	623
The Monetary Authority Of Singapore	6.418	1.882	337
Caisse De Depot Et Placement Du Quebec	4.177	1.332	1.259
Abu Dhabi Investment Authority	1.427	1.296	-728
Wtc Na Multiple Common Trust Funds Trust, Opp	669	796	-335
Pimco Offshore Funds-Pimco Absolute Return St	584	468	0
Baring Emerging Markets Blended Fund 1, L.P.	740	449	0
Vanguard Total International Bond Ii Index Fu	1.794	415	100
Barings Umbrella Fund Plc	897	381	0

Fuente: Contraloría General de la República. Cálculos: Corficolombiana.

28 de marzo de 2025

## Un choque entre la expectativa de una menor tasa de la Fed y la política arancelaria de Trump

- El desempeño de los mercados de capitales ha dependido en buena manera de los recortes esperados en la tasa que fija la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y las decisiones de política económica que ha venido desarrollado el presidente Donald Trump.
- Al cierre de este informe, los mercados están descontando 75 pbs de recorte en la tasa Fed, es decir, a lo sumo tres recortes de 25 pbs este año.
- En resumen, en febrero, la curva de rendimientos de los Tesoros americanos se aplanó y se valorizó (*bull flattering*), en promedio, 30 pbs. Sin embargo, durante la primera semana de marzo, la curva de rendimientos de los Tesoros americanos se ha empinado.
- Los TES en tasa fija se valorizaron, en promedio, 12 pbs en febrero, percibiendo una mayor reducción en las tasas del tramo corto de la curva. En contraste, en la primera semana de marzo, los TES se han desvalorizado, en un entorno de mayor riesgo y persistencia inflacionaria local.
- Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) y los fondos de capital extranjero fueron los mayores compradores de TES en febrero, adquiriendo \$5,6 y \$2,4 billones, respectivamente.

### Menos tasas y más aranceles, esa es la cuestión

El comportamiento de los Tesoros americanos a lo largo de 2025 y el desempeño de los mercados de capitales han dependido en buena manera de los recortes esperados en la tasa que fija la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y las decisiones de política económica que ha venido desarrollado el presidente Donald Trump, alrededor de su política arancelaria. Desde el frente monetario, los diferentes interlocutores de la Fed han mantenido un tono de cautela que depende de la información macroeconómica del momento. Ante este contexto y en medio de las reservas que ha señalado la información macroeconómica en EE. UU., los mercados llegaron a descontar tan solo un recorte de 25 puntos básicos (pbs) este año, luego de considerar que serían dos desde la última reunión de política monetaria de 2024.

No obstante, desde mediados de febrero se gestó un punto de inflexión para estas expectativas, ya que el crecimiento económico del cuarto trimestre de 2024 estuvo por debajo del esperado, el pronóstico de crecimiento del primer trimestre de 2025 que realiza la Fed de Atlanta apunta a una contracción del 2,4% y los datos de empleo de febrero estuvieron por debajo del consenso de los analistas, llevado a que, al cierre de este informe, los mercados estén descontando 75 pbs de recorte en la tasa Fed, es decir, a lo sumo tres recortes de 25 pbs este año.

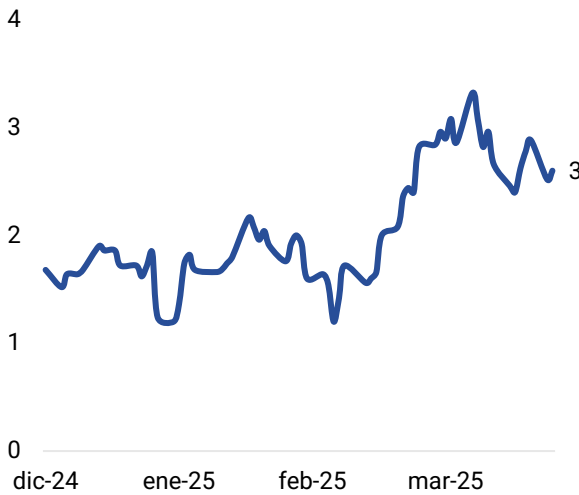
En medio de esta coyuntura, en la cual se ha incrementado la probabilidad de que la Fed pueda recortar en una mayor magnitud su tasa de política monetaria, los Tesoros americanos exhiben valorizaciones a lo largo de toda la curva en lo corrido del año. En resumen, en febrero, la curva de rendimientos de los Tesoros americanos se aplanó y se valorizó (*bull flattering*), en promedio, 30 pbs. Sin embargo, en marzo se ha evidenciado una mayor aversión al riesgo en los mercados de capitales, debido a los riesgos asociados a la imposición de aranceles de



28 de marzo de 2025

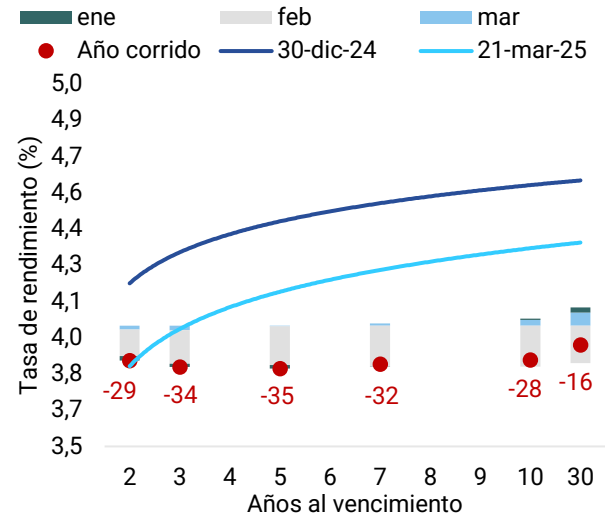
Estados Unidos sobre sus principales socios comerciales y el potencial impacto sobre el crecimiento económico y posible escenario de recesión. De esta forma, la curva de rendimientos de los Tesoros americanos se ha empinado, es decir, los títulos con vencimiento a 2 y 3 años se han valorizado tres y cuatro pbs, respectivamente; mientras que los bonos con vencimientos a 10 y 30 años se han desvalorizado cinco y 11 pbs, en su orden.

**Gráfico 3. Recortes esperados de 25 puntos básicos en la tasa Fed en 2025**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfico 4. Curva de rendimientos de los Tesoros americanos y cambio mensual en puntos básicos**

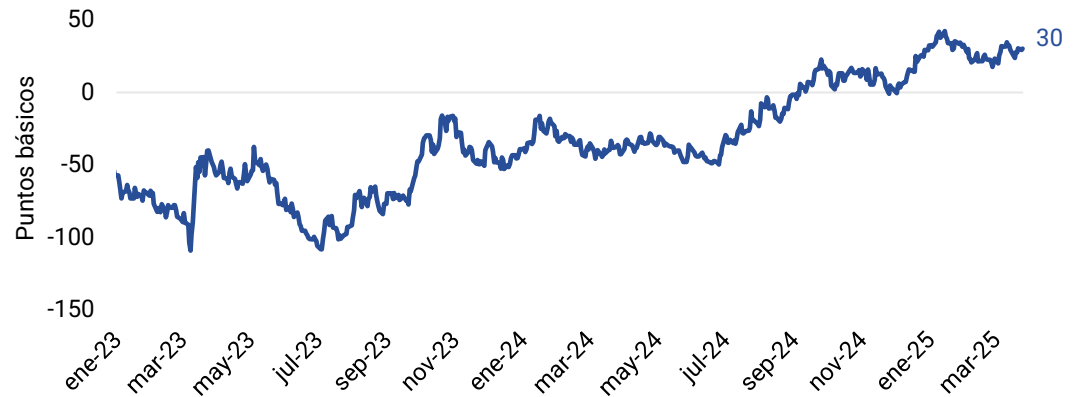


Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

Al cierre de este documento, el empinamiento de la curva de rendimientos de los Tesoros americanos se encontraba en 30 pbs. Recientemente, la pendiente de la curva se ha estado empinando ante la expectativa de una mayor magnitud en los recortes esperados en la tasa de política monetaria que fija la Fed, sumado a la incertidumbre que pudiese llegar a generar las políticas arancelarias del presidente Trump sobre el crecimiento y la inflación en EE. UU en el corto y largo plazo.

28 de marzo de 2025

### Gráfico 5. Pendiente de la curva de rendimientos de los Tesoros americanos (2 - 10 años)



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

### Los TES entre una mayor inflación y más riesgo global

El mercado de deuda pública en Colombia aprovechó el contexto global en los mercados de capitales y continuó valorizándose durante febrero. Además de una coyuntura que favoreció la toma de riesgo por los diferentes agentes del mercado, en febrero eventos como la actualización del Plan Financiero y los retos para el cumplimiento de la Regla Fiscal este año (ver “Balance fiscal de 2024 y plan financiero de 2025: cumplir la Regla no garantiza la sostenibilidad de la deuda” en [Informe Especial – Febrero 13 de 2025](#)), y el estancamiento que está demostrando la inflación local en los primeros meses del año (ver “Se extiende la pausa” en [Monitor Inflación – Febrero 13 de 2025](#)) no implicaron mayores complicaciones para que al cierre de febrero las tasas de rendimientos de los títulos en tasa fija continuaran reduciéndose.

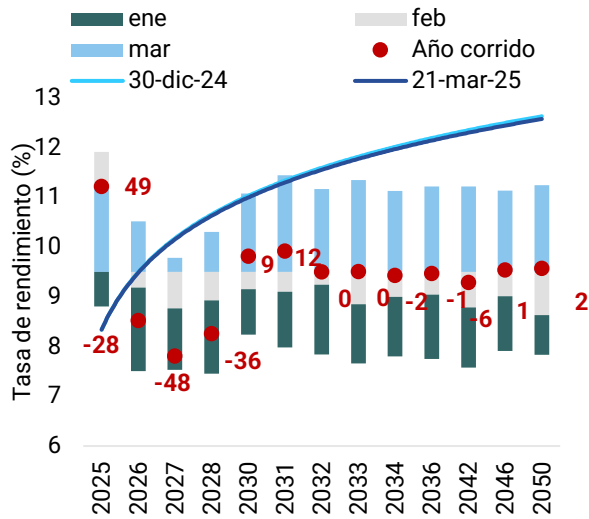
En resumen, la valorización que se percibió a lo largo de la curva de los TES en tasa fija fue, en promedio, 12 pbs en febrero, percibiendo una mayor reducción en las tasas del tramo corto de la curva. Los títulos con vencimiento en 2026, 2027 y 2028 demostraron caídas de nueve, 21 y 16 pbs en sus tasas, impulsados por las operaciones de manejo de deuda que realizó el Tesoro Nacional, recomprando \$3,7 billones en TES de 2026. Por otra parte, la curva de los TES en UVR se empinó. Los títulos más cortos en duración (2025 y 2027) se valorizaron 116 y 25 pbs, respectivamente; mientras que los bonos más largos (2049 y 2055) se desvalorizaron cuatro y dos pbs, en su orden.

Durante marzo, ante una mayor aversión al riesgo, la reducción de la perspectiva de estable a negativa revisada por Fitch Ratings para Colombia, el resultado de la inflación de febrero que sorprendió al alza al mercado (ver “Un repunte inesperado y transitorio” en [Monitor Inflación – Marzo 13 de 2025](#)) y el retiro del Ministro Guevara del Ministerio de Hacienda, han causado

28 de marzo de 2025

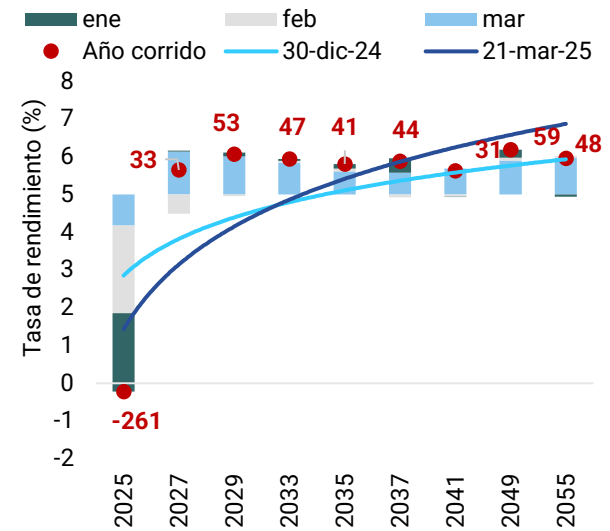
desvalorizaciones en los títulos de deuda pública en Colombia, inclusive borrando las valorizaciones que se habían logrado durante los dos primeros meses del año.

**Gráfico 6. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija**



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

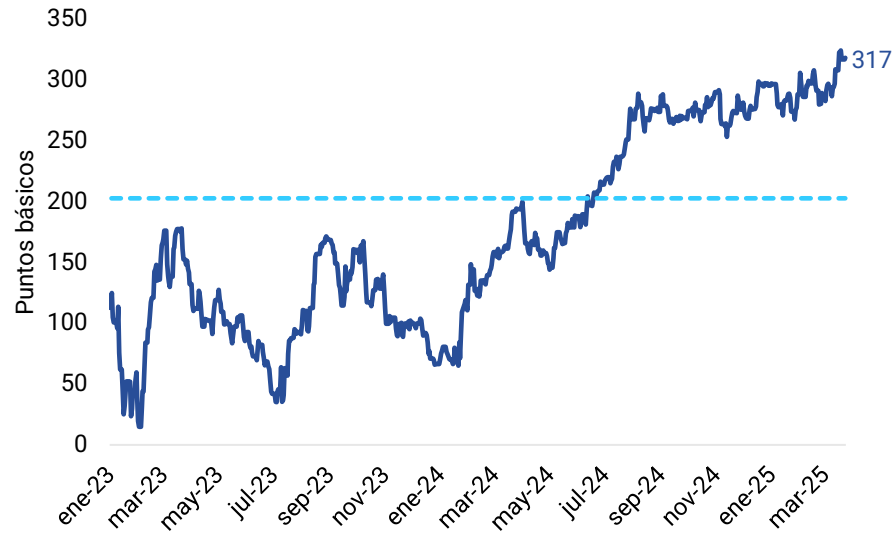
**Gráfico 7. Curva de rendimientos de los TES en UVR**



Fuente: SEN y Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana

En febrero el empinamiento de la curva de rendimientos de los TES en tasa fija, medida como el diferencial entre las tasas de los títulos con vencimiento a 2 y 10 años, alcanzó un punto máximo de este último año de 308. Sin embargo, al momento de escribir este informe, la curva ha continuado empinándose, ante la expectativa de una política monetaria local que mantendría la prudencia, debido a la persistencia inflacionaria y los riesgos asociados a la incertidumbre fiscal del país. Por lo pronto, el principal de riesgo sobre nuestra expectativa de empinamiento para 2025 sigue siendo una política monetaria que se mantenga restrictiva e impida que el Banco de la República pueda recortar su tasa, al menos, hasta el 7,75% esperado por nosotros.

**Gráfico 8. Pendiente de la curva de rendimientos de los TES tasa fija cero cupón (2 - 10 años)**



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana

## AFPs mantienen su ritmo de compras

En febrero, las Administradoras de Fondos Pensiones (AFPs) compraron \$5,6 billones en TES, registrando así su segunda compra mensual más alta de toda la historia, solo superada por lo realizado en abril de 2023 (\$6,4 billones). De esta forma, estos tenedores de deuda mantienen su alto apetito por TES, consolidando un 32,4% del total del stock de deuda interna del país y habiendo comprado \$10,1 billones durante los primeros dos meses del año.

Los fondos de capital extranjero adquirieron \$2,5 billones, siendo el segundo mayor comprador del mes. Con esta operación, los extranjeros mantienen su demanda por TES, luego de haber registrado dos años consecutivos con una posición neta de ventas. Adicionalmente, dentro de los mayores compradores de febrero se ubicaron las carteras colectivas, las compañías de seguros, los bancos comerciales y las instituciones oficiales especiales que compraron más de un billón en títulos de deuda colombiana (Tabla 4).

En contraste, las entidades públicas y las corporaciones financieras fueron los dos agentes con mayores ventas netas durante el último mes, vendiendo \$2,2 y \$1,6 billones, respectivamente.

28 de marzo de 2025

**Tabla 4. Balance de tenedores de TES, cifras en miles de millones de pesos – febrero 2024**

Tenedor	Compras Mensuales	Compras YTD	Participación del stock total
Fondos de pensiones y cesantías	5.645	10.104	32,4%
Fondos de capital extranjero	2.508	4.762	17,6%
Carteras colectivas y fdos admn	2.501	4.081	2,6%
Compañías de seguros y capitalización	2.019	3.674	11,8%
Bancos comerciales	1.995	-1.261	15,0%
Instituciones oficiales especiales	1.573	3.286	4,0%
Fiducia pública	610	6.422	8,3%
Personas jurídicas	154	170	0,3%
Compañías de financiamiento comercial	93	177	0,2%
Admn. de carteras colectivas y de fdos pensiones y cesantías	67	63	0,2%
Proveedores de infraestructura	67	77	0,3%
Entidades sin ánimo de lucro	60	90	0,1%
Fondos de prima media	41	123	0,6%
Banco de la República	39	61	5,3%
Comisionistas de bolsa	24	66	0,2%
Personas naturales	15	32	0,0%
Otros fondos	4	5	0,0%
Ministerio de Hacienda y CP	-292	486	0,1%
Corporaciones financieras	-1.625	-1.364	0,6%
Entidades públicas	-2.269	-2.820	0,3%

Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corfi colombiana. YTD: año corrido

## Equipo de investigaciones económicas

### César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

[cesar.pabon@corfi.com](mailto:cesar.pabon@corfi.com)

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

[julio.romero@corfi.com](mailto:julio.romero@corfi.com)

#### Gabriela Bautista

Analista Contexto Externo

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

[gabriela.bautista@corfi.com](mailto:gabriela.bautista@corfi.com)

#### Nicolás Cruz

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[nicolas.cruz@corfi.com](mailto:nicolas.cruz@corfi.com)

#### Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[felipe.espitia@corfi.com](mailto:felipe.espitia@corfi.com)

#### Alejandra Gacha

Analista economías Sudamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[alejandra.gacha@corfi.com](mailto:alejandra.gacha@corfi.com)

#### Mateo Pardo

Analista economías Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

[mateo.pardo@corfi.com](mailto:mateo.pardo@corfi.com)

#### Mariapaula Castañeda

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[maria.castaneda@corfi.com](mailto:maria.castaneda@corfi.com)

### Análisis Financiero

---

#### Andrés Duarte

Director Análisis Financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

[andres.duarte@corfi.com](mailto:andres.duarte@corfi.com)

#### Jaime Cárdenas

Analista análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[jaime.cardenas@corfi.com](mailto:jaime.cardenas@corfi.com)

#### Daniel Monroy

Analista análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[daniel.monroy@corfi.com](mailto:daniel.monroy@corfi.com)

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Fabián Osorio

Director de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[cristhian.osorio@corfi.com](mailto:cristhian.osorio@corfi.com)

#### Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[andres.gallego@corfi.com](mailto:andres.gallego@corfi.com)

#### Dino Córdoba

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[dino.cordoba@corfi.com](mailto:dino.cordoba@corfi.com)

#### Luisa Ovalle

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[luisa.ovalle@corfi.com](mailto:luisa.ovalle@corfi.com)

28 de marzo 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.