

Inflación
TikTok
Banco centrales
Encuesta Banrep
Presupuesto
Descertificación
Consumo
Milei FMI China
Gaza
Francia
Sexto canje

Actualización Macro Semanal

Del 15 al 19 de Septiembre 2025

Macro Research Colombia

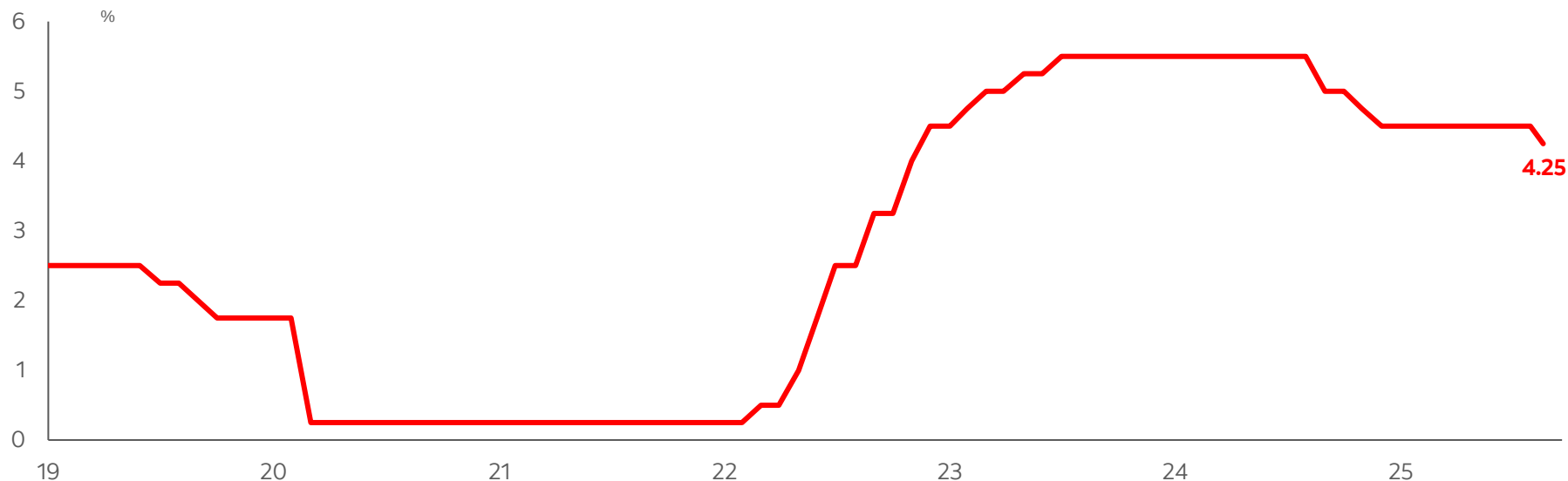
Scotiabank | Capital Markets

Carrera 7 No.114-33| Piso 16 |Bogotá, Colombia

Gráfico de la semana

En línea con lo esperado, la Reserva Federal (Fed) de EE.UU bajó sus tasas de referencia al rango entre 4,25% y 4,00%. La mediana de las proyecciones de la Fed indica una tasa de interés de 3,4% en 2026 y 3,1% en los dos años siguientes, reflejando una postura más flexible. Aunque la tasa neutral no cambió, la dispersión de opiniones de los miembros del comité de política es alta. Las proyecciones macroeconómicas no variaron significativamente por lo que los recortes se leen como una acción preventiva ante riesgos recientes.

Tasa techo de Política Monetaria en Estados Unidos



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatria Economics.

¿Qué pasó en los mercados a nivel global esta semana?

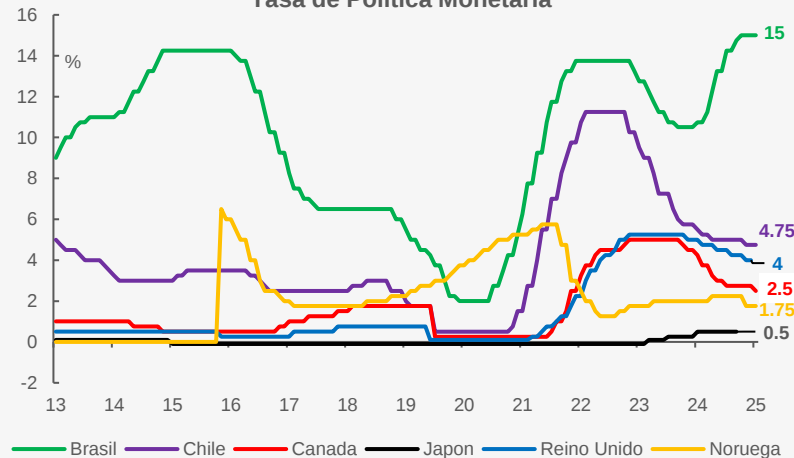
Los mercados reaccionaron positivamente a la bajada de las tasas de interés de la Reserva Federal (FED). Los tesoros a 10 años en EE.UU. por su parte interrumpieron su valorización operando al 4,13% al cierre de la semana, mientras el petróleo Brent cotizó alrededor de 66,68 USD/b en medio de reportes de fuerte oferta de crudo.

Noticias macro:

- **Indicadores macro sorprenden al alza en EE. UU.** En agosto, las ventas minoristas crecieron 0,6% m/m y 5,0% a/a, superando expectativas. Las ventas minoristas excluyendo gas y automóviles subieron 0,7% m/m, mostrando que la demanda se mantiene robusta. La producción industrial también sorprendió al alza con una expansión de 0,1% a/a. Las nuevas solicitudes de desempleo bajaron a 231 mil.
- **La inflación de la Eurozona se mantuvo en 2,0% a/a en agosto (2,3% subyacente), en línea con las expectativas.** El Banco Central Europeo (BCE) dejó su tasa sin cambios y se espera que permanezca estable hasta finales de 2025.
- **Semana de acuerdos entre EE. UU. y China.** EE. UU. y China lograron un acuerdo marco para que TikTok pase a control estadounidense, evitando su cierre. Las negociaciones en Madrid se centraron en datos y propiedad intelectual. Por ahora, Trump y Xi definieron su pacto comercial en la semana.
- **El Banco Central de Argentina vuelve a intervenir el mercado cambiario,** en medio de la incertidumbre política sembrada por las elecciones en Buenos Aires y que resultó en una fuerte subida de la tasa de cambio. El gobierno estaría considerando fijar controles cambiarios para ciertos sectores del mercado, mientras que las entidades de gobierno se comprometen a defender la banda cambiaria pactada con el Fondo Monetario Internacional.
- **Fitch Ratings rebajó la calificación soberana de Francia a A+ por crisis política y alto déficit fiscal (5,5% del PIB en 2025).** El nuevo primer ministro Lecornu enfrenta un parlamento dividido y presión para aprobar el presupuesto 2026.

Hecho destacado:

Tasa de Política Monetaria



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics.

- **El Banco de Japón mantuvo su tasa en 0,5% (votación 7-2),** pese a presiones internas y anunció la venta de activos ETFs e inmuebles por ¥330 mil millones para normalizar su política.
- **El Banco de Inglaterra mantuvo su tasa en 4%,** con inflación de 3,8% a/a y previsión de descenso al 2% a/a en 2026, en medio de estancamiento económico. **Noruega rebajó su tasa en 25 pb a 4%,** anticipando más recortes en los próximos 12 meses, aunque menos agresivos que lo previsto.
- **Canadá recortó su tasa en 25 pb a 2,5%** tras caída del PIB y empleo, y prevé otro recorte en octubre. **Brasil mantuvo su tasa Selic en 15%** para enfrentar una inflación persistente.

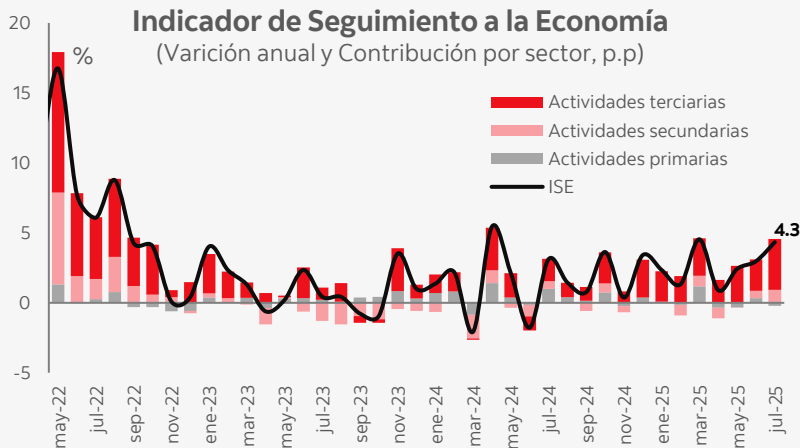
¿Qué pasó con los activos locales esta semana?

Hubo reacción tanto a factores internacionales como a la sexta operación de manejo de deuda por parte de Crédito Público. Comparado con la semana anterior, la curva de COLTES pesos aumentó en promedio 4,4 pbs, mientras que la curva de UVRs se apreció 18 pbs. La tasa de cambio continuó respondiendo al la tendencia global de debilitamiento del dólar cerrando en 3.865 pesos y retrocediendo 0,79% respecto a la semana anterior.

Noticias macro:

- **Impulso industrial y comercial en julio en medio de efectos calendario.** En julio, las ventas minoristas crecieron 17,9% a/a, superando las expectativas. La producción manufacturera subió 5,8% a/a y la industrial 2,9% a/a. El repunte se explica parcialmente por dos días hábiles adicionales frente a julio 2024.
- **EE. UU. excluyó a Colombia de la lista de países certificados en lucha antidrogas,** pero otorgó un "waiver" que permite continuar la cooperación bajo condiciones más estrictas. Colombia mantiene su enfoque en sustitución voluntaria, mientras EE. UU. pide seguir con extradiciones.
- **Presupuesto 2026 por \$556,9 bn, en riesgo de ser decretado.** El ministro de Hacienda propuso recorte de \$10 bn. En la semana se conformó una subcomisión para continuar con su discusión. Si no se aprueba antes del 25 de septiembre, el presidente podría aprobarlo por decreto.
- **Encuesta de analistas económicos del Banrep muestra más cautela sobre futuras decisiones de tasas.** La inflación esperada para cierre de 2025 sería 5,03% a/a (vs. 4,96% previo) y para 2026, se proyecta en 4,02% a/a (vs. 3,90% previo). Y se espera una tasa de intervención inalterada en 9,25% en 2025 y recortes hasta 8,00% en 2026.
- **Se realizó la sexta operación de manejo de deuda.** El Ministerio de Hacienda ejecutó la sexta operación de canje de TES UVR con demanda de \$20,1 bn. Recibió títulos con plazos a 2027, 2029, 2033 y 2035 por \$18,3 bn y entregó títulos 2031 y 2062 por \$15,7 bn. La operación redujo el saldo de deuda pública en \$2,5 bn.

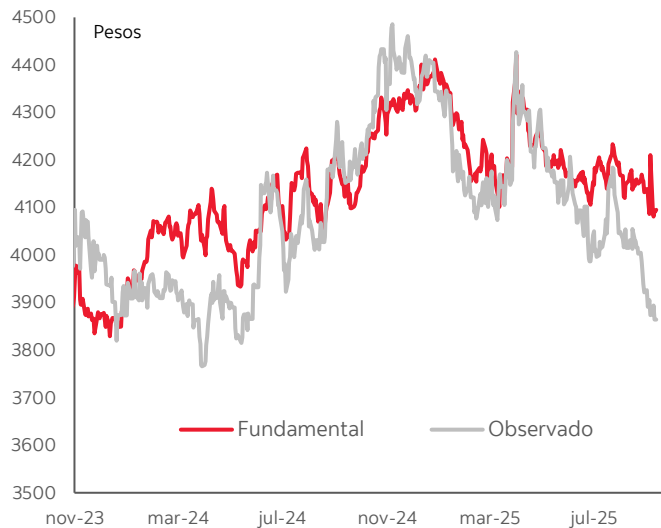
Hecho destacado:



Fuente: DANE, Scotiabank Colpatría Economics.

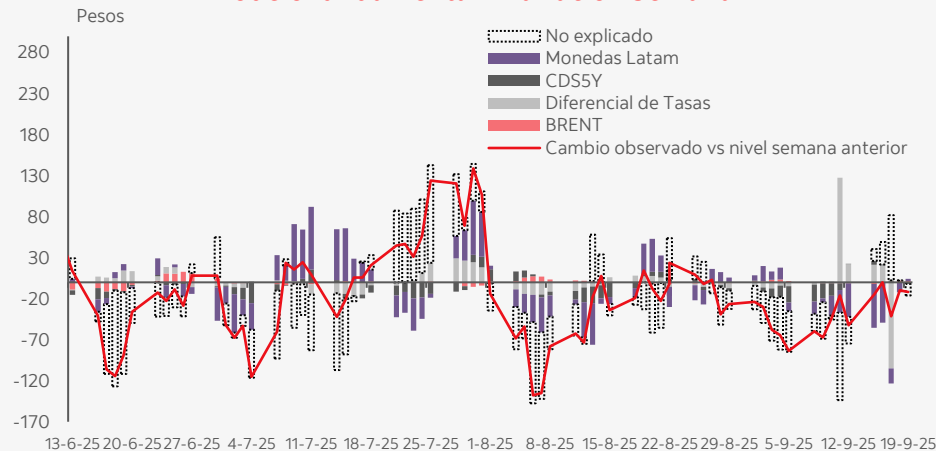
- **En julio, el ISE creció 4,3% a/a, superando la previsión de Scotiabank Colpatría de 3,5% a/a** mientras que la variación mensual fue de 5,8% m/m. Los resultados se vieron influenciados por días hábiles adicionales. En el análisis por sectores, ocho de los nueve sectores mostraron variaciones positivas.
- **Los servicios lideraron el crecimiento, aportando 4,0 pps al resultado,** con administración pública y entretenimiento (+7,0% a/a, +1,8 pps) y el comercio, transporte y alojamiento (+6,7% a/a, +1,4 pps) liderando el resultado. Manufactura y construcción sumaron 0,6 pps (4,3% a/a), mientras que agricultura y minería cayeron 1,6% a/a (-0,2 pps). El indicador acumula un crecimiento de 2,8% en lo corrido del año.

Evolución USDCOP teórico vs USDCOP observado



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría

Movimiento de la tasa de cambio explicada y no explicada por el modelo fundamental - Variación Semanal



Fuente: Scotiabank Economics.

CDS5Y: Credit Default Swaps.

BRENT: Precio del petróleo de referencia Brent.

Monedas Latam: Correlación entre el USDCOP y el comportamiento de tres monedas latinoamericanas (USDCLP, USDMXN, USDBRL).

Diferencial de Tasas: Diferencia entre la tasa de 3 meses colombiana y estadounidense.

- La tasa de cambio mostró un desempeño a la baja lo largo de la semana cerrando en 3.865 pesos, lo que representa una variación de -0,79% respecto al cierre de la semana anterior. Adicionalmente, las jornadas estuvieron caracterizadas por una volatilidad que incrementó a medida que se acercaba el día en que la Reserva Federal (Fed) hizo su anuncio de decisión sobre sus tasas de interés.
- El movimiento de la tasa de cambio estaría asociado con los movimientos del dólar a nivel global, con un índice DXY cayendo aproximadamente 0,15% semanal. En la semana, la Fed recortó su rango de fondos federales en 25 pbs, y aunque los mercados repuntaron al alza, el movimiento se reversó al analizar la senda estimada de tasas.
- La diferencia entre el valor observado y el valor fundamental fue de 231 pesos, siendo el valor fundamental más alto que el observado.

Próximos eventos de la semana | Septiembre

Lunes 22

Colombia

10am. Importaciones.
/Balanza comercial

Hong Kong

1:30am. IPC.

Hong Kong

3:30am. Producción industrial 2T.

Canadá

7:30am. Índice de precios al productor industrial y de materias primas.

Australia

6pm. PMI manufacturero y de servicios.

Martes 23

Festivo en Japón.

India

12am. PMI manufacturero y de servicios de Nikkei.

Eurozona

3am. PMI compuesto.

Reino Unido

3:30am. PMI compuesto.

México

7am. Actividad Económica.

Canadá

7:30am. IPC.

Estados Unidos

7:30am. Cuenta corriente.
/PMI compuesto.

Japón

7:30pm. PMI manufacturero y de servicios.

Miércoles 24

Eurozona

2am. Reunión política no monetaria del BCE.

Suiza

1am. Índice ZEW de expectativas económicas.

Estados Unidos

7:30am. Permisos de construcción. /9am. Ventas de vivienda nuevas.

Canadá

7:30am. Ventas del sector manufacturero.

Argentina

2pm. Actividad económica.

Japón

6:50pm. Acta de la reunión de política monetaria.

Reino Unido

11pm. Registro de automóviles.

Jueves 25

Festivo en Chile.

Suiza

2:30am. Decisión de tipos de interés.

Eurozona

3am. Boletín económico del BCE.

Hong Kong

3:30am. Balanza comercial.

Brasil

7am. IPC a mediados de mes.

Estados Unidos

7:30am. PIB 2T. / Balanza comercial de Bienes. /Gasto real de los consumidores.

México

2pm. Decisión de tasa de interés.

Japón

6:30pm. IPC.

Viernes 26

Brasil

6:30am. Cuenta corriente.

México

7am. Balanza comercial.

Estados Unidos

7:30am. Precios del gasto en consumo personal subyacente. /Índice de precios PCE. /9am.
Expectativas de la inflación y de consumo de la universidad de Michigan.

Canadá

7:30am. PIB. / Ventas mayoristas. /10am. Balance presupuestario.

China

10:30pm. Beneficio industrial chino.

Pronósticos Colombia

Variable	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Crecimiento del PIB (Var anual%)	11	7,3	0,7	1,6	2,6	2,9
Inflación al Consumidor(%)	5,62	13,12	9,28	5,20	5,19	3,89
Tasa Banco de la República (%)	3,0	12,0	13,0	9,50	9,25	7,50
Tasa de Cambio – USDCOP (Fin de periodo)	4080	4850	4000	4405	4156	4181
Tasa de Desempleo (Promedio)	13,8	11,2	10,2	10,2	9,5	10,2

Disclaimer:

- Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Colpatria S.A. Establecimiento Bancario, para ser distribuido entre sus clientes y entre los de sus filiales en Colombia: Fiduciaria Scotiabank Colpatria S.A. Sociedad de Servicios Financieros y Scotia Securities (Colombia) S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa, entidades sometidas a la inspección, vigilancia y control por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.
 - El contenido del presente documento no constituye una recomendación profesional o un informe de investigación sobre inversiones para realizar inversiones, en los términos de los artículos 2.40.1.1.2 y 2.40.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010 o de las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.
 - La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación personalizada de inversión, ni invitación, oferta, solicitud, sugerencia u obligación por parte de Scotiabank Colpatria S.A., ni sus filiales en Colombia, sus administradores, representantes, asociados, directores, socios, empleados, asesores o contratistas. En ese orden de ideas, la información contenida en este documento se publica para su utilización general y no tiene en cuenta objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de algún inversionista en particular. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor. El lector debe tener claro que el objetivo del documento no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados. La información contenida es de carácter estrictamente referencial y así debe ser interpretada.
 - Las personas interesadas, deben buscar asesoramiento profesional autorizado sobre la conveniencia de tomar decisiones de inversión y deben comprender que es posible que las declaraciones con respecto a las perspectivas futuras no se realicen.
 - Las opiniones contenidas en este documento se han compilado o se han obtenido de fuentes información públicas que se consideran confiables, pero no se hace ninguna declaración de garantía, expresa o implícita, en cuanto a su exactitud o integridad.
 - Ni Scotiabank Colpatria S.A., ni sus filiales aceptan responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa, indirecta o consecuente derivada de cualquier uso de la información contenida en este documento.
 - La información contenida en este documento se basa en ciertos supuestos y análisis de la información disponible en el momento en que esta se preparó, los cuales pueden ser o no correctos. Por lo anterior, no hay ninguna certeza acerca de que las proyecciones contenidas en este documento se cumplirán; por lo cual, nada de lo contenido en este documento es o debe ser considerado como una promesa o garantía en cuanto al comportamiento de las proyecciones en el futuro.
 - Las opiniones, estimaciones y proyecciones contenidas en este documento están sujetas a cambios, sin previo aviso.
 - Este documento no es, y no debe interpretarse como: (i) una oferta de venta o solicitud de una oferta para comprar valores; (ii) una oferta para realizar transacciones comerciales; o (iii) una asesoría de inversión.
- ® Marca registrada de The Bank of Nova Scotia, utilizada bajo licencia. * Scotiabank se refiere a The Bank of Nova Scotia.

Acerca de Scotiabank

La visión de Scotiabank es ser el socio financiero más confiable de nuestros clientes y lograr un crecimiento sostenible y rentable. Guiados por nuestro propósito, “por nuestro futuro”, ayudamos a nuestros clientes, sus familias y sus comunidades a lograr el éxito a través de una completa gama de asesoría, productos y servicios en los sectores de banca personal y comercial, gestión patrimonial, banca privada, corporativa y de inversión, y mercados de capitales. Con activos de aproximadamente \$1.4 billones (al 31 de enero de 2025), Scotiabank es uno de los bancos más importantes de Norteamérica por sus activos y cotiza en la Bolsa de Valores de Toronto (TSX: BNS) y en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE: BNS). Para obtener más información, visite www.scotiabank.com y siganos en X @Scotiabank.