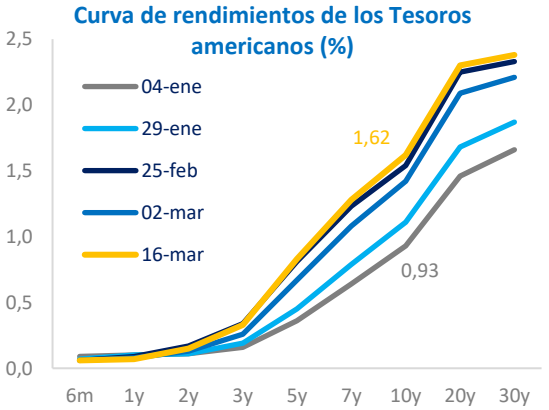
ENTORNO INTERNACIONAL

La renta variable presentó una mayor volatilidad en las semanas comprendidas entre el 25 de febrero y el 11 de marzo, llevando a que el índice VIX ascendiera a los 30pts, después de iniciar el año en niveles cercanos a los 20pts.

Fuente: Bloomberg

Este movimiento correspondió al incremento en los rendimientos de los tesoros americanos, el cual estuvo motivado por las expectativas de una mayor inflación que se fundamentaría en un crecimiento económico sólido en el largo plazo. De esta forma, se observó un empinamiento de en la curva de rendimientos de los tesoros americanos, donde la referencia a 10 años alcanzó el 25 de febrero la resistencia del 1,60% por primera vez desde el 12 de febrero de 2020.



Fuente: US Department of the Treasury

El mercado incorporó la posibilidad de que una recuperación económica podría llevar a que la Reserva Federal (FED) modifique su orientación de política monetaria con incrementos en la tasa de interés y/o reduciendo las compras de activos; sin embargo, el presidente de la FED, Jerome Powell, manifestó en continuas ocasiones que la economía va por buen camino; sin embargo, aún se encuentra por debajo de los objetivos de máximo empleo e inflación del 2% en el largo plazo. Esto llevaría a que la política monetaria continúe en los niveles actuales, dando un parte de tranquilidad a los inversionistas sobre el incremento en el rendimiento de los tesoros americanos.

Otro evento que se dio en este último mes fue la votación y posterior aprobación del paquete fiscal de $US 1,9T en Estados Unidos. El programa fue aprobado por el Congreso el 9 de marzo y firmado por el presidente de Estados Unidos el jueves 11 de marzo. Es importante resaltar que este programa pudo ser aprobado con una mayoría simple en la Cámara de Representantes y en el Senado gracias al marco de reconciliación.

Este estímulo fiscal incluye cheques directos por $US 1,400 para aquellos contribuyentes con ingresos inferiores a $US 80,000; contempla una extensión de las ayudas de desempleo hasta el próximo 6 de septiembre con bonificaciones semanales de hasta $US 300 y otorgarán ayudas a los gobiernos locales y estatales por el monto total de $US 350B.

Este proyecto genero dos sentimientos en el mercado, el primero fue de aversión al riesgo debido a que podría generar un sobrecalentamiento en la economía, impulsando la inflación por exceso de liquidez más no por una recuperación económica sólida en el largo plazo. Lo anterior hizo que el rendimiento de los bonos norteamericanos a 10 años, superaran la resistencia del 1,6%, algunos analistas plantean la posibilidad de que el rendimiento de este título podría seguir subiendo hasta 1,85%.

Fuente: Bloomberg

El segundo efecto se evidenció en las valorizaciones de la renta variable debido a la generación de liquidez que implica, esto llevó a que los índices bursátiles de Estados Unidos como el S&P y el Dow Jones alcanzaran máximos históricos el lunes 15 de febrero.

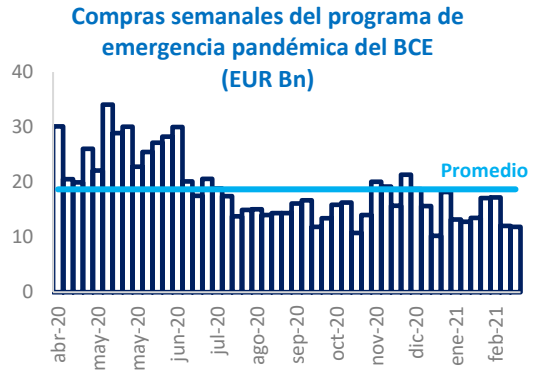
Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) en su reunión de política monetaria de marzo adoptó las siguientes decisiones de acuerdo con lo que esperaba el mercado: i) mantener en €1,85T el programa de compras de emergencia pandémica (PEPP) ii) El programa de compras netas en el marco del programa de compras de activos (APP) continuará a un ritmo mensual de € 20B iii) Dejar inalterada la tasa de interés en 0%, la tasa de interés de facilidad de depósito en -0,5% y la tasa de interés de facilidad marginal de crédito en 0,25%.

Adicionalmente, la entidad actualizó sus proyecciones macroeconómicas para los próximos años, revisando al alza su expectativa de crecimiento económico para este año de 3,9% a/a a 4% a/a, para el 2022 y 2023 espera una variación anual de 4,1% y 2,1% respectivamente. Sobre inflación, el BCE explico que el repunte observado desde -0,3% a/a de diciembre de 2020 a 0,9% en febrero será transitorio y proyecta cerrar el año en 1,5% a/a, 50 pbs por encima de la estimación de diciembre de 2022.

Proyecciones BCE	Proyección actual (Mar 2021)			Proyección anterior (Dic 2020)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
PIB	4.0%	4.1%	2.1%	3.9%	4.2%	2.1%
Inflación	1.5%	1.2%	1.4%	1.0%	1.1%	1.4%
Gasto Privado	3.0%	5.9%	2.1%	4.3%	5.7%	1.8%
Tasa de Desempleo	8.6%	8.1%	7.6%	9.3%	8.2%	7.5%
Déficit Fiscal	-6.1%	-3.1%	-2.4%	-6.1%	-3.9%	-3.0%
Cuenta Corriente	2.0%	1.7%	1.7%	2.1%	1.9%	1.9%

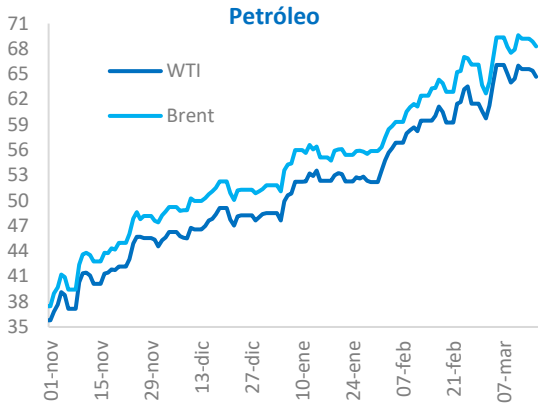
Fuente: Banco Central Europeo (BCE)

Este comunicado generó tranquilidad ya que muestra que el BCE no espera aumentos significativos de la inflación. Además, el banco central decidió aumentar el ritmo de compras de activos para limitar el aumento de los rendimientos de los bonos a 10 años y evitar incrementos en los costos de financiación de las personas.



Fuente: Bloomberg

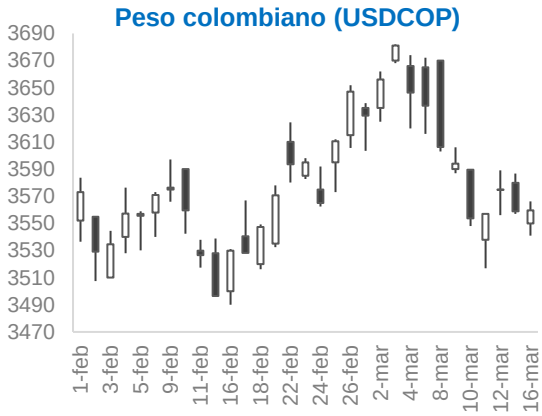
Por otra parte, los precios del petróleo se vieron favorecidos por las expectativas de una recuperación económica a nivel global más rápida y la ola invernal que sufrió Estados Unidos, lo que generó una reducción del 40% de la producción de petróleo en Texas. Con lo anterior, el Brent y el WTI alcanzaron los niveles de $US 68 y $US 65 respectivamente, siendo este el máximo de los últimos 13 meses. Adicionalmente, la reunión de la OPEP y sus aliados (OPEP+) proporcionó un mayor estímulo a la valorización de este commodity tras decidir que el recorte en la producción permanecería en 7Mbpd por un mes, esto, mientras el mercado esperaba un incremento en la producción de crudo en al menos 500Kbpd. Es importante resaltar que Arabia Saudita se comprometió voluntariamente a continuar con su recorte adicional de 1Mbpd en abril.



Fuente: Bloomberg

ENTORNO LOCAL

El par USDCOP abrió febrero en $3.552, mostrando un movimiento lateral entre $3.490 y $3.600, sin embargo, en la última semana del mes alcanzó el máximo de $3.652 el 26 de febrero. El cierre fue en $3.647 con una variación mensual de 2,19%. Cabe resaltar que, el par hubiese logrado niveles más altos de no ser por las operaciones de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional, esta entidad monetizó $US 416,8M en febrero acumulando ventas por $US 1.820M en lo corrido del año.



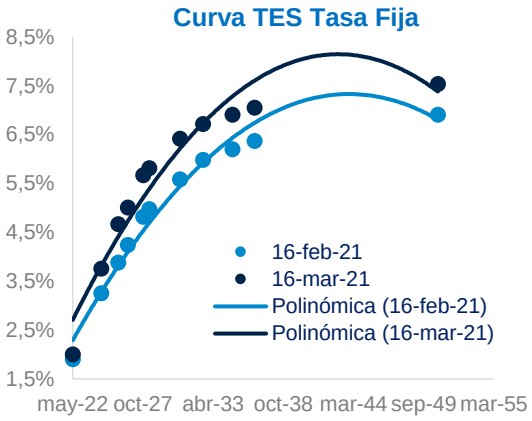
Fuente: Bloomberg

El comportamiento del peso colombiano no fue aislado, todas las monedas en la región se debilitaron frente al dólar en febrero, exceptuando el peso chileno que se fortaleció 0,9%. El par USDCOP fue la tercera moneda más afectada (2,2%), superada por el peso argentino (2,8%) y real brasileño (2,35%), por su parte, el peso mexicano perdió 1,35%

En el caso de marzo, el USDCOP inició presionado al alza alcanzado un máximo de $3.682 el tercer día del mes, pero luego presento una caída de más de $150 y a corte 16 de marzo operaba cercana a $3.550.

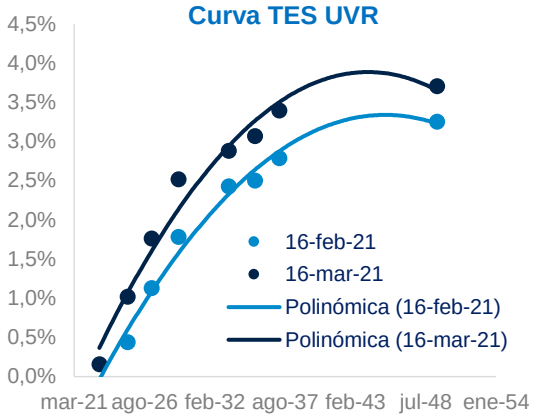
Por otra parte, la deuda pública colombiana se desvalorizó en los últimos 30 días como consecuencia del incremento en los rendimientos de los tesoros americanos, reaccionando igual que la renta fija internacional.

La curva de rendimientos de los TES TF subió 67pbs, observándose un mayor movimiento en los títulos de mediano y largo plazo.



Fuente: Bloomberg

La curva de rendimientos de los TES UVR se desvalorizó 52pbs en este periodo, siguiendo el comportamiento de los TES TF.



Fuente: Bloomberg

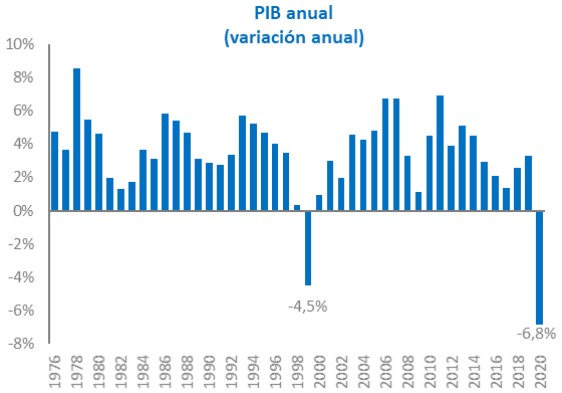
Las tenencias de TES aumentaron en $4,6B en febrero, pasando de $353B en enero a $357,7B. Este comportamiento corresponde al incremento de las posiciones de los bancos comerciales ($1.651 mm), los fondos de pensiones y cesantías ($1.546B) y el ministerio de hacienda y crédito Público (1.303 mm); por otra parte, los inversionistas extranjeros redujeron sus tenencias en $1.898 mm.

Adicionalmente, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público realizó el martes 16 de marzo su primer canje de deuda pública local en el 2021, sustituyendo TES con vencimiento en 2022 por TES en pesos y en UVR con vencimientos entre 2029 y 2039, por un monto de $4,3B. Con esta operación la Nación logra extender el perfil de su deuda desde 8,29 años a 8,43 años y reducir en 1pb el cupón promedio a 6,68%.

Por otra parte, el proceso de vacunación contra el Covid-19 inició el 17 de febrero en el país, el objetivo es vacunar 1M de colombianos en el primer mes y lograr la meta de 35,25M de personas en el 2021. A corte 15 de marzo se aplicaron 914K dosis de vacunas, con un promedio diario de 35K, esto plantea

un reto importante para el gobierno teniendo en cuenta que para cumplir su objetivo se deberían aplicar 61,5M de dosis y se requeriría un promedio diario de 200K vacunaciones en lo que resta del año.

Por otro lado, se conoció el desempeño de la economía colombiana en el 2020, el PIB se contrajo 6,8% a/a, en línea con lo esperado por el mercado. Este ha sido el mayor descenso del PIB en los últimos 44 años desde que se tiene historia, incluso superó la caída del 4,5% a/a de la crisis de 1999. Es importante resaltar que tres actividades explicaron el 80% del descenso de la producción en el 2020, las cuales fueron: i) comercio, transporte y alojamiento (-3pps), ii) construcción (-1,9pps) y iii) minería y canteras (-1pps).



Fuente: DANE

Es importante resaltar que la economía colombiana creció 6% t/t en el 4T2020; a pesar de que, en términos anuales, la actividad económica continua en terreno negativo al contraerse 3,6% en este periodo. La economía mostrará un mejor desempeño en la medida en que se eliminan las restricciones de movilidad y avance el proceso de vacunación, bajo este panorama nosotros esperamos un crecimiento para 2021 de 4,4% a/a.

Adicionalmente, el Gobierno presentó el plan financiero para 2021, esto evidencia que en el 2020 los ingresos tributarios fueron del 13% del PIB, ligeramente inferior a lo esperado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2020 (MFMP 2020). Por el lado de los egresos, se evidenció una menor ejecución del gasto en la emergencia económica, especialmente en el sector de la salud. Esto llevó a que el déficit fiscal fuera del 7,8% del PIB, este dato fue 0,4pps menor de lo esperado en el MFMP 2020 y 1,1pps por debajo de la expectativa del Comité Consultivo para la Regla Fiscal.

El Plan Financiero para 2021 contó con los siguientes supuestos macroeconómicos: un crecimiento de la economía del 5% a/a y un precio del petróleo Brent de $US 53 en promedio en el año. En esta línea, el Gobierno estima un déficit fiscal del 8,6% del PIB en el 2021, 3,5pps por encima de lo esperado en el MFMP 2020.

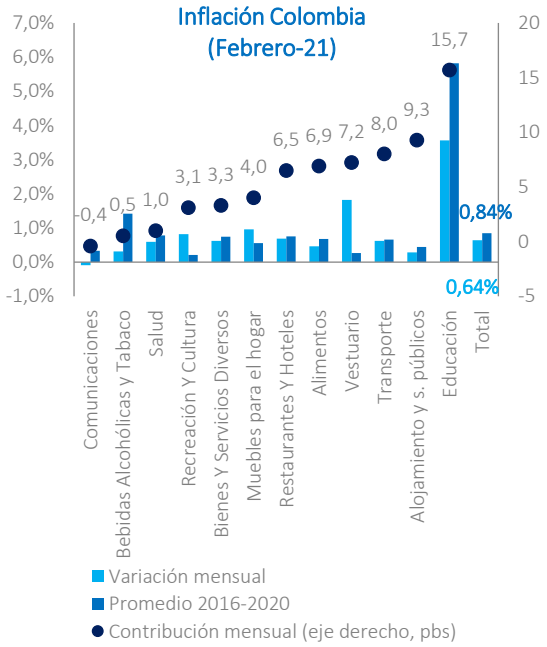
	2020		2021	
	MFMP 2020	Observado	MFMP 2020	PF 2021
TRM USDCOP	3960	3694	3747	3466
Pretóleo (Brent)	36.8	43.3	50.2	53
Inflación (Var anual)	2.40%	1.60%	3%	2.40%
Deflactor del PIB (variación)	1%	1.40%	4.90%	4.10%
PIB nominal (Var anual)	-5.50%	-6.80%	6.60%	5%
Importaciones en USD (Var anual)	-27.80%	-18.50%	13.10%	11.80%

**MFMP 2020: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2020*
**PF 2021: Plan Financiero 2021*
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

El incremento en el déficit fiscal obedecería a dos factores: i) un mayor gasto en la emergencia económica, donde el Gobierno destinaría 1,7% del PIB en atender las

necesidades de la población en términos de salud y en la adquisición de vacunas, aunado a la ampliación de los giros extraordinarios en los programas sociales, y ii) un incremento en la inversión, donde se destinarían 0,6% del PIB en el plan de la reactivación económica y 0,7% para otras inversiones del gobierno.

Finalmente, la inflación de febrero fue 0,64% m/m, 3 pbs por debajo del mismo mes en 2020 (0,67% m/m) y 13pbs por encima de lo esperado por el mercado (0,51% m/m). Así, la variación anual descendió en 4pbs hasta el 1,56% a/a. Las divisiones de gasto que contribuyeron en mayor medida a este comportamiento fueron educación con 15 pbs, alojamiento y servicios públicos con 9 pbs, prendas de vestir y calzado con 7 pbs y restaurantes y hoteles con 7 pbs.

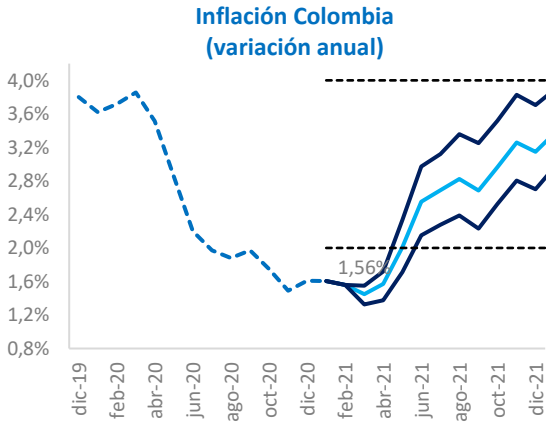


Fuente: DANE

La inflación de febrero fue alta con relación a las observadas a lo largo de 2020; sin embargo, aún nos ubicamos por debajo del promedio observado en los años 2016 al 2020 para este mes (0.84% m/m).

Para marzo esperamos que la inflación descienda 15 pbs hasta el 1,4% a/a aproximadamente. Lo anterior teniendo en cuenta que en marzo de 2020 se presentó un incremento importante en la división de alimentos y de transporte a causa de la pandemia, un hecho que no proyectamos para marzo de 2021.

Posteriormente, la inflación podría empezar una senda ascendente a partir de abril, explicado por una normalidad que permite que algunas tareas que se realizaban desde la casa retornen a la presencialidad con medidas de bioseguridad y teniendo en cuenta el aforo, lo que facilita el ajuste de las tarifas en estos servicios. Bajo este escenario proyectamos que la inflación cierre el año cercano a 2,75% a/a con sesgo alcista.



Fuente: DANE y estimación propia