

Total Return Swap

Ecopetrol Ley de financiamiento

Sanciones TES

Bolsonaro Aranceles Renuncias

Liquidez

OTAN Inflación Trump Gasolina

Actualización Macro Semanal

Del 08 al 12 de Septiembre 2025

Macro Research Colombia

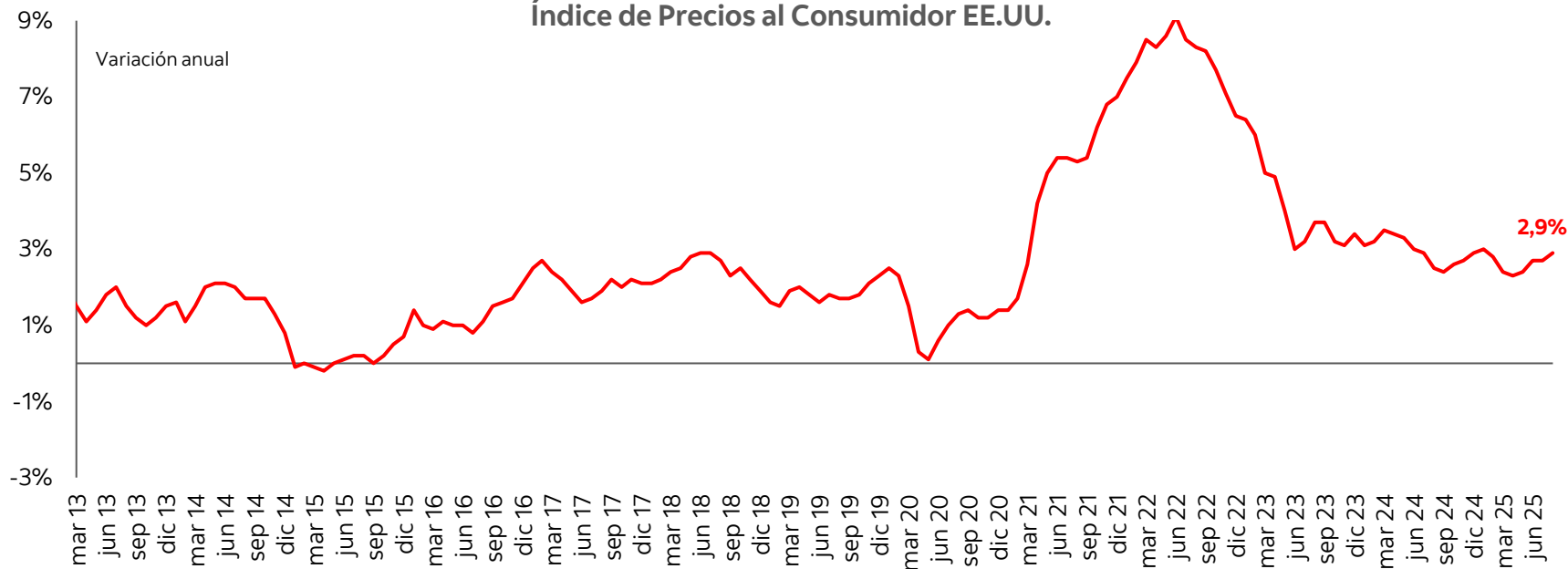
Scotiabank | Capital Markets

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

Gráfico de la semana

La inflación de EE.UU. subió en agosto mientras las empresas transmiten los costos arancelarios a los consumidores. El dato de IPC muestra que los precios al consumidor aumentaron 2,9% respecto al año pasado en línea con lo esperado por los mercados. En Wall Street se mantiene el optimismo de que la Reserva Federal bajará su rango de fondos federales en su reunión del 17 de septiembre. Por ahora, las preocupaciones respecto a la debilidad en el mercado laboral se reforzaron luego de la revisión de datos laborales que mostró 911 mil menos de empleos entre abril de 2024 y marzo de 2025.

Índice de Precios al Consumidor EE.UU.



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatria Economics.

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

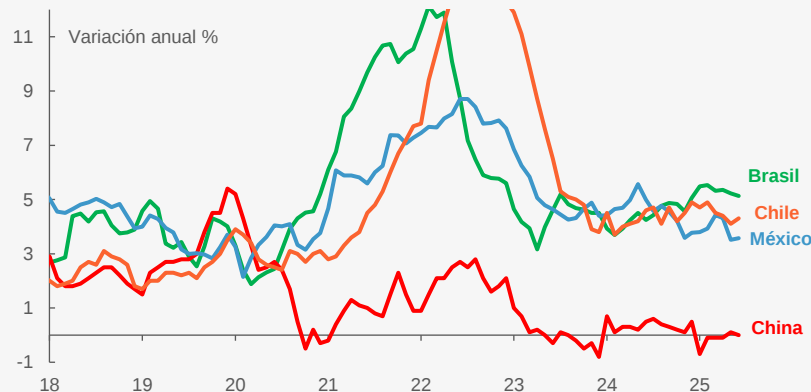
Los mercados siguieron de cerca los datos de inflación en EE.UU. mientras que aumentan las expectativas de recortes en la tasa de interés de la Reserva Federal. Los tesoros a 10 años en EE.UU cerraron en 4,06%, mientras el petróleo Brent cotizó alrededor de 66,90 USD/b posterior a los anuncios de la OPEP+ de incrementos en la producción.

Noticias macro:

- **La renuncia de Ishiba marca giro político en Japón.** El primer ministro japonés Shigeru Ishiba anunció su renuncia tras una derrota en las elecciones legislativas. Por su parte, Japón creció 0,5% t/t en el segundo trimestre superando previsiones. China, registró un alza de exportaciones de 4,4% a/a, su nivel más bajo en seis meses.
- **Tensión política en EE. UU.** La Corte Suprema aceptó apelación de Trump sobre aranceles, mientras el mandatario anunció que tiene tres posibles sucesores para el presidente de la Reserva Federal. Adicionalmente, el activista conservador Charlie Kirk fue asesinado mientras daba una conferencia en la Universidad en Utah.
- **Francia cambia de primer ministro en crisis fiscal.** El Parlamento destituyó a François Bayrou tras rechazar su plan de recortes por EUR 44.000 millones. Emmanuel Macron nombró a Sébastien Lecornu como nuevo jefe de gobierno en medio de protestas, mientras Fitch Ratings evalúa una posible rebaja crediticia
- **Economía británica se estanca en julio.** El PIB del Reino Unido no creció en julio, tras subir 0,4% m/m en junio. La producción industrial cayó 0,9%, mientras servicios y construcción avanzaron levemente. La inflación anual subió a 3,8%, complicando el panorama para la ministra Rachel Reeves, quien presentará el presupuesto en noviembre.
- **La Corte Suprema de Brasil condenó al ex mandatario Jair Bolsonaro a 27 años y tres meses de prisión** por planear un golpe de Estado tras perder las elecciones de 2022.

Hecho destacado:

Índice de Precios al Consumidor



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatria Economics.

- **Inflación cae en China y aumenta en Chile.** El índice de precios al consumidor (IPC) de China cayó 0,4% a/a en agosto, su segundo mayor descenso en 2025, mientras que en Chile la inflación anual fue 4,5%, presionando al Banco Central a considerar nuevos recortes.
- **Sube la inflación en México y cae en Brasil.** La inflación anual en México subió a 3,57 % en agosto, superando previsiones y limitando recortes de Banxico. En Brasil, la inflación cayó a 5,23% en julio, pero el banco central mantiene la tasa Selic en 15 % ante riesgos fiscales y arancelarios.

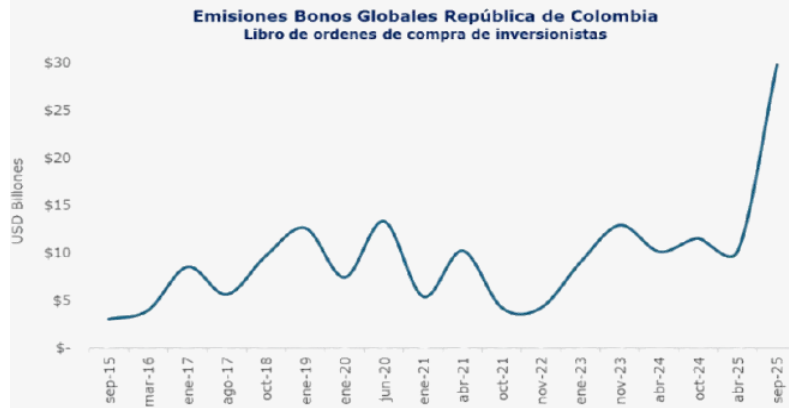
¿Qué pasó con los activos locales esta semana?

Los mercados locales permanecieron atentos al avance de las operaciones del Ministerio de Hacienda. Comparado con la semana anterior, la curva de COLTES pesos bajó 30 pbs en medio de un aplanamiento bajando en la parte corta 8 pbs, media 39 pbs y larga 42 pbs en promedio. La tasa de cambio continuó respondiendo a la tendencia global de debilitamiento del dólar cerrando en 3.896 pesos y retrocediendo 1,6%.

Noticias macro:

- **Gobierno ejecuta operaciones encaminadas a optimizar el costo de la deuda. En la semana se evidenciaron registros que involucran \$40 billones en TES y TCOs y operaciones en FX por USD 8.400 millones.** Los operadores están atentos a mayor información para conocer los detalles de la estructura con la que la nación potencialmente obtuvo fondos para seguir en su tarea de optimización en el costo de la deuda.
- **El Ministerio de Hacienda propuso reducir la reforma tributaria de \$26 a \$16 billones,** descartando subir el IVA a combustibles. El ajuste busca facilitar consensos para aprobar el presupuesto 2026, según Wilmer Castellanos, presidente de la Comisión Tercera.
- **El Gobierno radicó un proyecto de ley para enfrentar el déficit de gas natural y reducir la volatilidad tarifaria.** Propone contratos de importación a largo plazo, esquema de estampilla nacional y canastas tarifarias. El déficit podría costar COP 28 billones hacia 2033.
- **Ecopetrol confirmó que suscribió un acuerdo de confidencialidad con Canacol Energy a finales de agosto.** El pacto busca facilitar el intercambio de información bajo protección legal, sin implicar compromisos ni obligaciones sobre futuras operaciones.
- **La Cámara de Comercio Colombo-Americana pidió al Gobierno iniciar negociaciones con EE. UU.** para eliminar el arancel del 10% a productos colombianos, tras la Orden Ejecutiva de Trump que permite exenciones para bienes sin producción suficiente en EE. UU. como flores, café y medicamentos.

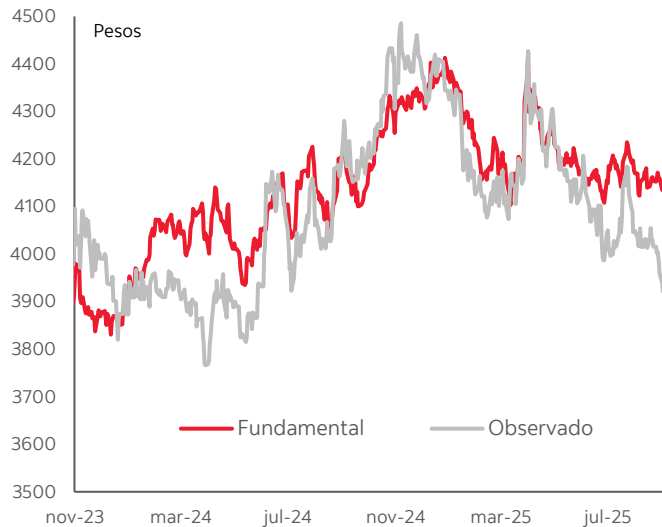
Hecho destacado:



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público Colombia.

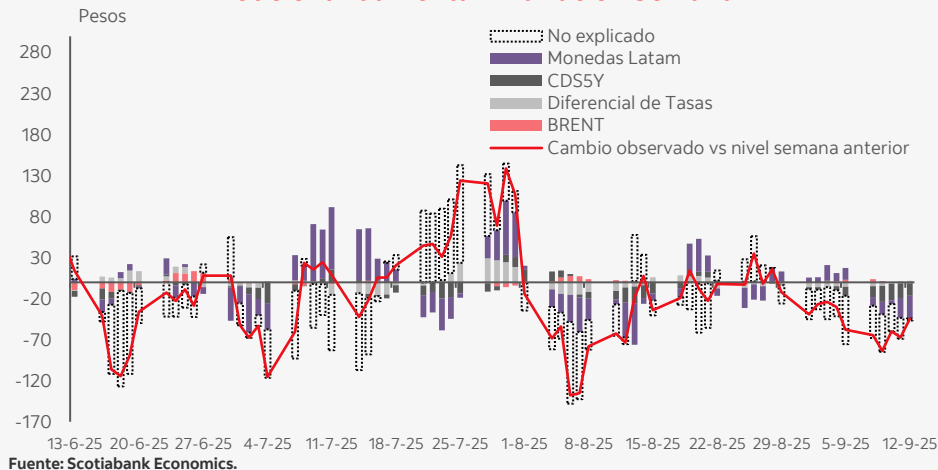
- **Colombia emitió bonos en euros para diversificar la denominación de la deuda externa y reducir su riesgo de refinanciación.** El Gobierno colombiano realizó una emisión histórica de deuda por EUR 4.100 millones en tres bonos globales con vencimientos en 2028, 2032 y 2036, con tasas entre 3,75% y 5,625%. La operación logró una demanda récord de EUR 25.433 millones. Además, se recompraron €715 millones en bonos 2026, mitigando presiones de refinanciación para 2025.
- **Según Crédito Público, los recursos se destinarán a tres frentes clave.** A saber, los fondos obtenidos se usarán para recuperar liquidez en pesos tras la recompra de bonos en dólares, cubrir riesgos del contrato Total Return Swap (TRS) en francos suizos y completar el fondeo de obligaciones externas del presupuesto 2025.

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 3.896 pesos, lo que representa una variación de -1,61% respecto al cierre de la semana anterior. Adicionalmente, las jornadas estuvieron caracterizadas por una volatilidad que incrementó a medida que el gobierno nacional ejecutó su estrategia de Total Return Swap (TRS) y emisión de bonos en euros que impulsaron la tasa de cambio a la baja.
- El movimiento de la tasa de cambio estaría asociado con los movimientos del dólar a nivel global, con un índice DXY cayendo aproximadamente -0,20% semanal. El desempeño económico de EE.UU. impulsaría una reducción de tasas por parte de la Fed de forma persistente que estaría apoyando los movimientos a la baja de la moneda, además del retorno de agentes externos al mercado de deuda pública.
- La diferencia entre el valor observado y el valor fundamental fue de 195 pesos, siendo el valor fundamental más alto que el observado.

Próximos eventos de la semana | Septiembre

Lunes 15

Festivo en Japón.

Suiza

1:30am. IPP.

China

2am. Inversión extranjera directa.

Hong Kong

3:30am. Producción industrial 2T.

Eurozona

4am. Balanza comercial de la eurozona.

Estados Unidos

2pm. Crédito al consumo.

Brasil

7am. Índice IBC-Br de actividad económica.

Canadá

7:30am. Ventas del sector manufacturero y mayoristas.

Martes 16

Festivo en México.

Reino Unido

1am. Tasa de desempleo.

Hong Kong

3:30am. Tasa de desempleo.

Eurozona

4am. Salarios y producción industrial.

Brasil

7am. Tasa de desempleo.

Canadá

7:30am. IPC.

Colombia

10am. Índice de producción industrial y ventas minoristas.

Japón

6:50pm. Balanza comercial.

Miércoles 17

Reino Unido

1am. IPC e IPC subyacente.

Eurozona

4am. IPC e IPC subyacente.

Estados Unidos

7:30am Permisos de construcción. /1pm **Decisión de tasas de interés y actualización proyecciones macro.**

Canadá

8:45pm. Decisión de tipos de interés. /9:30 Rueda de prensa del BOC

Argentina

2pm. PIB.

Brasil

4:30. Decisión de tasas de interés.

Australia

8:30pm. Tasa de desempleo

Jueves 18

Festivo en Chile.

Suiza

1am. Balanza comercial

Eurozona

3am. Cuenta corriente. /4am. Producción del sector construcción.

Reino Unido

6am. Decisión de tasa de interés. /Actas de la reunión.

Estados Unidos

7:30am. Nuevas peticiones por subsidio de desempleo.

Colombia

11am. Indicador de seguimiento a la economía.

Argentina

2pm. Balanza comercial/. Tasa de desempleo 2T

Japón

6:30pm. IPC.

Viernes 19

Festivo en Chile.

Reino Unido

1am. Ventas minoristas.

México

7am. Demanda agregada 2T y gasto privado

Canadá

7:30am. Ventas minoristas.

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	5,21	3,98
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	4249	4200
Tasa de Desempleo (Promedio)	13,8	11,2	10,2	10,2	9,7	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.