
Perspectivas Macroeconómicas Septiembre 2025

Acciones de política económica en medio de la incertidumbre

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

Scotiabank Colpatria

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

Los **datos macroeconómicos** empiezan a **revelar los efectos de la incertidumbre**, mientras que la Reserva Federal sopesaría la **reducción de sus tasas**. El debate por la **sostenibilidad fiscal vuelve a emerger**.

En Colombia, la economía crecería 2,6% en 2025 con liderazgo del sector privado. La inflación está materializando presiones alcistas de la indexación al salario mínimo y podría no bajar del 5% en 2025. **El Banco de la República mantendría su tasa de interés estable más tiempo del previsto**.

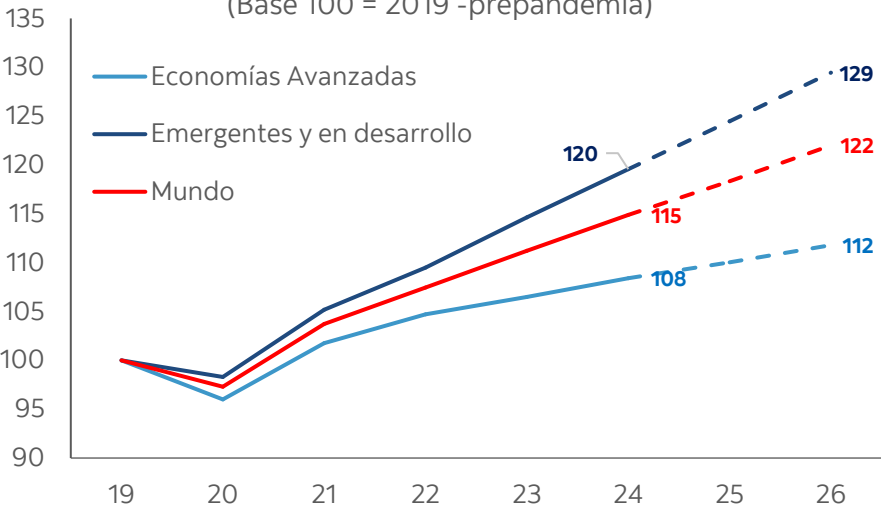
La estrategia de financiamiento de la Nación se está poniendo a prueba en medio de retos fiscales estructurales. La debilidad global del dólar y la postura cautelosa del BanRep influye en el comportamiento de la tasa de cambio en Colombia.

Global

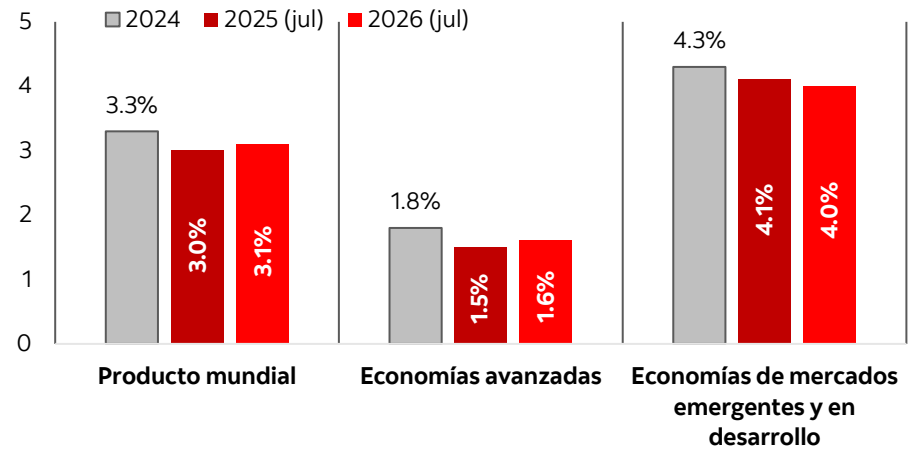
La economía y los mercados tratan de decantar los efectos del escenario de incertidumbre.

Proyecciones del FMI: Resiliencia en medio de la incertidumbre.

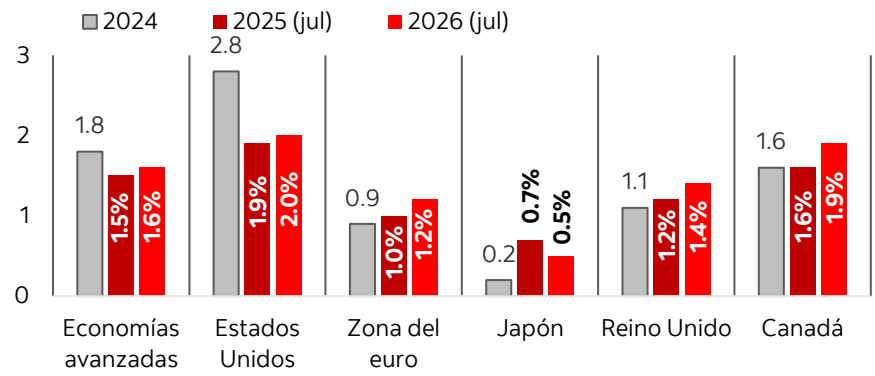
Evolución del nivel del PIB
(Base 100 = 2019 -prepandemia)



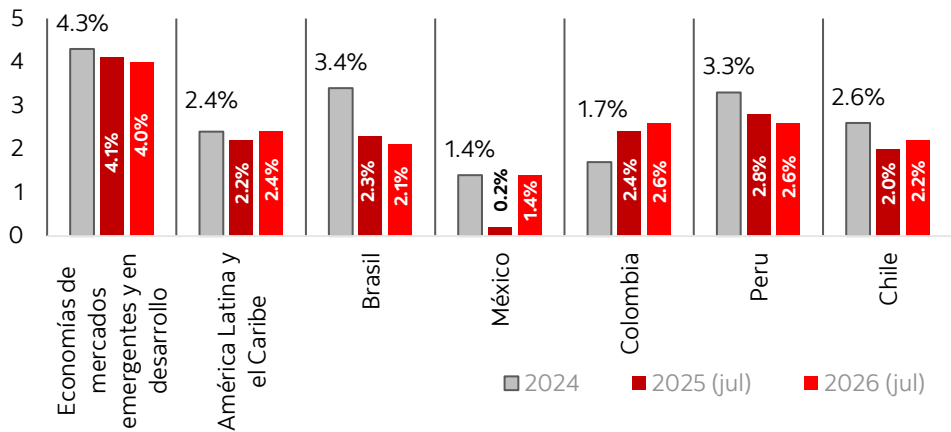
Proyecciones de crecimiento económico Global



Proyecciones de crecimiento económico Economías Avanzadas



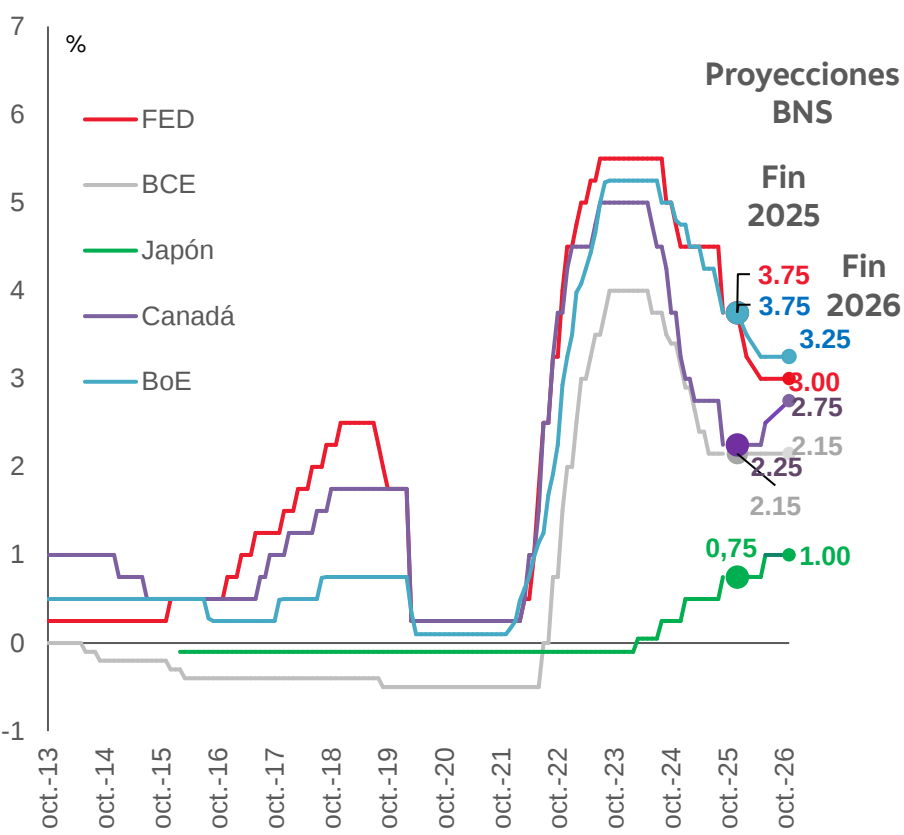
Proyecciones de crecimiento económico Emergentes y en desarrollo



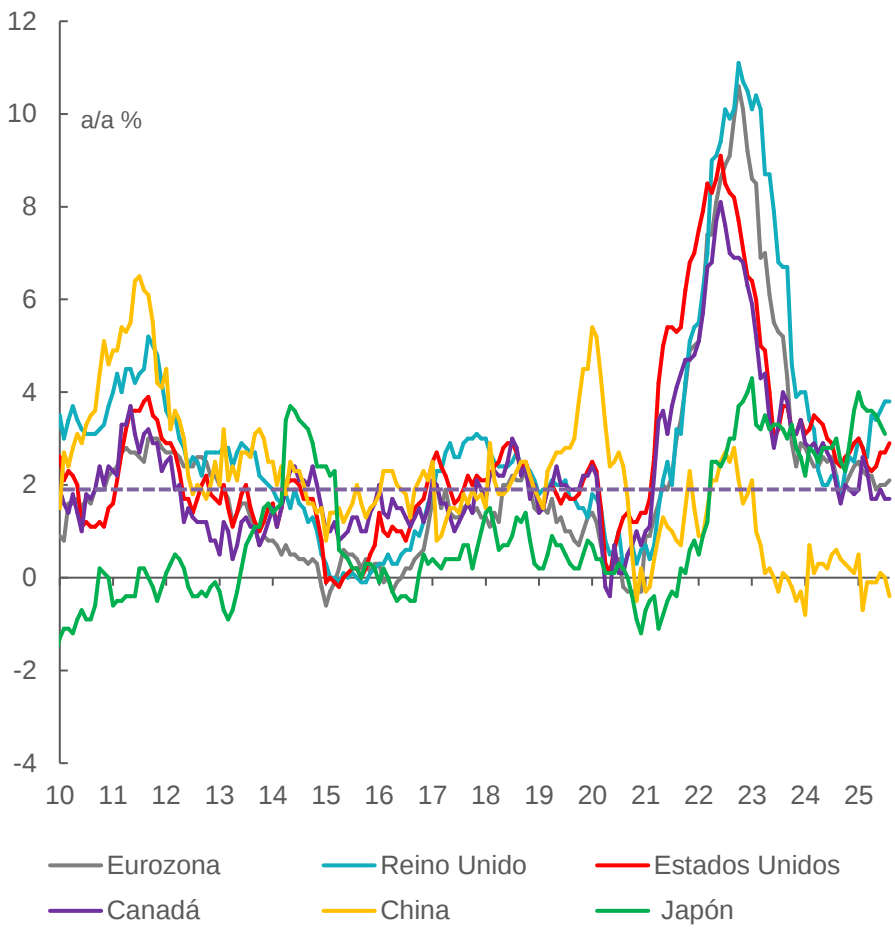
Fuente: IMF, Scotiabank Colpatría Economics.

En medio de la incertidumbre los bancos centrales enfrentan dilemas entre crecimiento e inflación en sus decisiones de tasas de interés.

Tasa de interés Bancos centrales de economías desarrolladas



Inflación del Consumidor

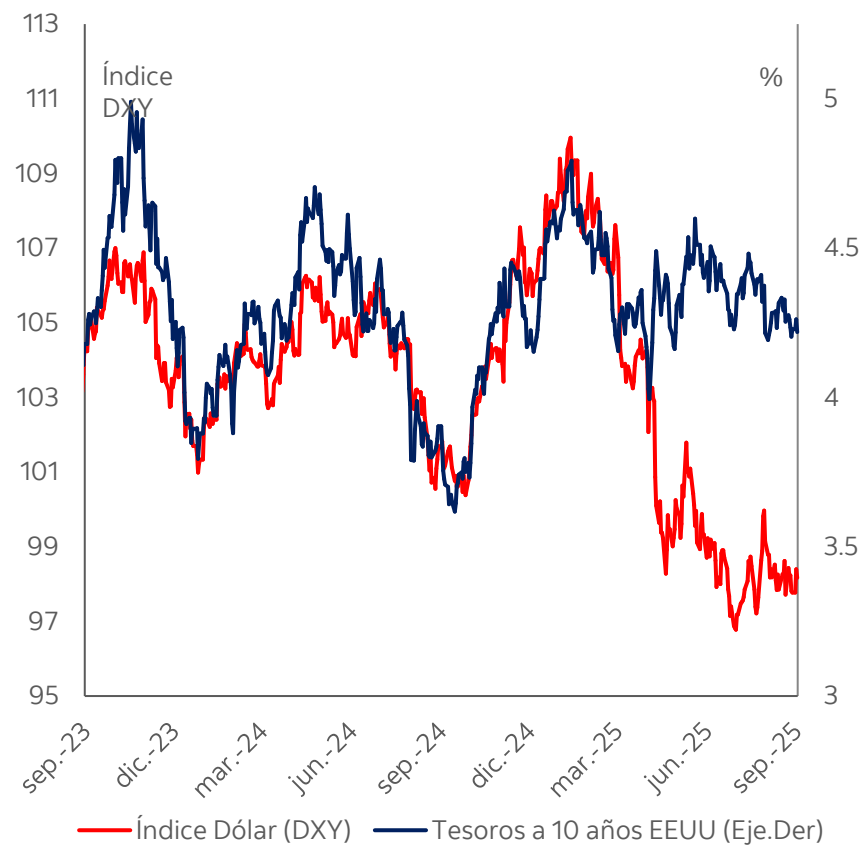


Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatria Economics.

Los activos siguen reflejando incertidumbre sobre las perspectivas económicas

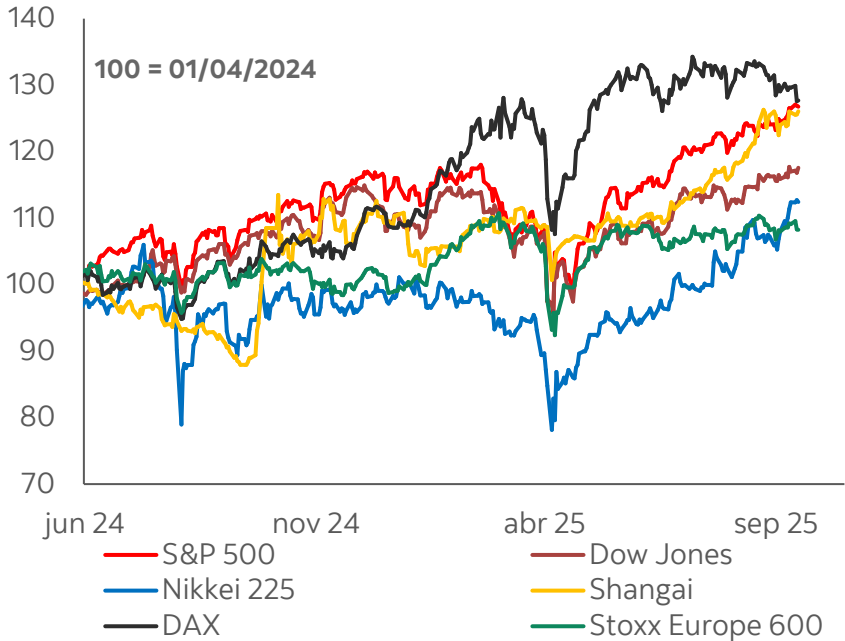
El dólar ha perdido terreno frente a monedas desarrolladas, dislocándose se la situación actual de tasas de interés.

Evolución Índice DXY y Tesoros a 10 años

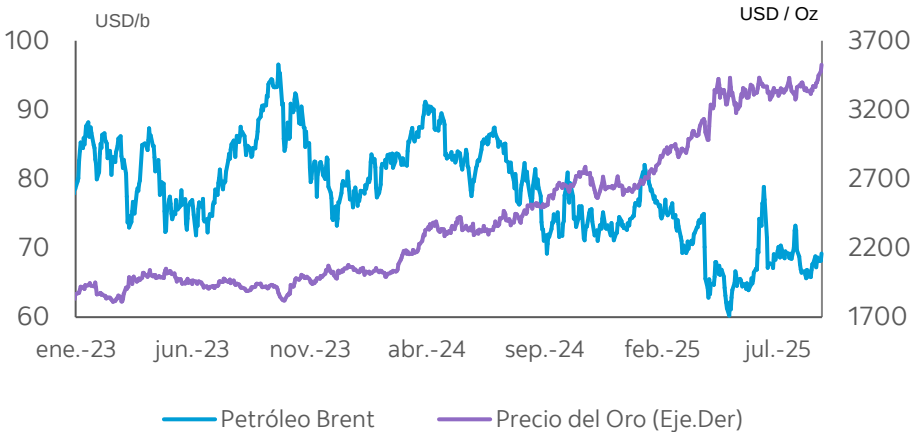


Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics.

Evolución de las bolsas – Economías Desarrolladas



Evolución del precio del petróleo y el oro



La vigilancia sobre los planes de ajuste fiscal vuelve a tomar protagonismo

Los planes de ajuste fiscal propuestos por algunos gobiernos europeos han puesto a prueba la fortaleza de los líderes políticos. La dificultad para ajustar las cuentas públicas promueve mayores tasas de deuda pública

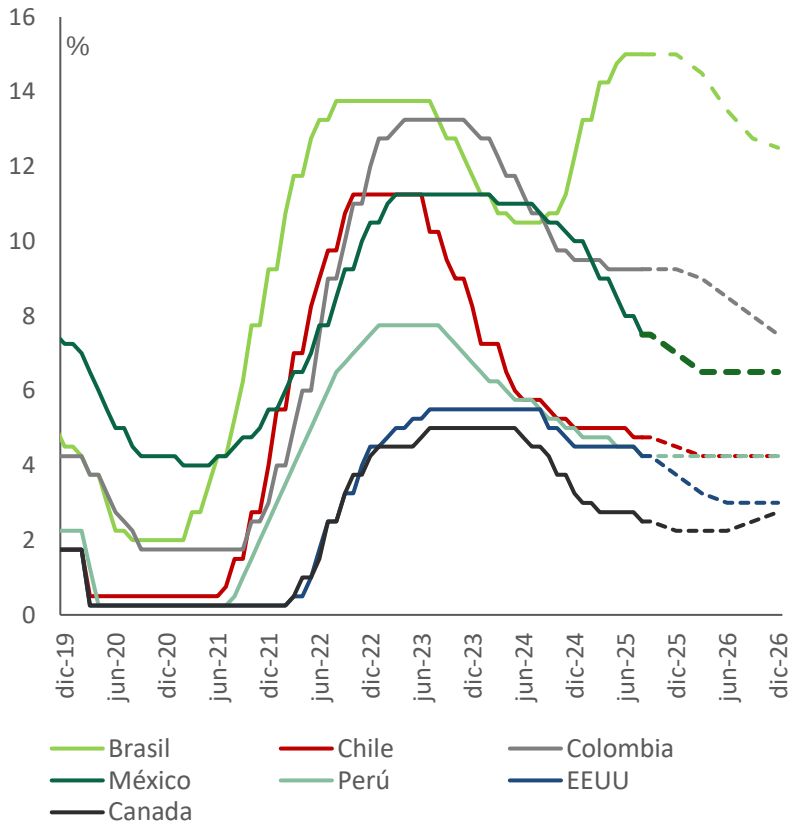
Evolución tasa de interés bonos de gobierno a 30 años



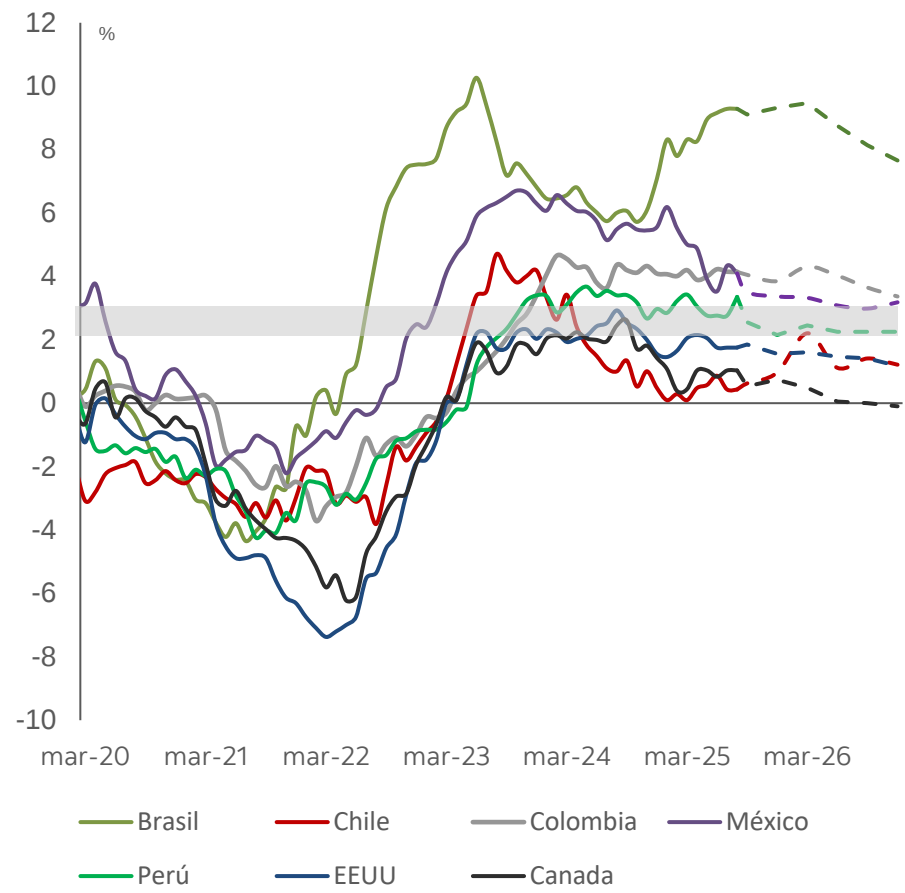
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics.

En Latinoamérica Colombia y Brasil mantienen las tasas reales más altas de la región.

Expectativas de Tasas de Interés Latinoamérica



Evolución de la tasa de interés real



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

Colombia

El crecimiento es liderado por el sector privado y los riesgos
fiscales incrementan la incertidumbre

Monitor de eventos relevantes

PIB

2T-2025

2,1%

La economía muestra una recuperación desigual, el sector de entretenimiento sigue fuerte y comercio minorista empieza a mostrar mejor demanda de bienes durables.

Inflación

5,10%

Agosto 2025

La inflación tuvo una aceleración importante durante el mes evidenciando efectos de indexación que permanecen.

Tasa Interés

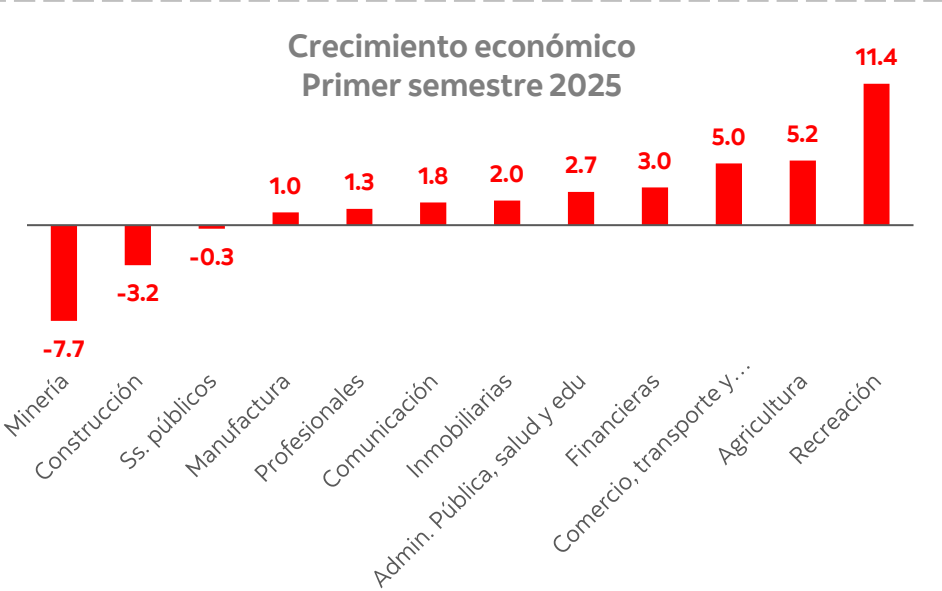
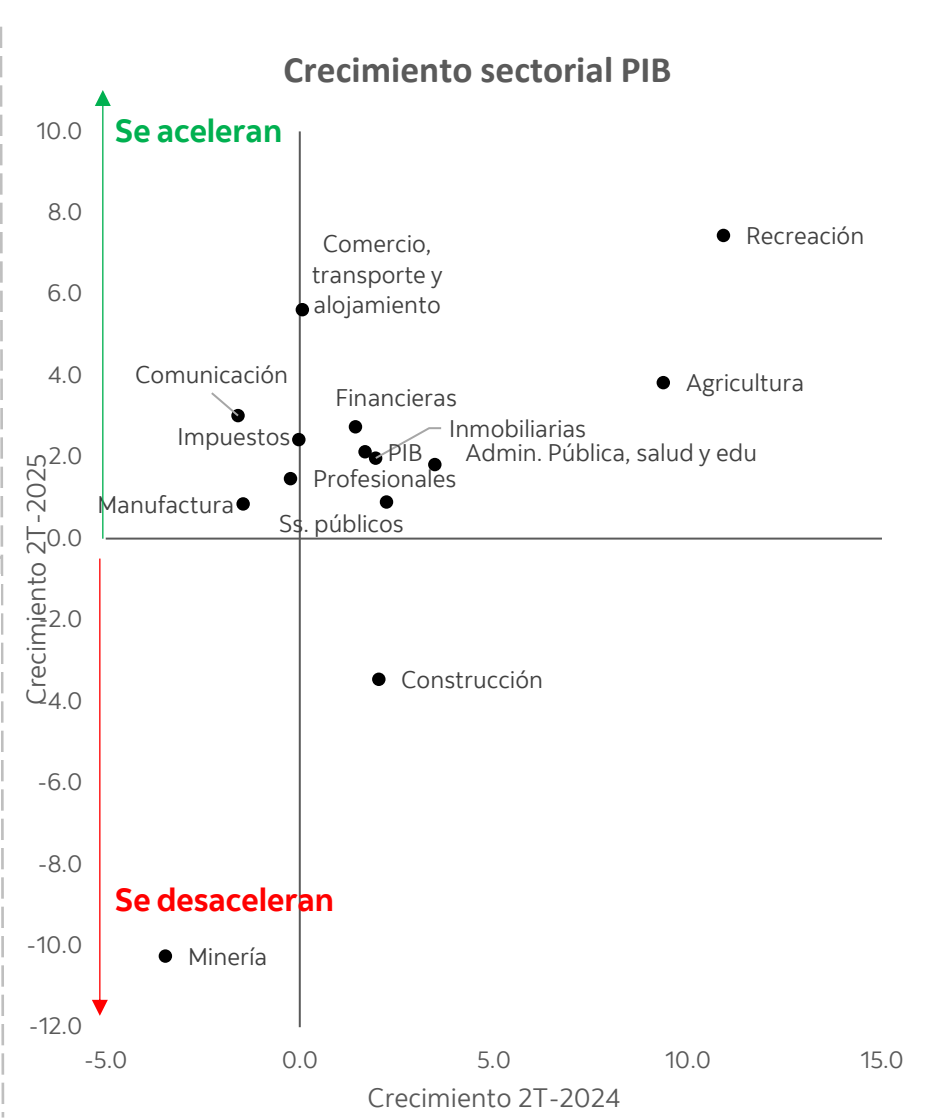
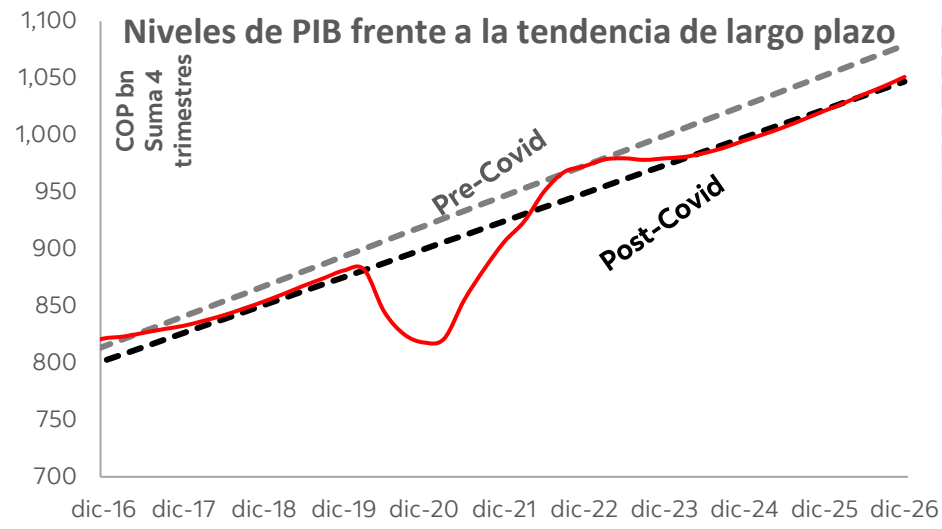
9,25%

En su reunión de julio el BanRep decidió por mayoría mantener inalterada la tasa de interés. El espacio monetario se reduce a medida que la inflación se acelera.

El calendario empieza a combinar hechos económicos, fiscales y políticos.

Eventos próximos	
Sept 1	Revelación propuesta Reforma Tributaria
Sept 15	Límite aprobación monto de Presupuesto 2026 por el Congreso
Sept 30	Reunión BanRep
Oct - 20	Límite aprobación PGN 2026
Octubre	Primer filtro candidatos presidenciales. / 26 Consulta Pacto Histórico.

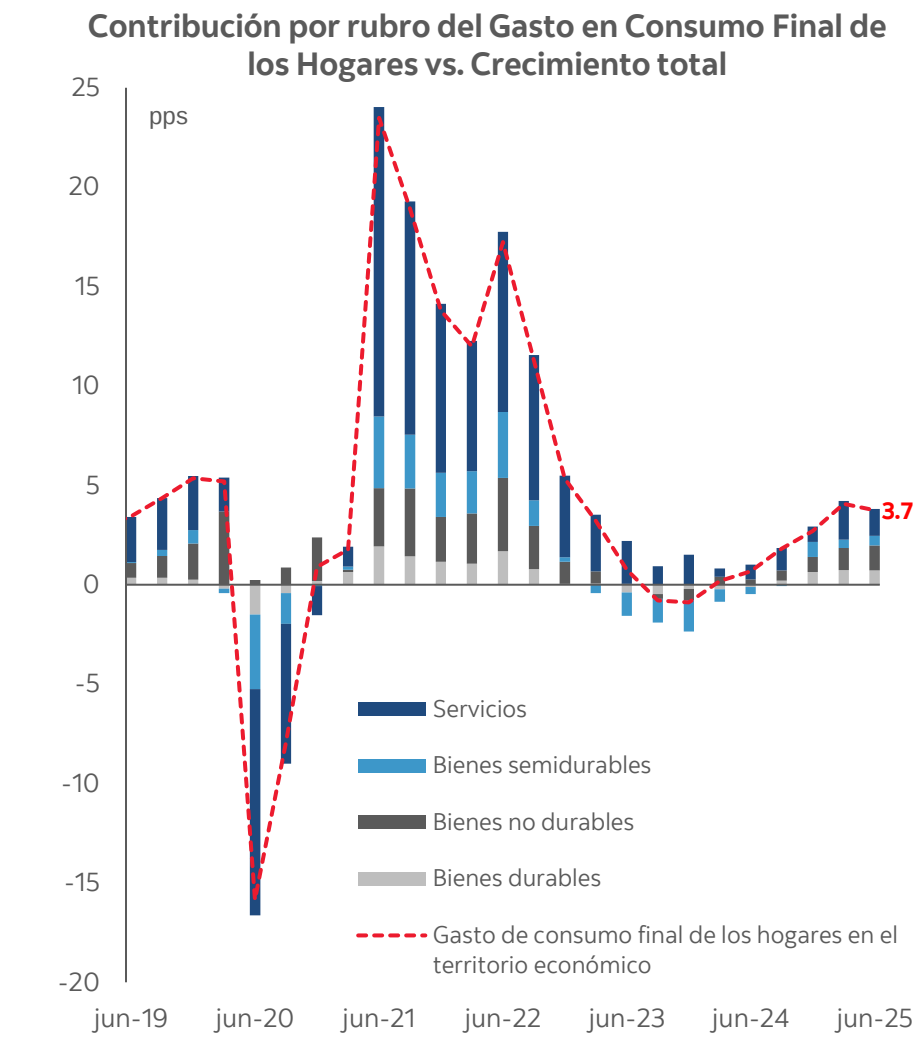
En el primer semestre del año la economía habría estado apalancada en el comercio, la agricultura y servicios como entretenimiento y administración pública.



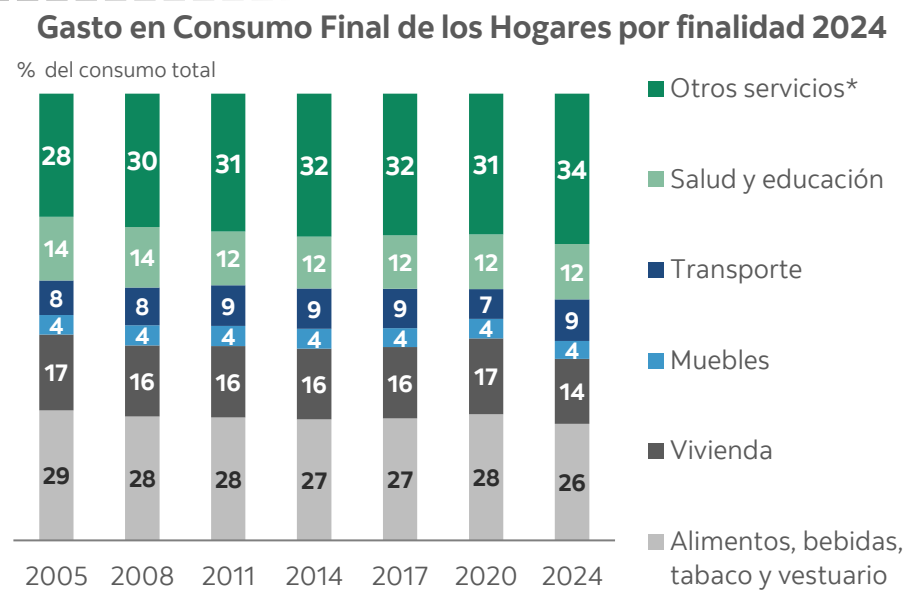
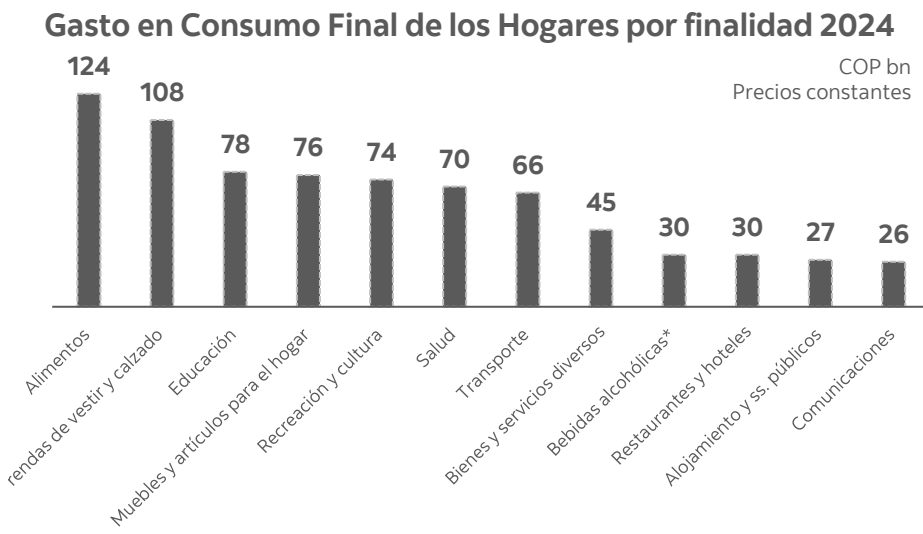
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

Se espera que el consumo de los hogares continúe con una tendencia de crecimiento más sostenible al tiempo que apalanca el crecimiento económico.

La recuperación del consumo de los hogares se evidenció en el comercio donde los bienes durables han contribuido a su crecimiento.



Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.



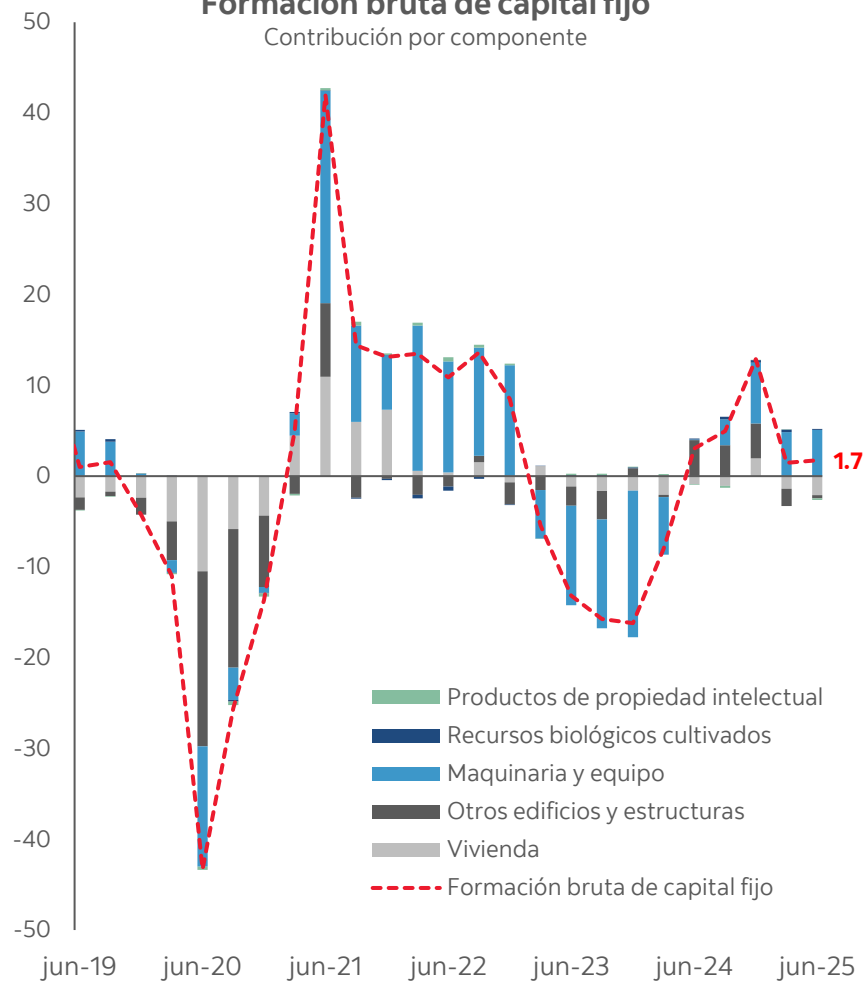
La inversión fija continúa con un rezago considerable explicado por las edificaciones

La inversión fija ha tenido un deterioro considerable donde la inversión en vivienda (-10,6% a/a 2T-2025) ha contrarrestado el crecimiento en los demás componentes.

Por ahora la inversión fija está en un 10% por debajo de lo evidenciado antes de la pandemia con lo cual la tasa de inversión en Colombia ha descendido hasta el 17% del PIB (22% histórico).

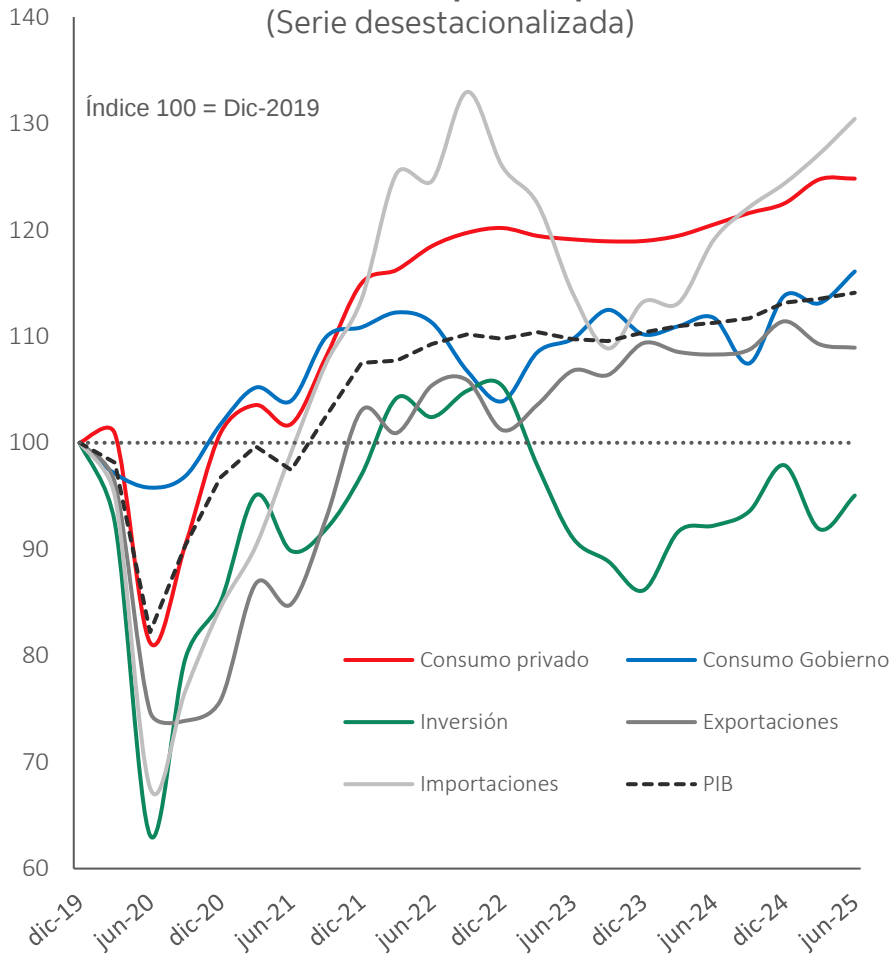
Formación bruta de capital fijo

Contribución por componente



Evolución de la demanda por componentes del PIB

(Serie desestacionalizada)



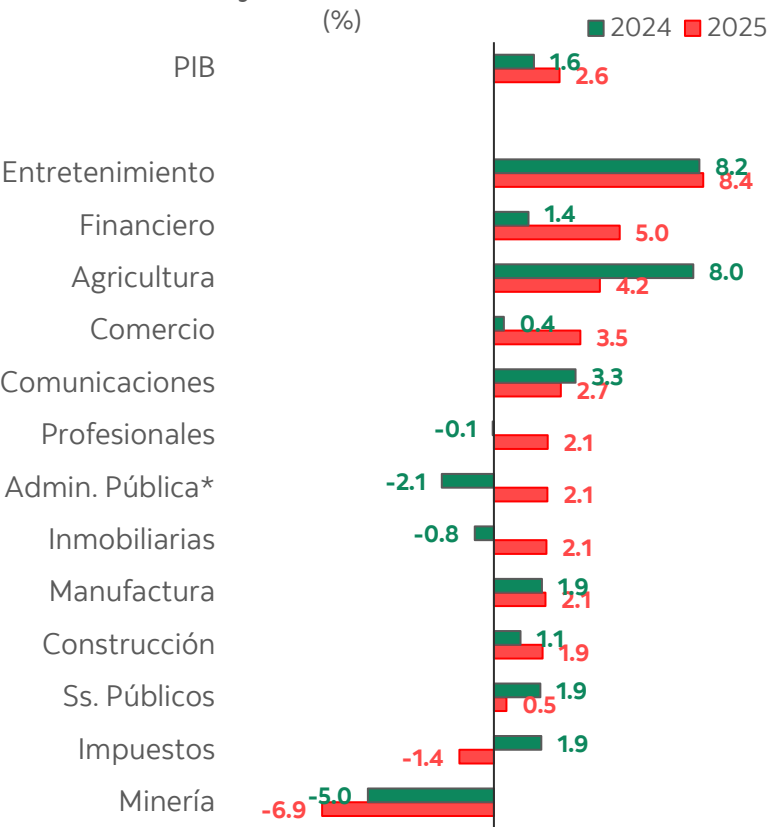
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

La economía tendría una reestructuración en la que el sector privado sería protagonista

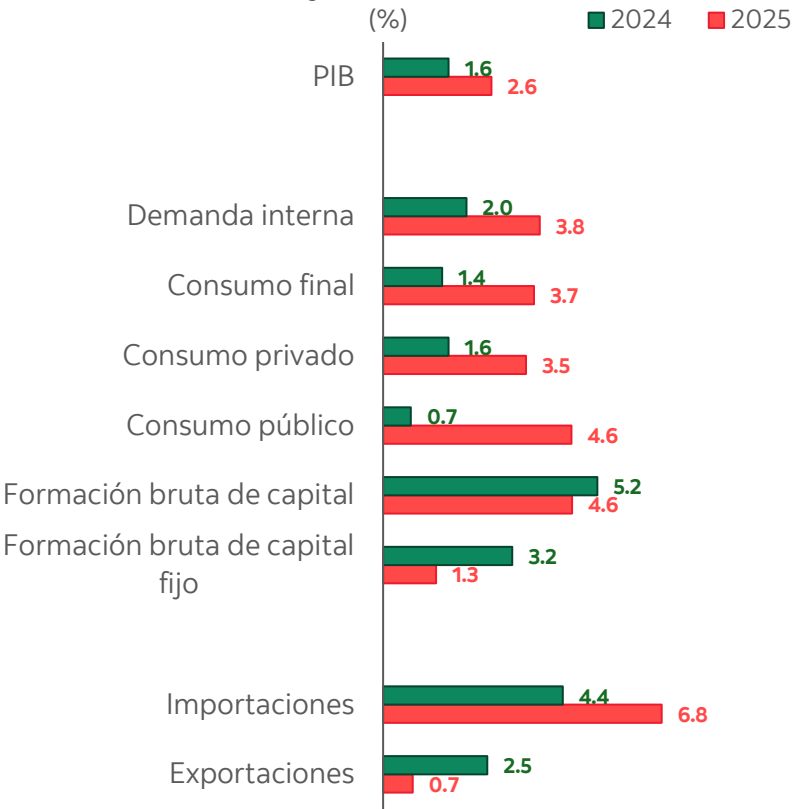
Sectores como entretenimiento y agricultura seguirán contribuyendo al crecimiento durante 2025, al tiempo que **la manufactura continuaría con su senda de recuperación**. En medio de restricciones fiscales, la reactivación dependerá del grado de dinamismo del sector privado.

El consumo de los hogares seguiría una trayectoria más sostenible de la mano con la aceleración de las importaciones. En contraste, el consumo público mantendría niveles bajos de crecimiento sumado al rezago en la inversión principalmente en la vivienda y edificaciones.

Oferta: Proyecciones PIB 2024-2025



Demanda: Proyecciones PIB 2024-2025

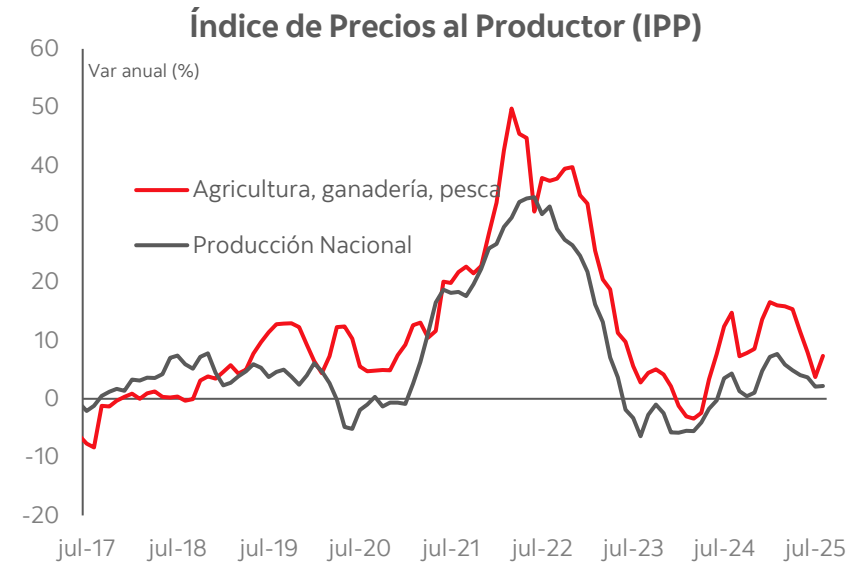
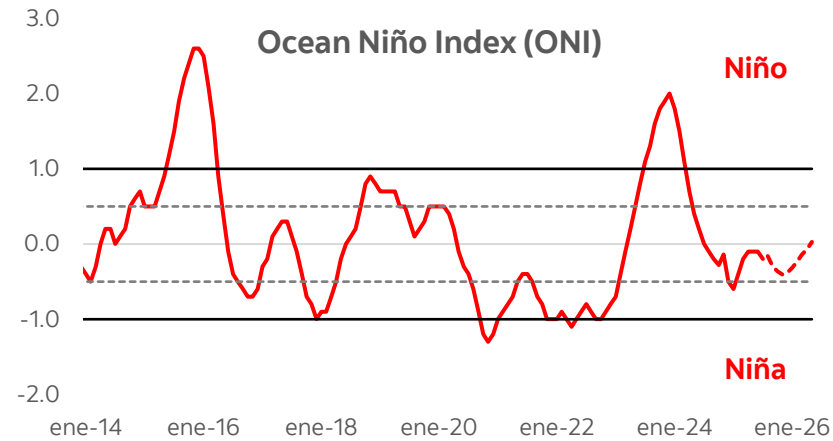
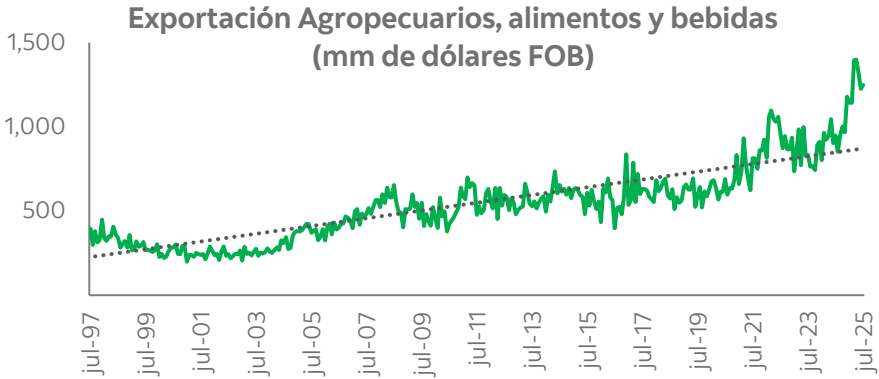


*Administración pública, educación y salud.

Fuentes: Scotiabank Economics.

El sector primario ha registrado una recuperación considerable por cuenta de la agricultura y las mayores exportaciones de café.

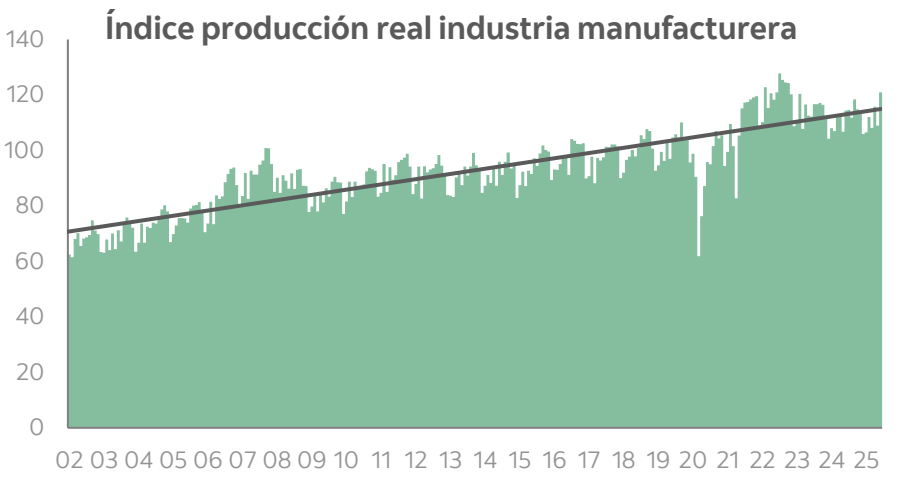
La actividad agrícola ha contribuido de manera significativa al crecimiento económico general en medio de una mejora en las condiciones climáticas y de mercado con incrementos en la producción y exportación de café y mejor abastecimiento nacional.



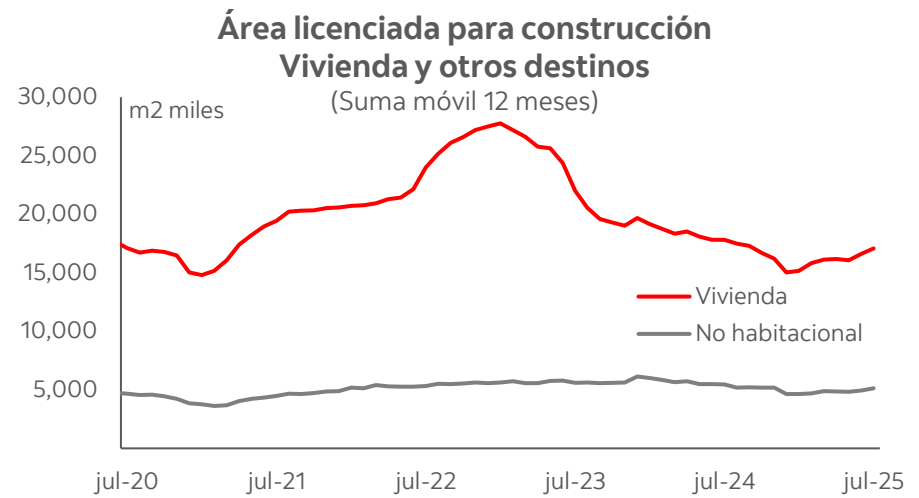
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

El sector secundario empieza a mostrar una mejor reacción a los indicadores de mejor consumo, no obstante hay subsectores que continúan rezagados.

La producción manufacturera se ha visto afectada por la interrupción en actividades de refinería, la salida de agentes del sector vehicular y una menor demanda interna.

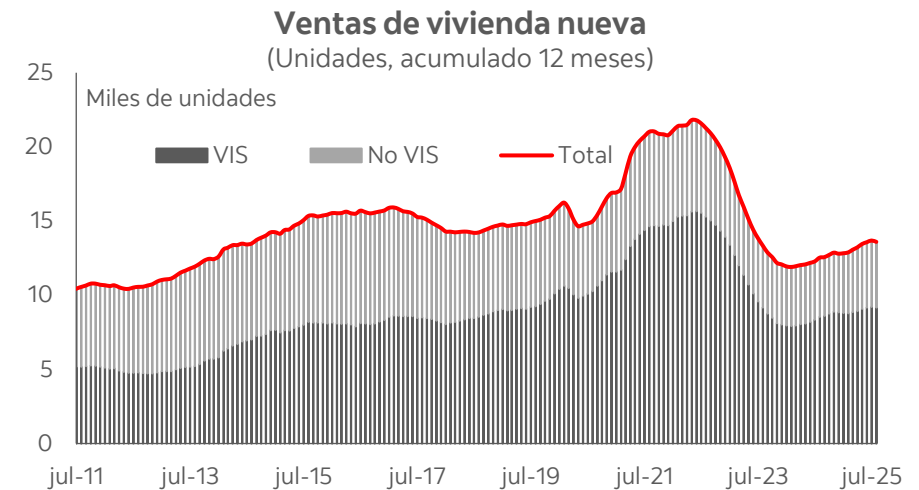


Las ventas de vivienda se mantienen en el nivel más bajo de la década. Menores tasas de interés podrían impulsar al sector de vivienda en el futuro.



Mapa de Calor: Actividades de la industria manufacturera
(Variación anual)

	dic-19	dic-20	dic-23	dic-24	abr-25	may-25	jun-25	jul-25
Alimentos y Bebidas	3,8%	0,5%	-7,6%	4,6%	-2,2%	5,8%	0,8%	6,3%
Textiles y Calzado	7,3%	-2,1%	-11,7%	-1,8%	2,4%	8,7%	5,1%	10,4%
Químicos y Farmacos	7,8%	0,1%	-3,3%	-1,9%	-1,4%	3,9%	2,2%	3,6%
Caucho, Plástico, Vidrio, Metales	0,3%	3,2%	-7,0%	-2,2%	-6,2%	-1,0%	1,2%	1,0%
Maquinaria y Equipo	3,9%	6,9%	3,5%	5,2%	-8,8%	0,1%	10,0%	8,4%
Vehículos y partes	-11,3%	15,6%	-35,2%	18,0%	-2,7%	15,5%	31,8%	37,9%
Coquización, refinación de petróleo	5,9%	-1,7%	8,4%	0,4%	-1,9%	-7,4%	0,6%	5,1%
Otras industrias	1,1%	2,6%	-6,4%	0,9%	-4,3%	4,1%	0,3%	6,2%

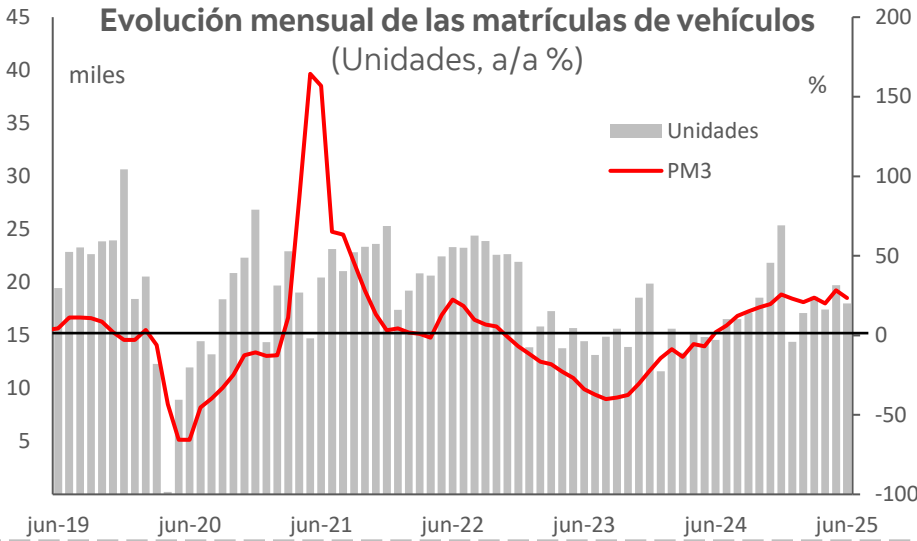
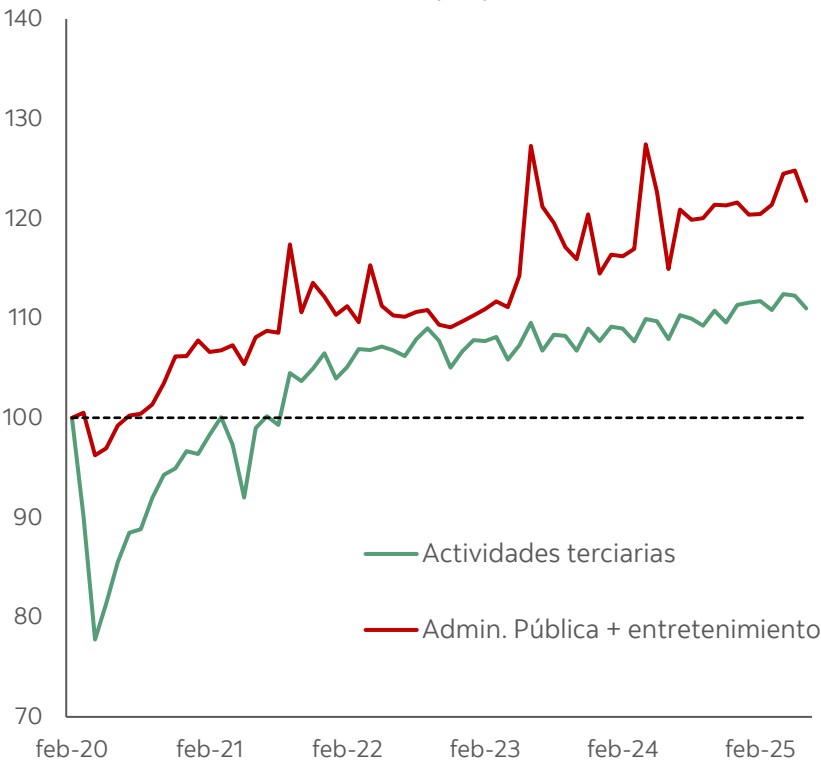


Fuentes: DANE, Camacol, Scotiabank Economics.

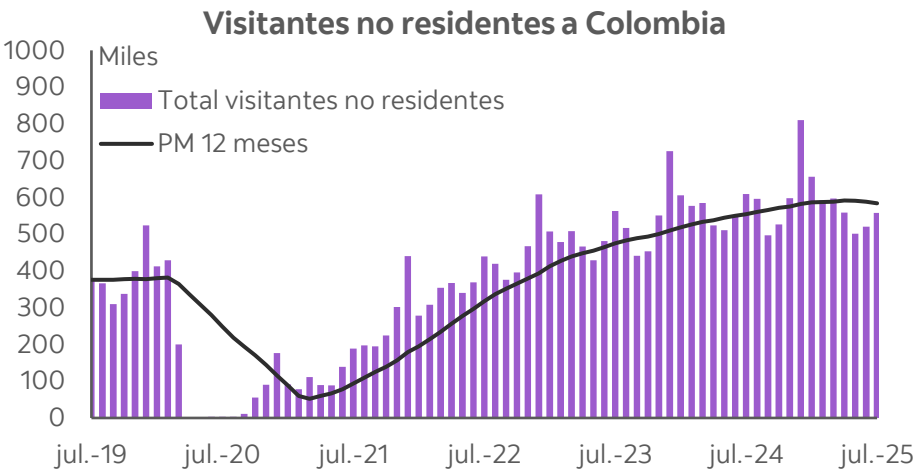
La administración pública contribuyó considerablemente en la primera mitad de 2024. Por ahora estaría perdiendo tracción al interior de los servicios.

La **administración pública** ha sido uno de los sectores que más ha apalancado el crecimiento en la primera parte del año, sin embargo, esto se atribuye a efectos transitorios, que se desvanecerían en el futuro.

Indicador de Actividad Económica (ISE)- Admin.Pública, Educación, Salud, Entretenimiento
100 = Feb/2020 (pre pandemia)



El sector turismo ha tenido una buena dinámica, asociada a mayores visitantes extranjeros. El comercio ha registrado leves repuntes.

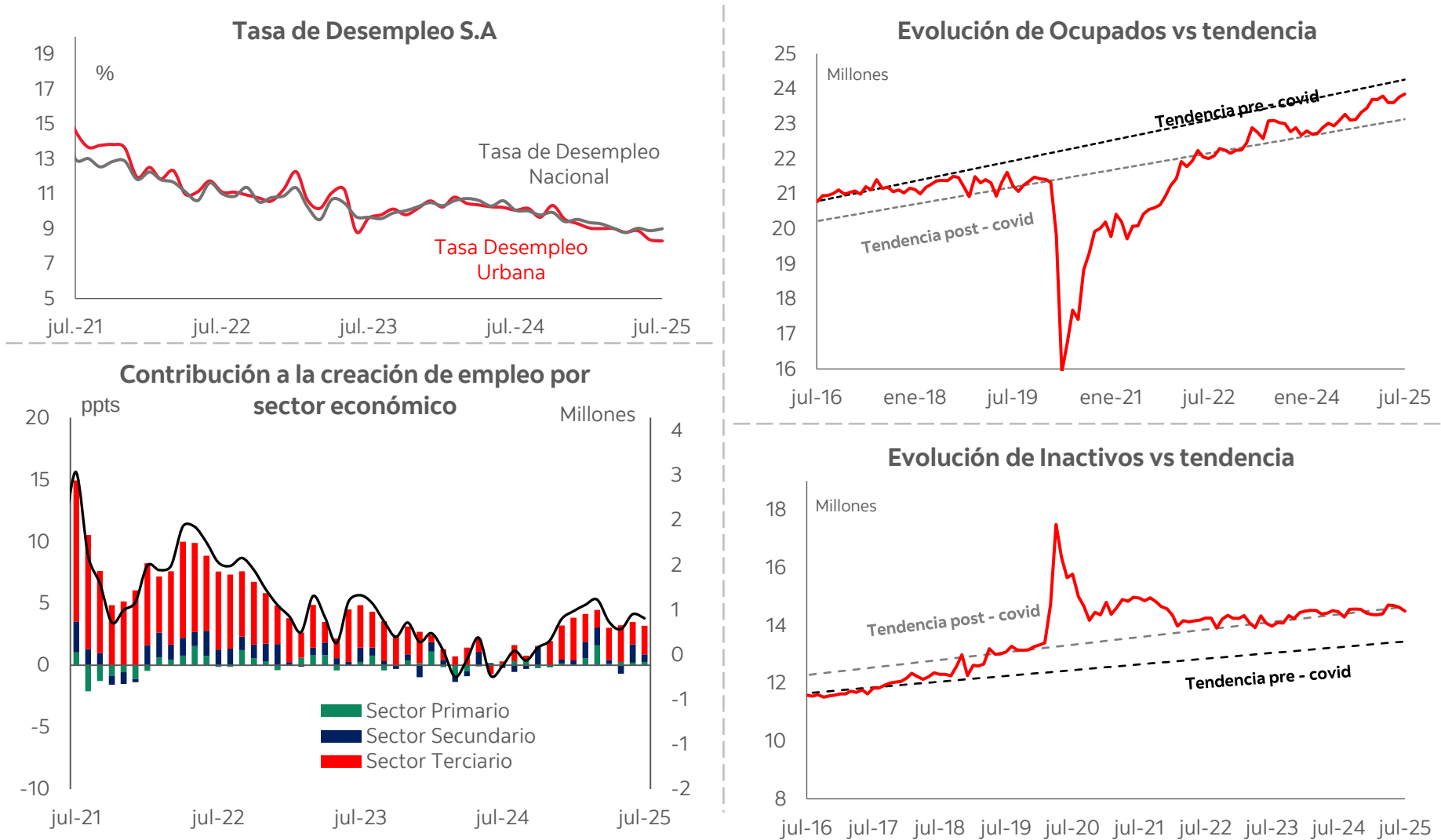


Fuentes: DANE, Andemos, Scotiabank Economics.

Mercado laboral

La creación de empleo se está distribuyendo a lo largo de más sectores de la economía.

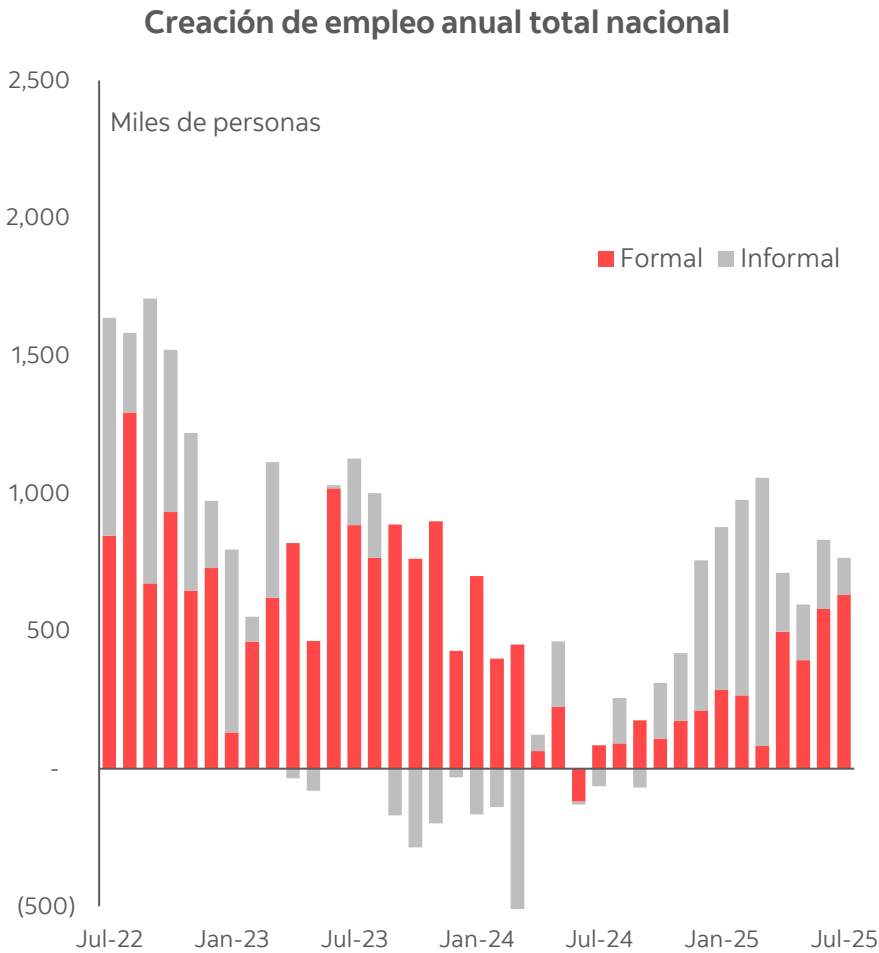
La creación de empleo se mantiene cerca a la tendencia pre-pandemia, al tiempo que más personas se encuentran en la búsqueda activa de empleo.



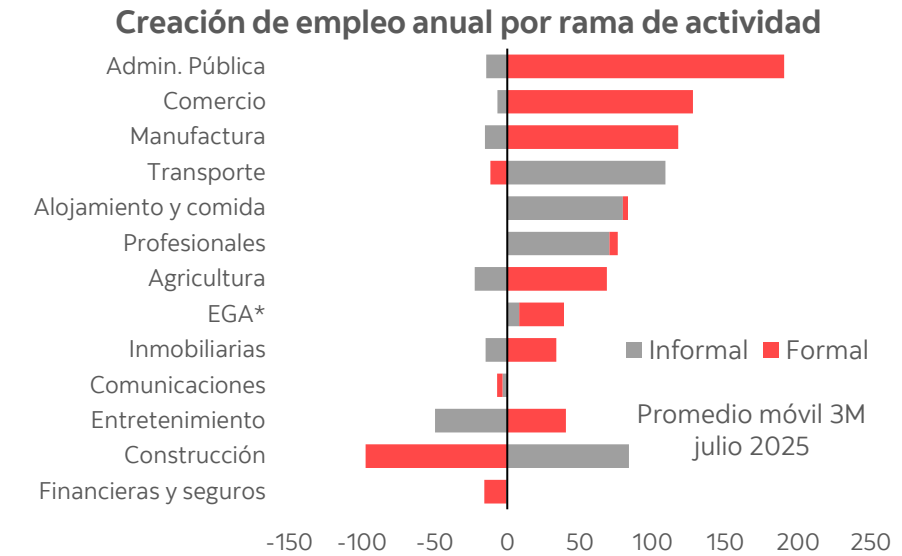
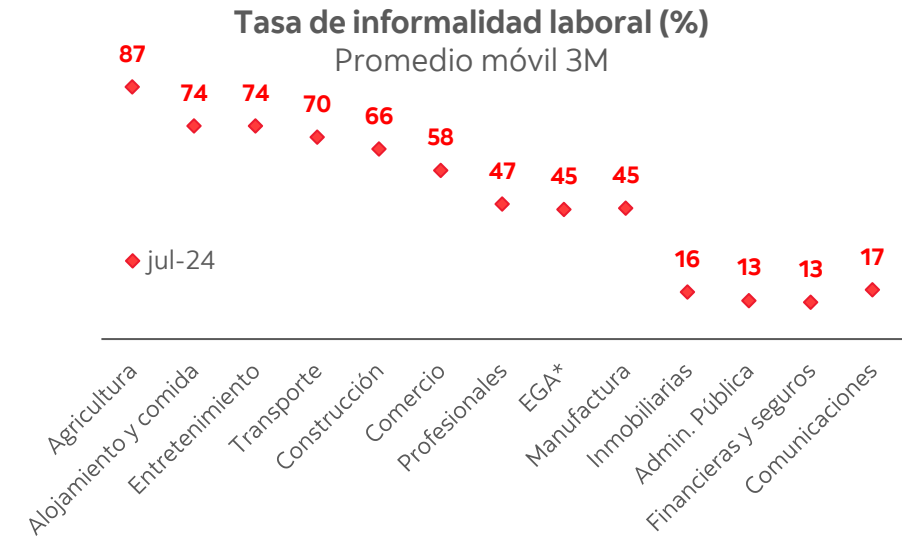
Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

A pesar de los incrementos en la tasa de ocupación, la informalidad del sector privado continúa siendo el gran lunar en la economía colombiana.

De los más de 800 mil puestos de trabajo creados durante el primer semestre del año, el 58% han sido informales, principalmente en actividades como alojamiento y servicios de comida, construcción y comercio.



*Electricidad, gas y agua.
Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

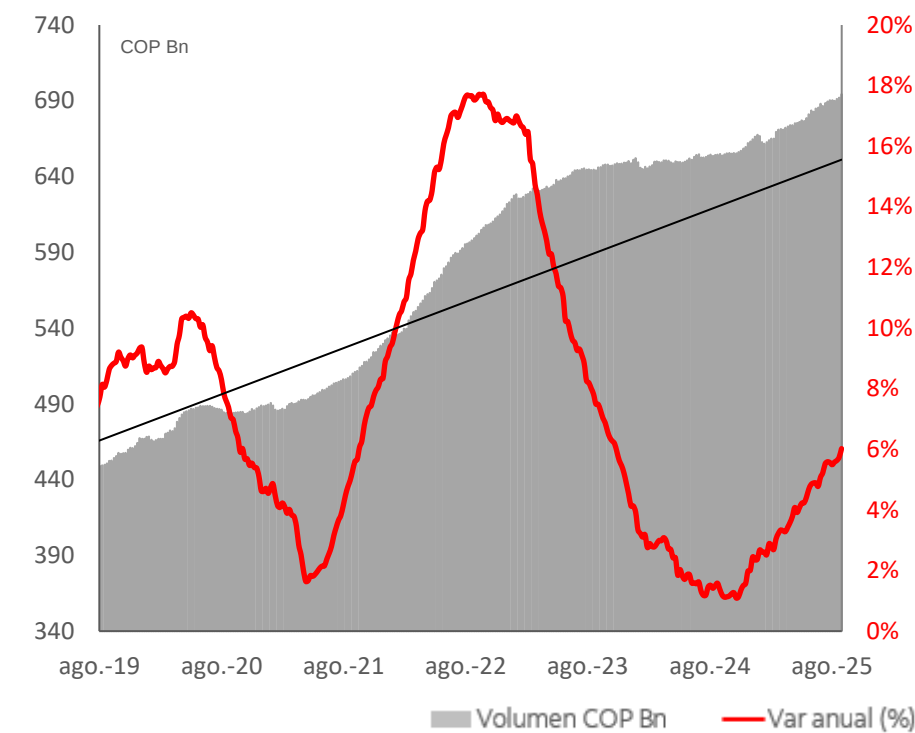


Cartera

La cartera se recupera gradualmente al tiempo que la calidad de la cartera comercial mejora a pasos mixtos.

La demanda de crédito podría mejorar al tiempo que la reactivación económica se consolida

Cartera Bruta Total Sin Ajustar

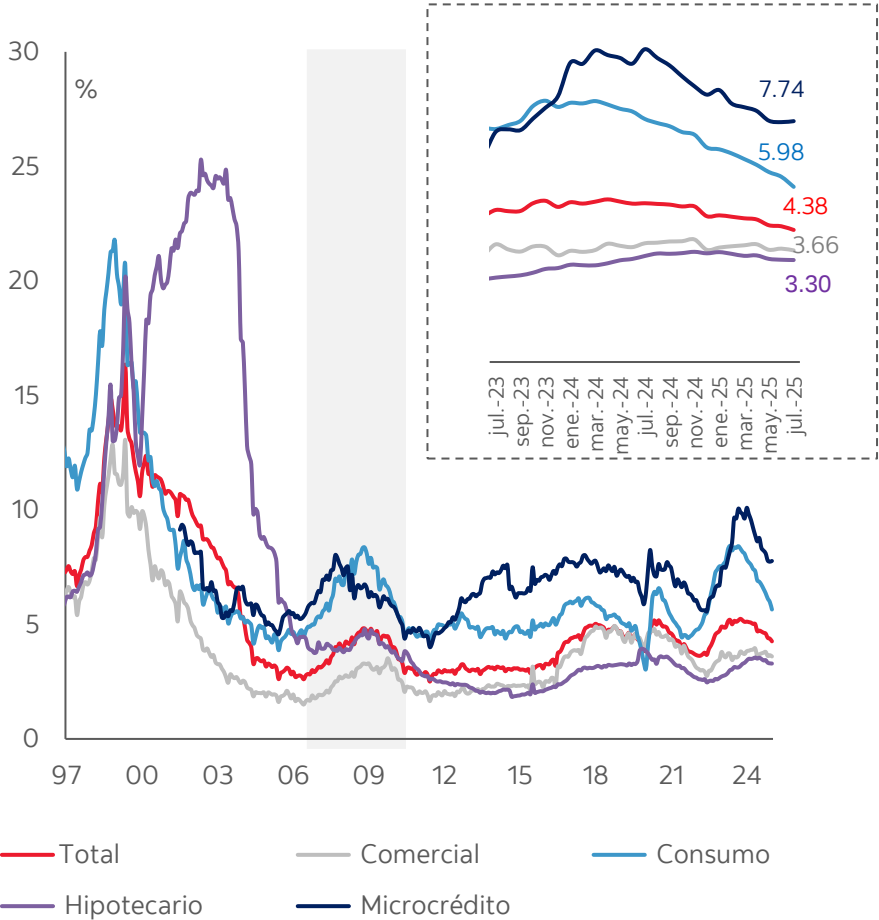


Fuente: BanRep, Scotiabank Economics,

Pronóstico por tipo de cartera (Promedio anual)					
Año	Comercial	Consumo	Microcrédito	Hipotecaria	Total
2023	10,04%	3,88%	13,67%	10,01%	8,04%
2024	3,78%	-4,50%	9,19%	7,92%	1,86%
2025	5,96%	2,34%	8,54%	10,12%	5,60%
2026	4,98%	6,62%	7,21%	9,72%	6,34%

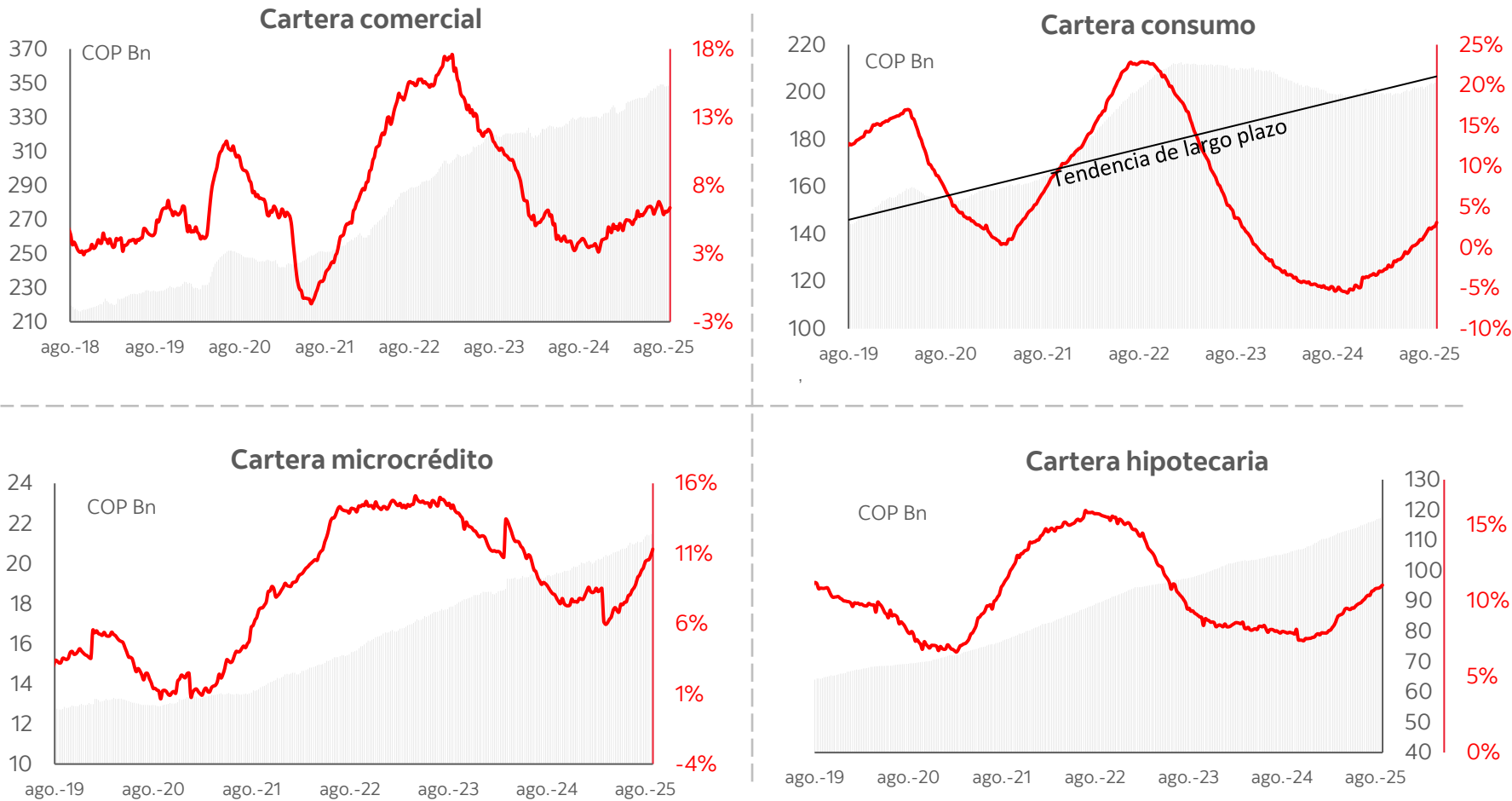
La calidad de la cartera continúa mejorando, especialmente la cartera de consumo

Indicador de calidad de cartera (%)



Los efectos de crowding-out de la economía se han evidenciado en una recuperación gradual de la cartera en niveles inferiores a lo inicialmente esperado.

La cartera de consumo se expande nominalmente, su stock se alinea con la tendencia de largo plazo. La cartera hipotecaria está estable mientras que la comercial crece sin mejorar su calidad.



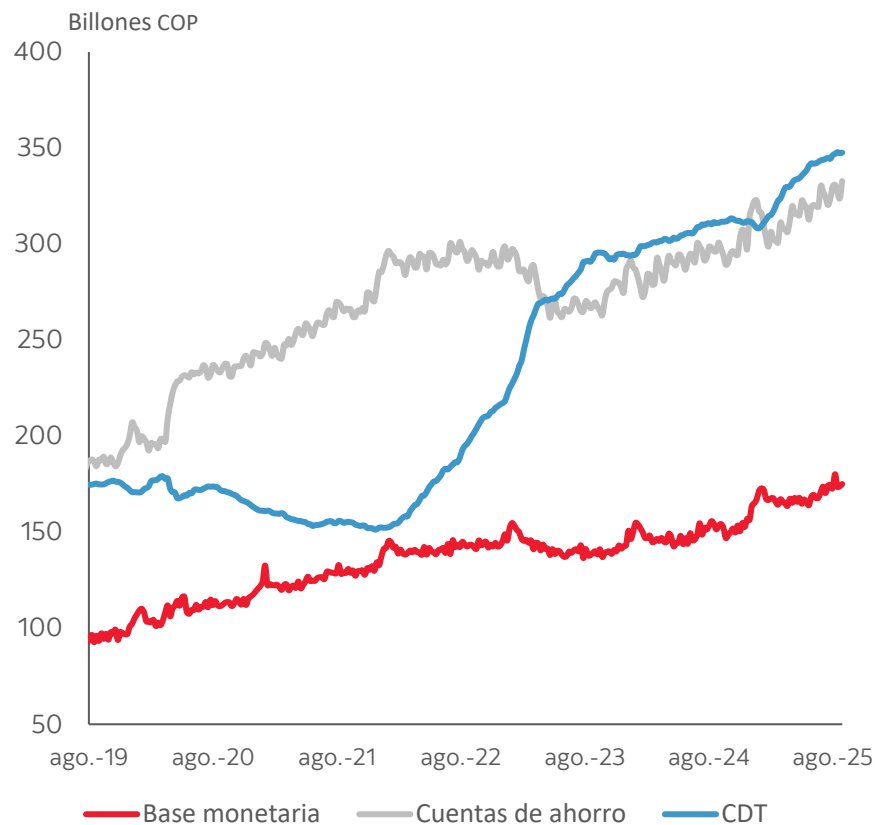
Fuentes: Banco de la República, Scotiabank Colpatría Economics

■ Volumen COP Bn — Var anual (%)

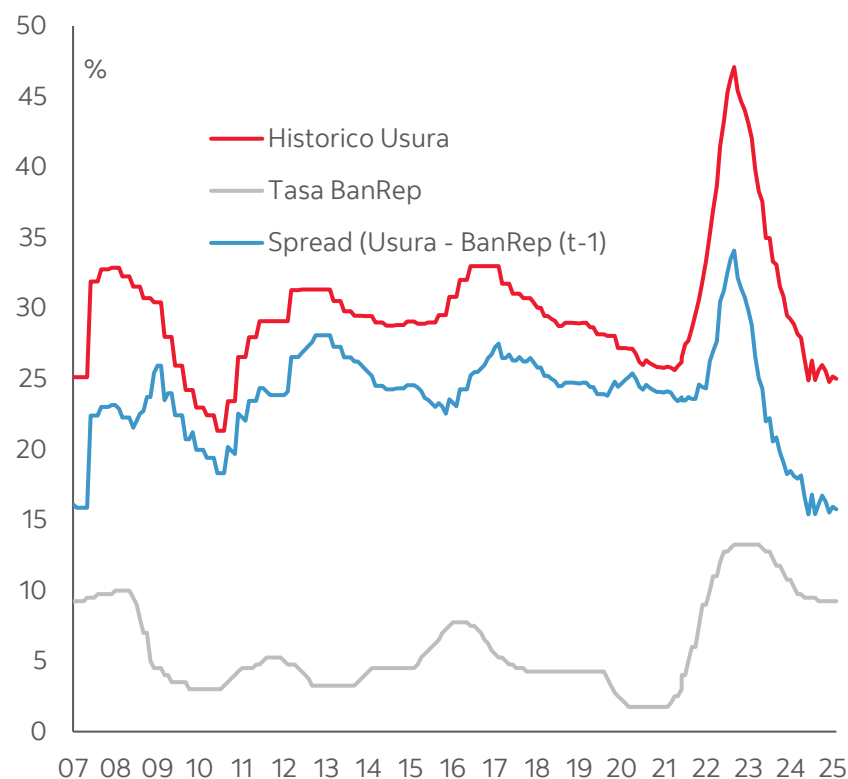
La expectativa de tasas altas sigue favoreciendo la opción de ahorro frente a la demanda por crédito. Por otro lado, la regulación en la usura tardaría en cambiar.

El nivel de ahorro en CDTs sigue siendo relevante pese a la competencia que suponen las inversiones en deuda pública de corto plazo.

Evolución de la Base Monetaria, Cuentas de Ahorro y CDTs



Evolución de la tasa de usura vs tasa BanRep



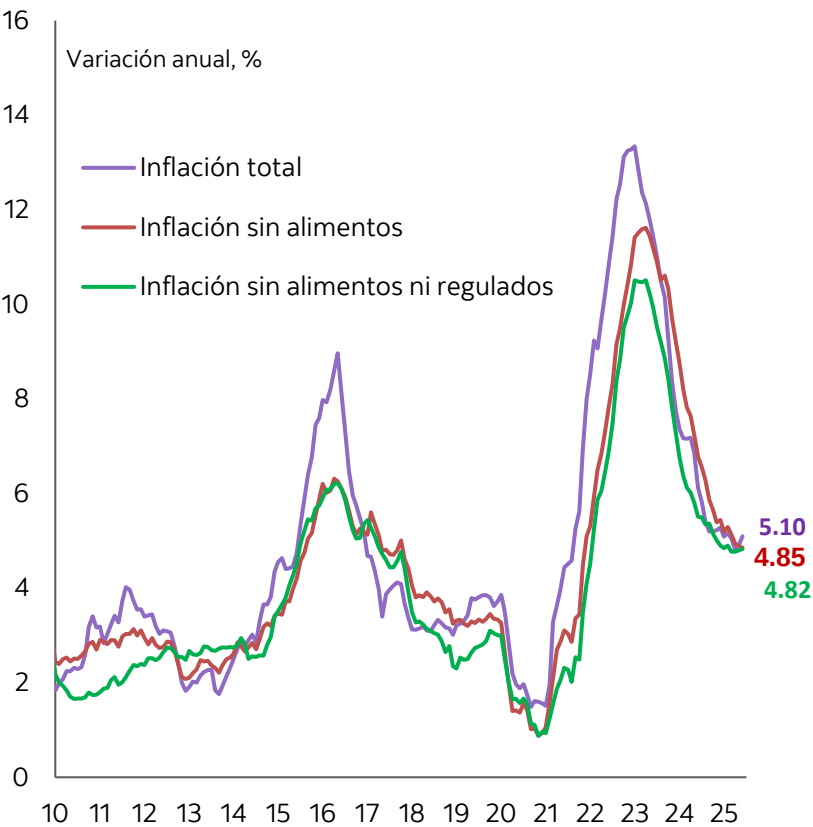
Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

Inflación

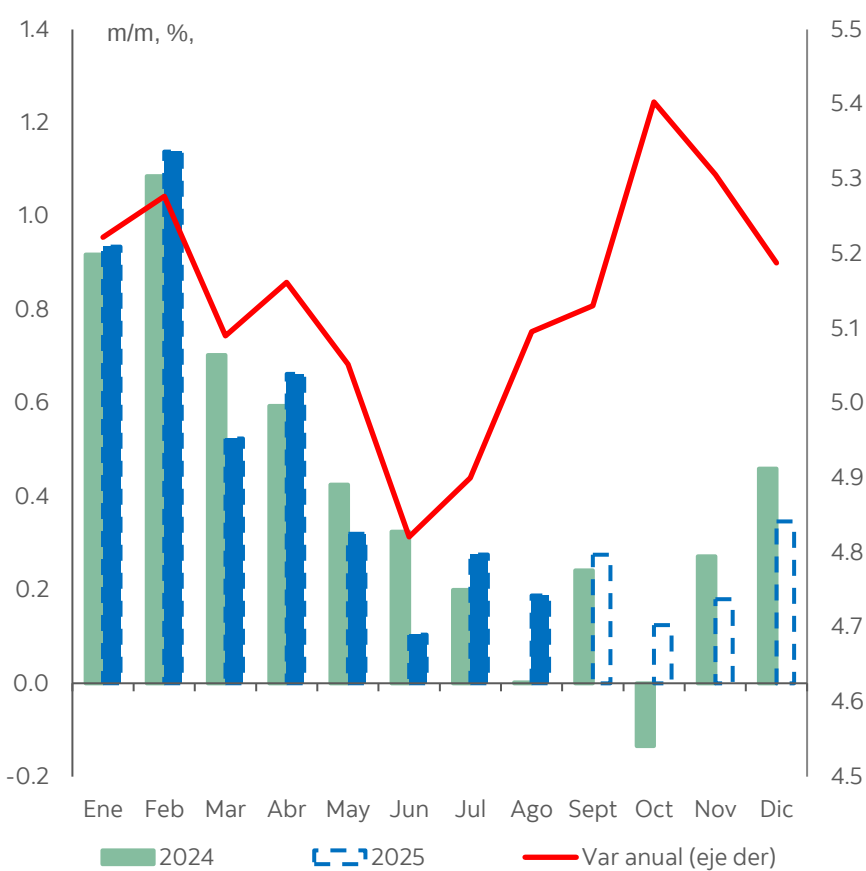
La inflación no llegaría al rango meta en 2025, lo que apunta a la continuidad de una política monetaria contractiva.

La inflación mostró un comportamiento favorable en el 2024, sin embargo, los efectos de indexación y unas bases estadísticas menos favorables representan retos en la trayectoria hacia la meta.

Evolución de la Inflación al consumidor



Efectos base en la inflación total



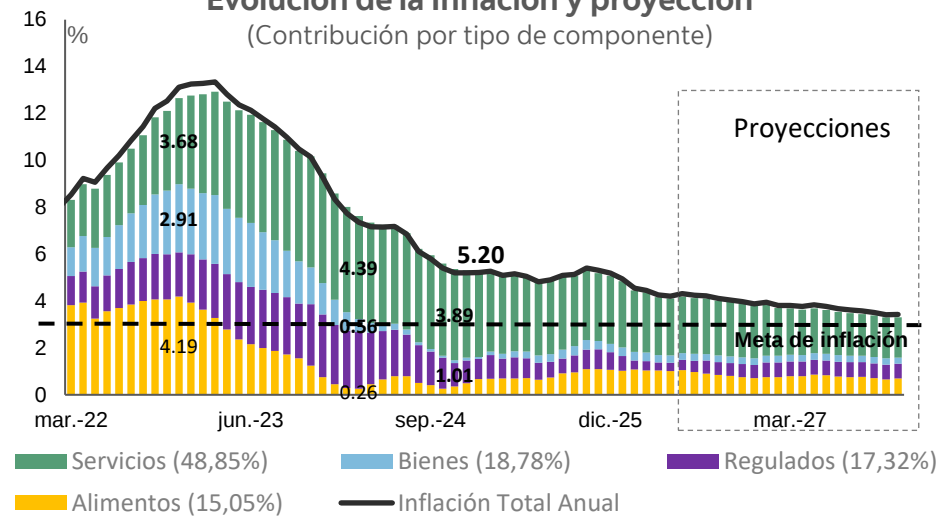
Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

La inflación de servicios estaría por encima del rango meta en los próximos 2 años.

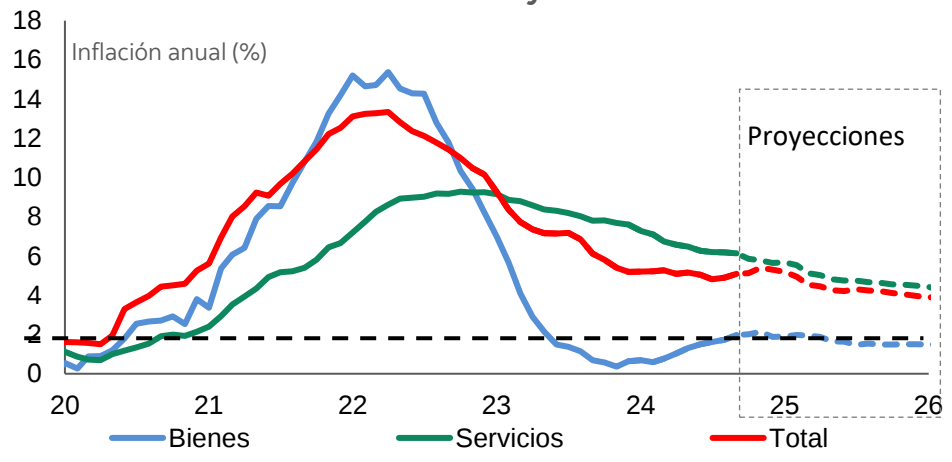
En 2025 la inflación de bienes dejaría de apoyar en la misma magnitud el descenso de inflación total. Al mismo tiempo, la alta inflación de servicios persistiría por mucho más tiempo.

Evolución de la Inflación y proyección

(Contribución por tipo de componente)

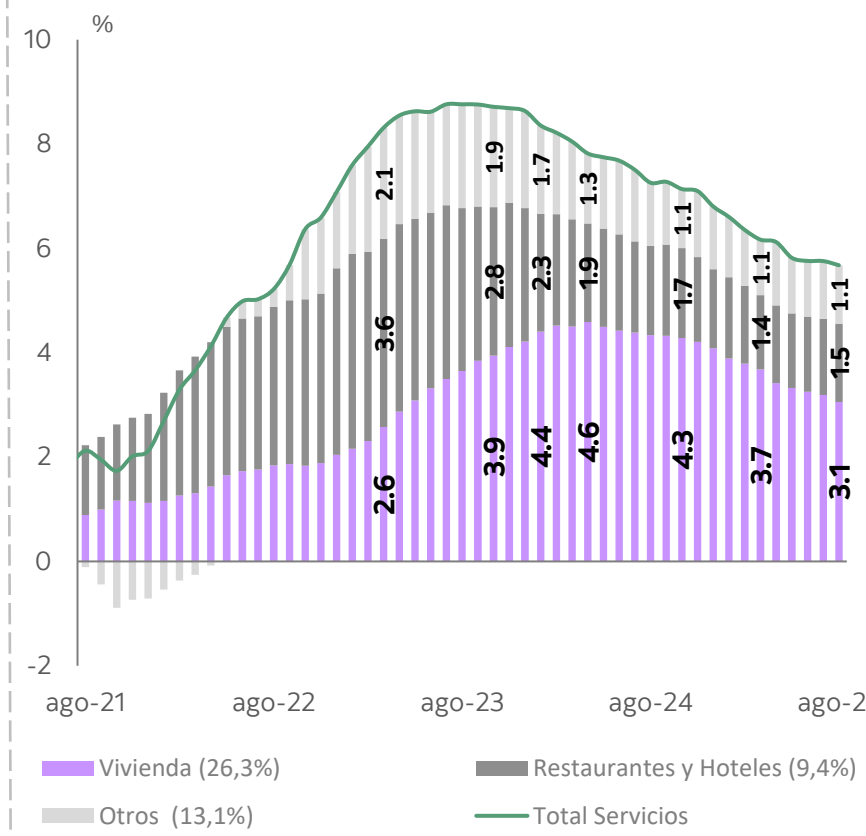


Inflación de bienes y Servicios



Inflación anual de servicios

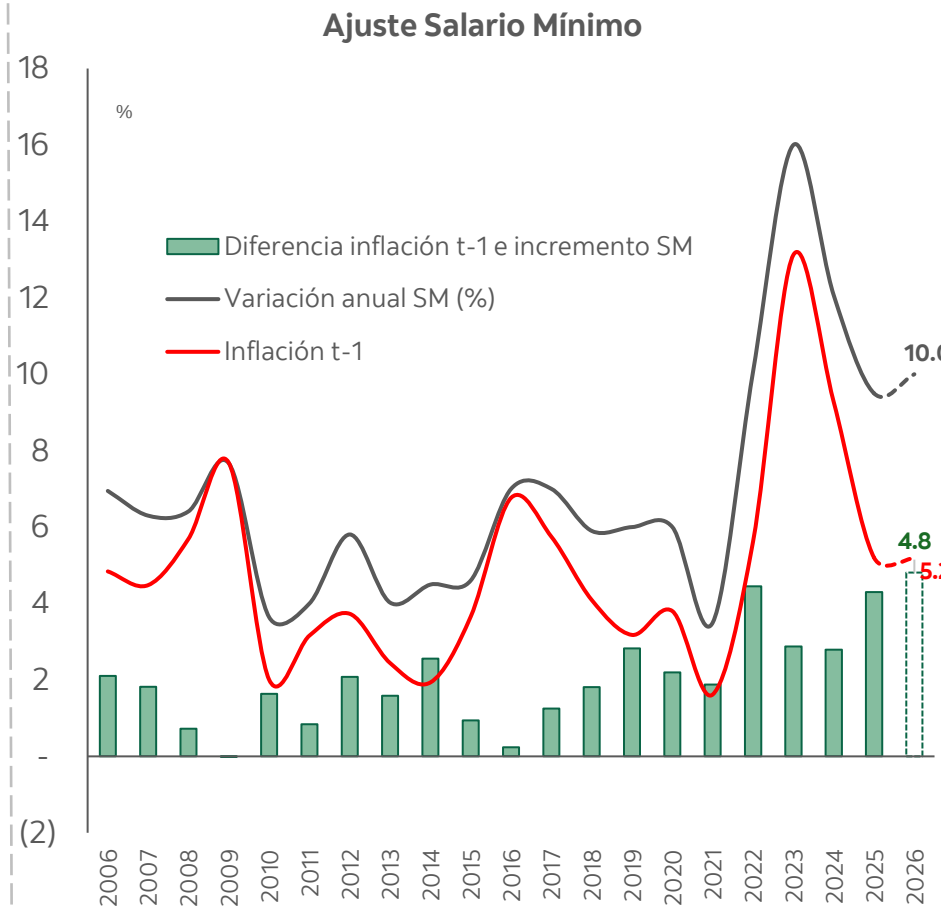
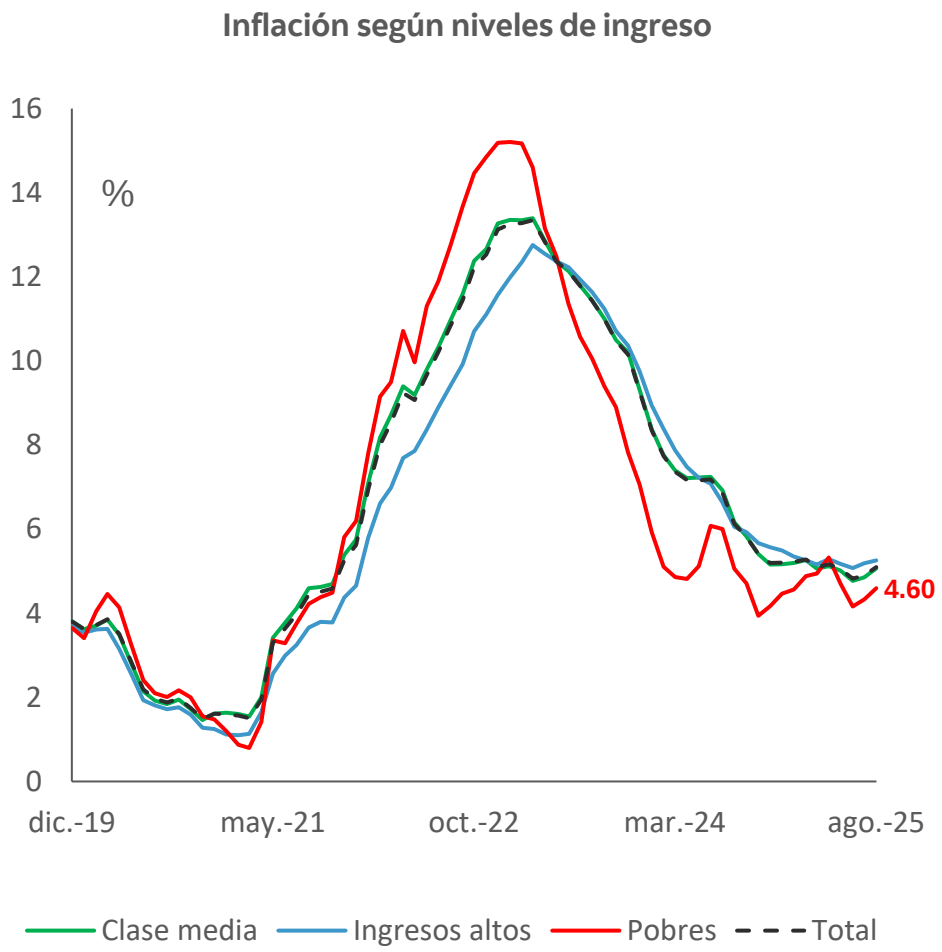
(Contribución por componentes)



Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

Expectativas de Salario Mínimo 2026

El incremento en el salario mínimo anticipado por algunos anuncios de gobierno para 2026 podría ser significativamente superior al técnicamente esperado (+6,7% = 5,19% inflación 2025 + 1,5% esperado PTF 2025) y se consolidaría como el mayor incremento real de últimos 20 años.



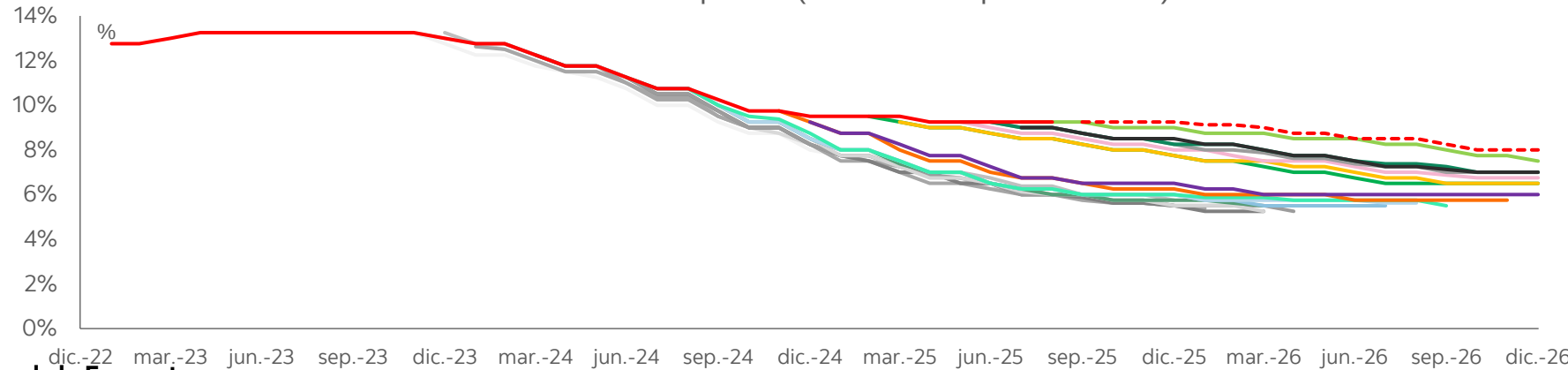
Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

Política Monetaria – Tasas de Interés

La consistencia y gradualidad de la junta implicaría una senda de tasas más alta.

Pese a que el ciclo de recortes de tasas de interés ha sido más lento de lo esperado, la visión de mediano plazo sigue siendo de tasas más bajas.

Evolución Expectativas Banrep
Encuesta Banco de la República (Oct- 2023 /Septiembre 2025)



Fecha de la Encuesta

- Mar-24
- Nov-24
- Jun-25
- May-24
- Dec-24
- Jul-25
- Jun-24
- Feb-25
- Aug-25
- Jul-24
- Mar-25
- Sep-25
- Aug-24
- Apr-25
- Observada
- Sep-24
- May-25

Ingreso a la junta

German Ávila Plazas

Laura Moisés-Elicabide

Marzo 2025
Min.Hacienda

Febrero 2025

César Augusto Giraldo-Giraldo

Febrero 2025

Olga Lucía Acosta Navarro

Enero 2023

Bibiana Taboada

Febrero 2021

Mauricio Villamizar

Febrero 2021

Leonardo Villar

Noviembre 2024 – Reelecto

More Dovish

Neutral

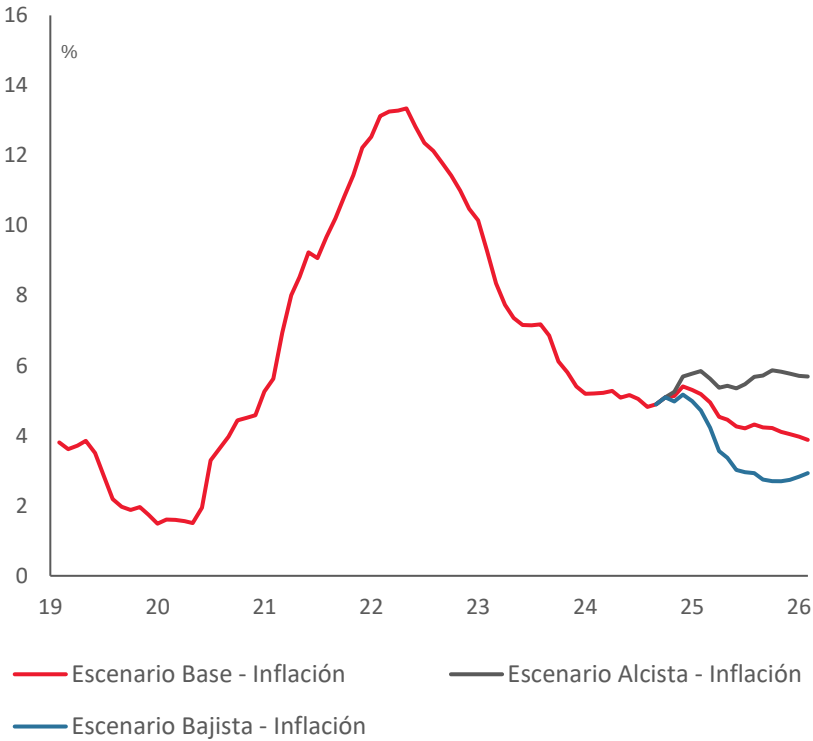
More Hawkish

Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatria Economics.

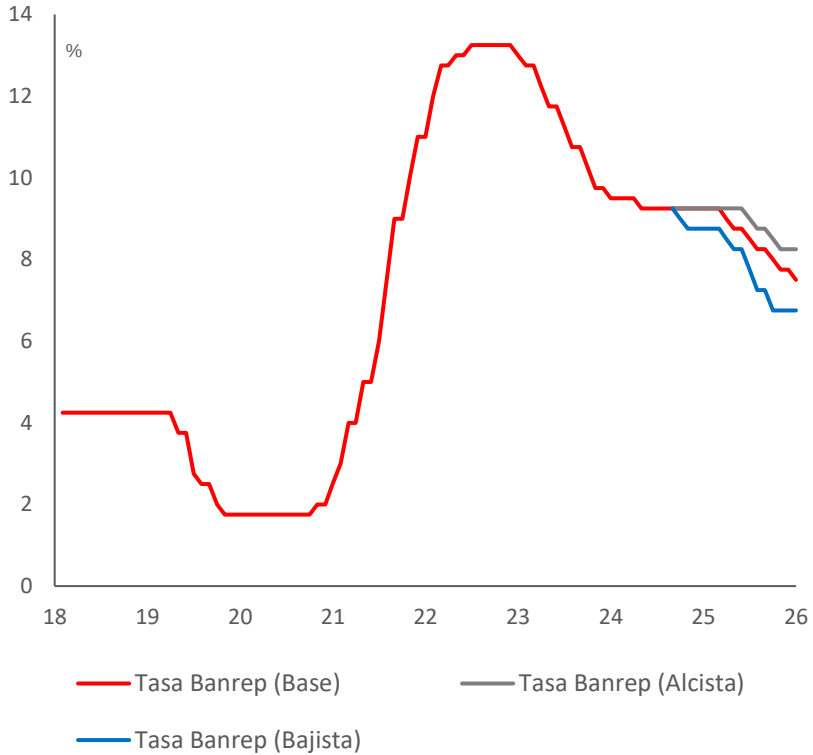
Política monetaria : El escenario de riesgos podría implicar un retraso significativo en la llegada a niveles neutrales de las tasas de interés.

Los escenarios de riesgo contemplan un reverso parcial del ciclo de recortes ante los riesgos internacionales y de inflación.

Expectativas de Inflación



Expectativa de tasas de interés.

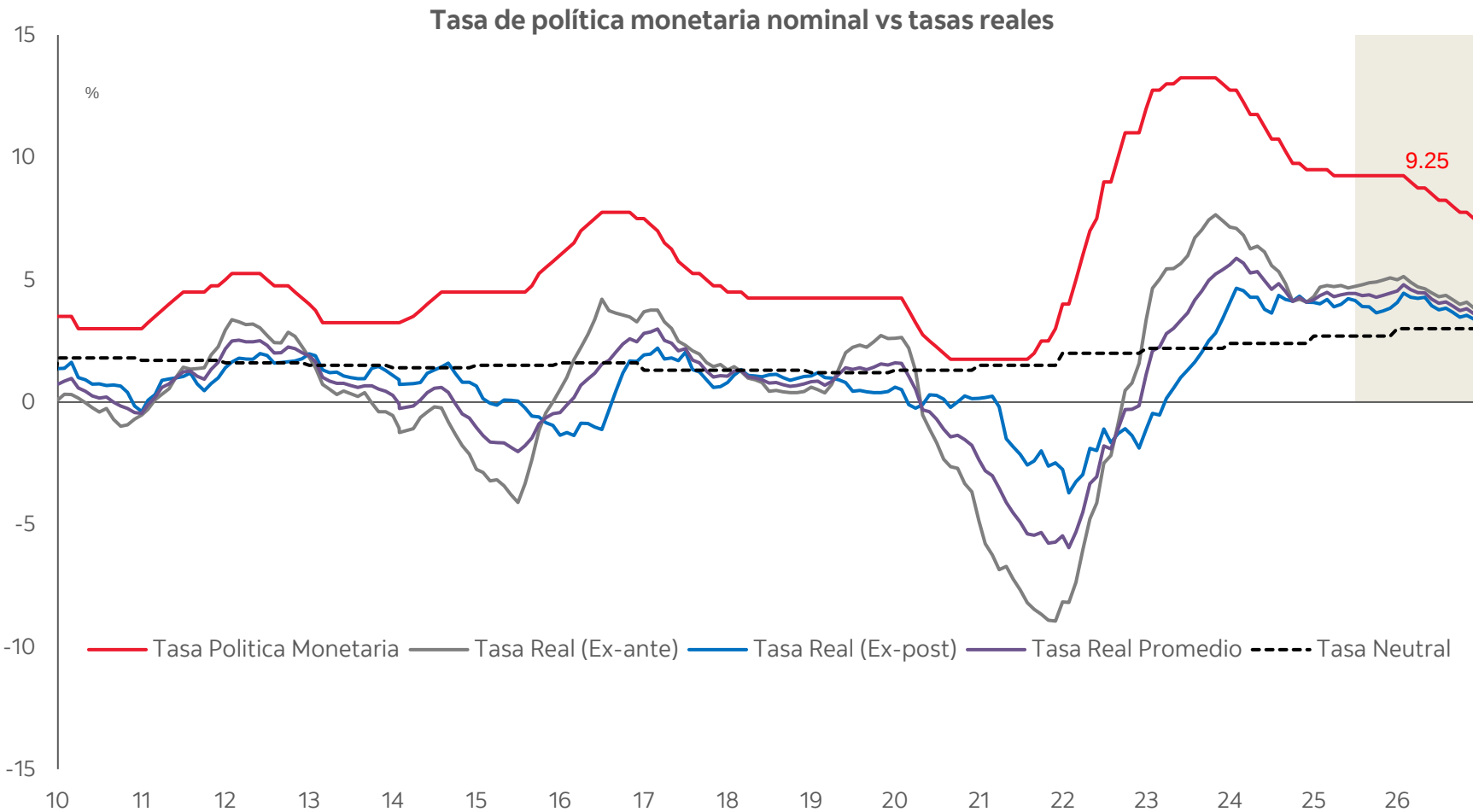


	2025												2026											
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	dic
Tasa de interés	9,50	9,50	9,50	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,25	9,0	8,75	8,75	8,50	8,25	8,25	8,0	7,75	7,75	7,50
Inflación	5.22	5.28	5.09	5.16	5,05	4,82	4,90	5.10	5.13	5.40	5.31	5.19	4.95	4.54	4.46	4.26	4.21	4.32	4.24	4.22	4.11	4.05	3.97	3.89

Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatría Economics.

La rigidez en la inflación requeriría un entorno de tasa real contractiva.

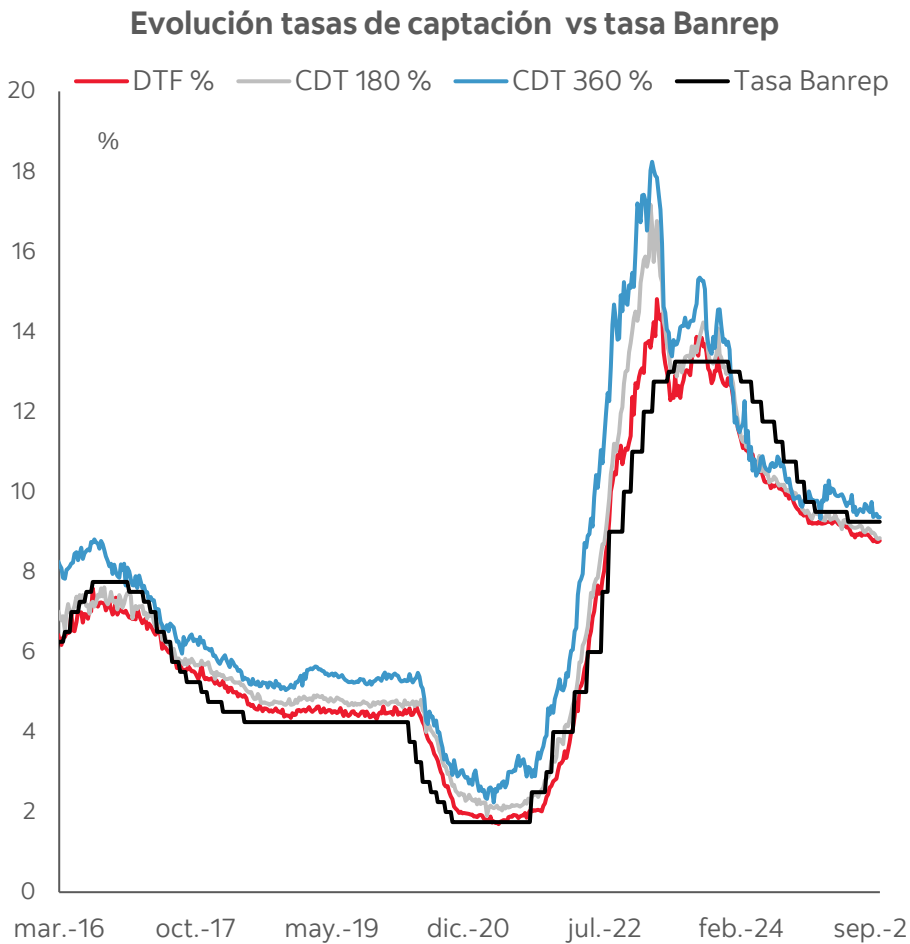
El panorama apunta a una reducción de tasas muy gradual, las tasas neutrales se alcanzarían luego del 2026



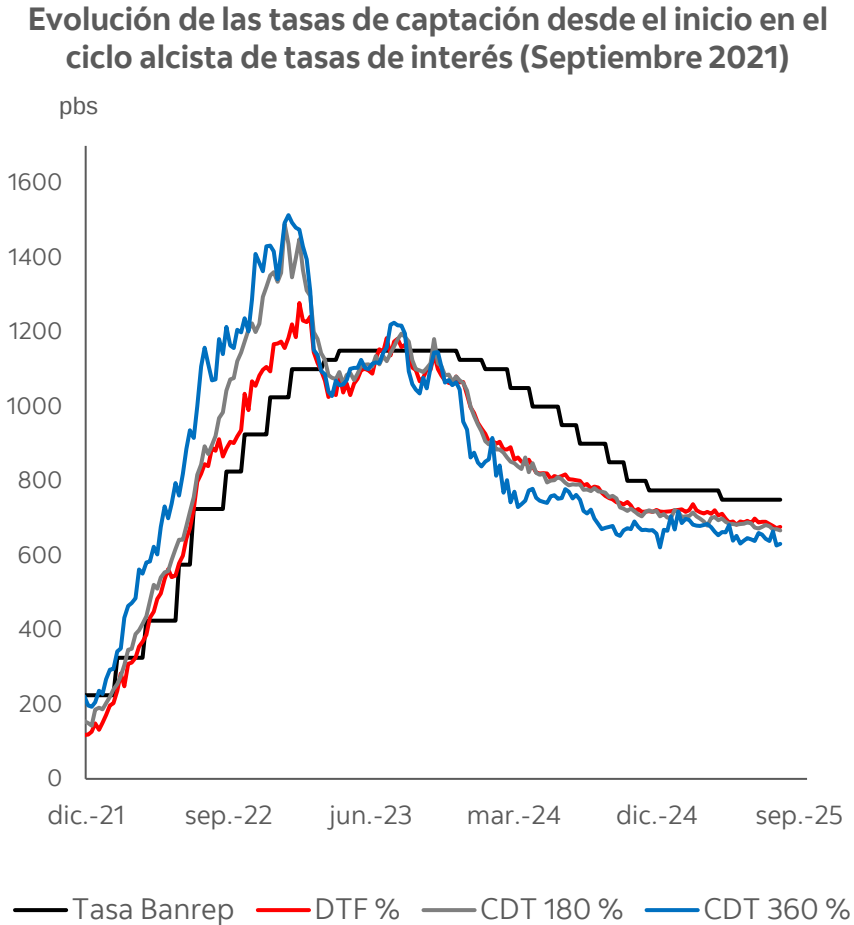
Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatría Economics.

CDTS captación – Colocación – demanda crédito

Las tasas de captación se mantienen relativamente estables evaluando las expectativas de una tasa de referencia que permanecería alta por más tiempo de lo inicialmente previsto



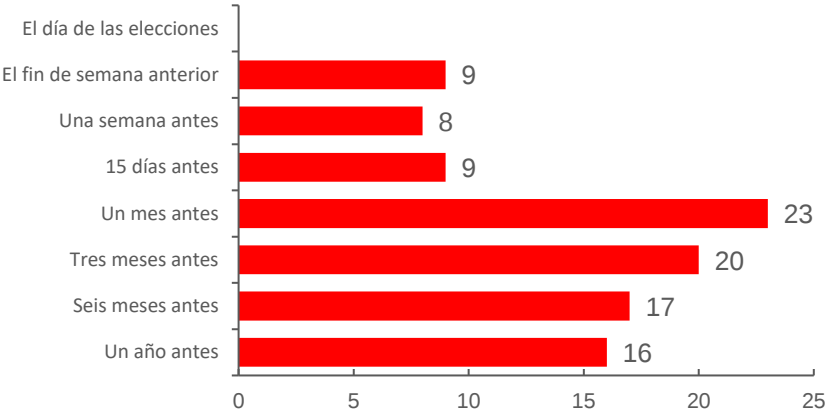
Fuente: Banrep, Scotiabank Economics



Gobierno y Política fiscal

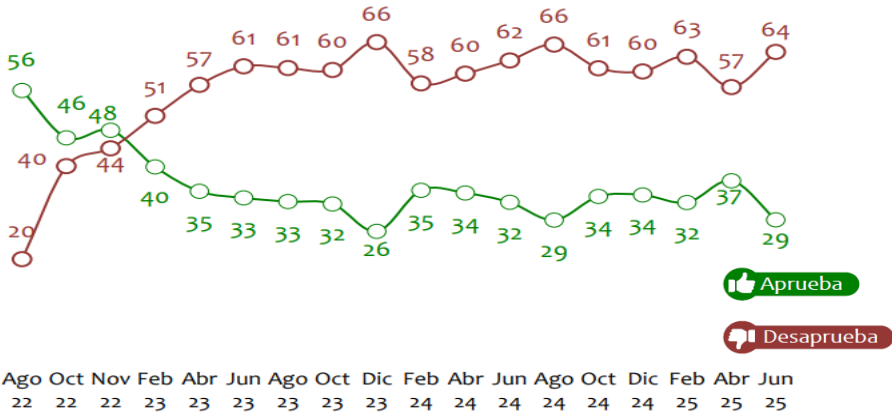
Elecciones 2026: Las condiciones fiscales serán el mayor reto.

¿En qué momento deciden los colombianos su voto para cualquier elección popular?



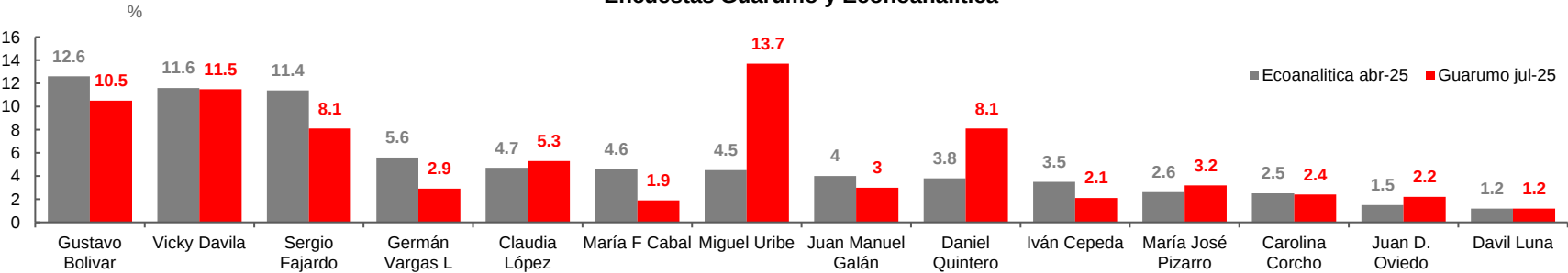
Fuente: Polimetrica – Mayo 2025

Evolución aprobación Presidente Gustavo Petro



Fuente: Invamer – Junio 2025

Intención de voto Encuestas Guarumo y Econoanalítica



Fuentes: Guarumo (July 2025) / Econoanalítica (April 2025)

	Octubre - 2025	Diciembre 2025	Enero 31 a Marzo 31 /2026	Marzo 8 de 2026	Mayo 31 / Junio 21 2026
Fechas Clave	Definición de liderazgos en partidos de opoción	Deadline para optar por votaciones primarias	Inscripción de Candidatos	Elecciones de Congreso Elecciones Primarias	Primera / Segunda Vuelta Presidenciales

IZQUIERDA

Camilo Romero

Exgobernador / Exembajador de Argentina

Carolina Corcho

Exministra de Salud

Carlos Caicedo

Exgobernador Magdalena

Daniel Quintero

Exalcalde de Medellín

Gustavo Bolivar

Exdirector del DPS

Maria José Pizarro

Senadora del Pacto Histórico

Susana Muhammad

Exministra de Ambiente

Luis Gilberto Murillo

Exembajador de EEUU

Mauricio Lizcano

Exministro TIC

Roy Barreras

Exembajador de Londres

CENTRO

Claudia Lopez

Exalcaldesa de Bogotá

Sergio Fajardo

Excandidato Presidencial

Juan Manuel Galán

Exsenador

Juan Daniel Oviedo

Exdirector del DANE

Alejandro Gaviria

Excandidato Presidencial

Maurice Armitage

Exalcalde de Cali

Luz Maria Zapata

Exdirectora de Asocapitales

CENTRO- DERECHA

Abelardo de la Espriella

Abogado

Daniel Palacios

Exministro del Interior

David Luna

Excongresista

DERECHA

German Vargas Lleras

Exministro del Interior

Vicky Dávila

Exdirectora de la revista Semana

Jota Pe Hernández

Senador

Paloma Valencia

Senadora

Maria F. Cabal

Senadora

Paola Holguin

Senadora

Andrés Guerra Hoyos

Senador

SIN DEFINIR

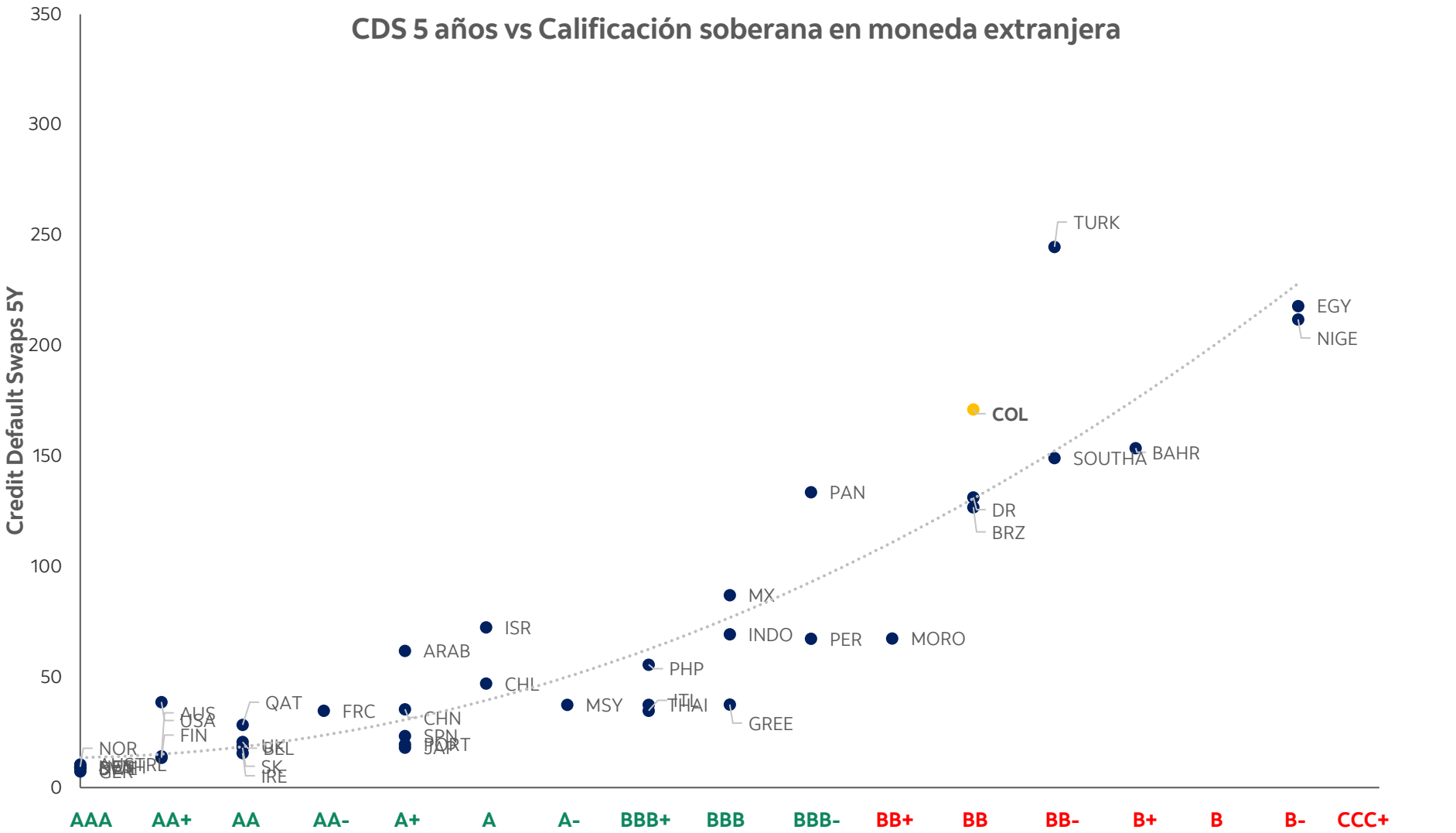
Mauricio Cardenas

Exministro de Hacienda

Santiago Botero

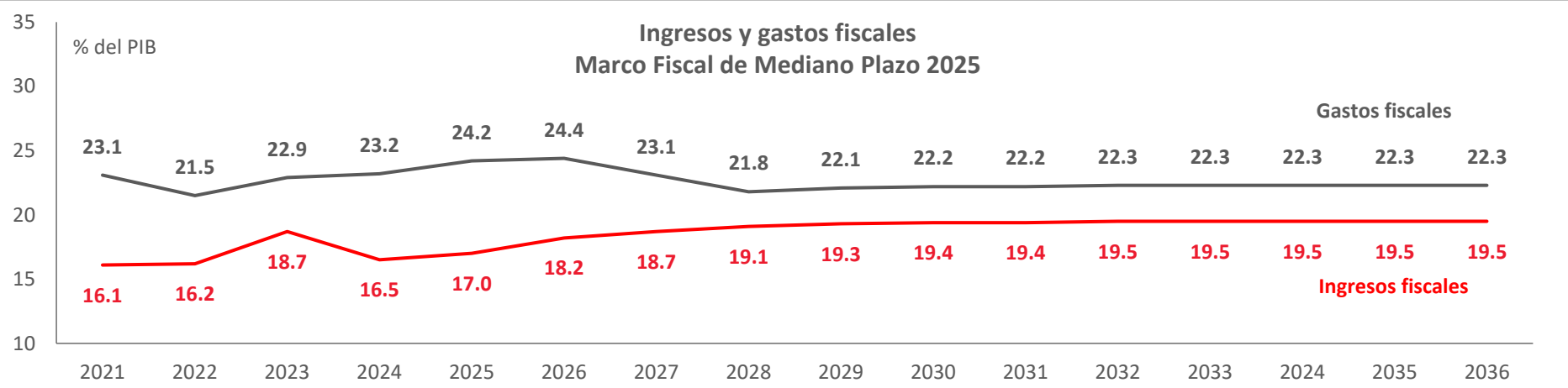
Empresario

Previo a elecciones y en medio de incertidumbre en las cuentas fiscales, el riesgo de crédito de mediano plazo es significativamente superior a países con calificaciones crediticias similares



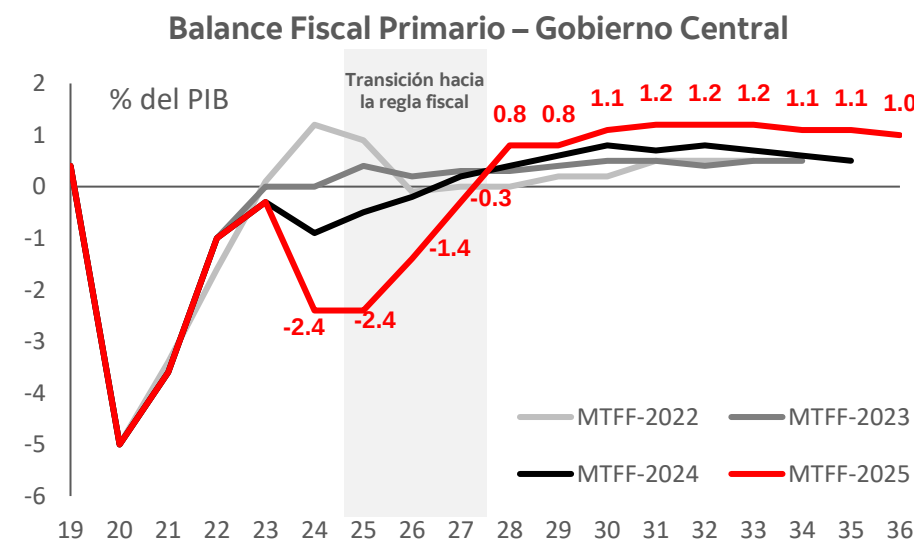
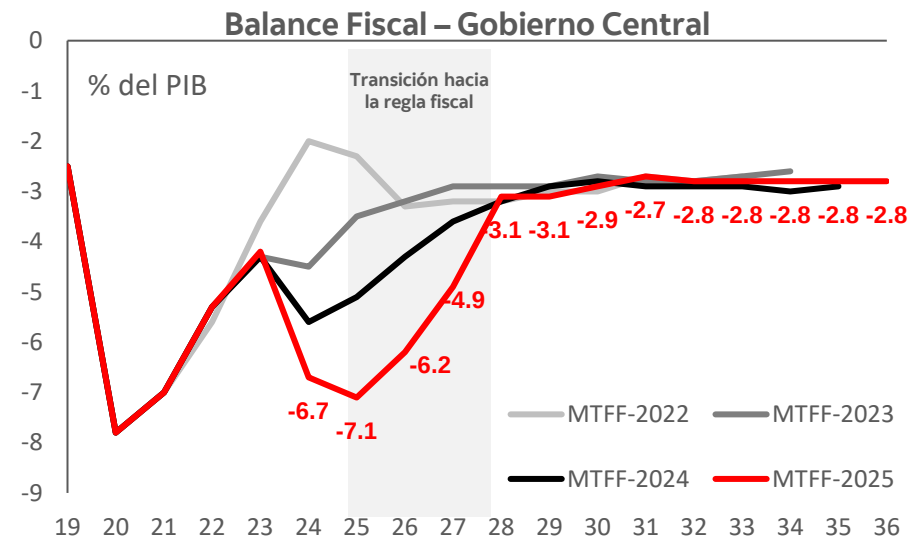
*Actualizado al 17 de septiembre de 2025.
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics

La credibilidad en las proyecciones de ajuste fiscal es baja.



El ajuste propuesto para la transición hacia la regla fiscal comprende una **reforma a los ingresos a través de una reforma tributaria por COP 19 bn, y reformas a los gastos inflexibles.**

El gobierno espera que, de alcanzarse los objetivos propuestos en ingresos y gastos, se lograría retomar el mecanismo de regla fiscal desde 2028 junto con **superávits primarios.**



Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Economics.

La estrategia de financiamiento para 2025 se está poniendo a prueba.

Fuentes y Usos 2025					
Fuentes (COP bn)	Plan Financiero 2025 (Proyección febrero)	MFMP 2025 (Proyección actual)	Usos (COP bn)	Plan Financiero 2025 (Proyección febrero)	MFMP 2025 (Proyección actual)
	137,3	193,9		137,3	193,9
Desembolsos	104,7	119,4	Déficit a Financiar	90,8	129,6
Fuentes externas (USD 8.1 MM)	35,9	(USD 9.0 MM) 38,6	Intereses Internos	65,1	66,0
Bonos	(USD 3.6 MM) 15,9	(USD 6.0 MM) 25,6	Intereses Externos (USD 4.87 MM)	21,3	(USD 4.63 MM) 19,8
Multilaterales	(USD 4.5 MM) 19,9	(USD 2.0 MM) 8,7			
Comerciales y otros		(USD 1.0 MM) 4,2			
Fuentes internas	68,8	80,8	Amortizaciones	34,9	32,9
Subastas TES	45,0	58,0	Externas (USD 4.75 MM)	20,7	(USD 4.84 MM) 20,5
TES verdes	1,5	1,5	Internas	14,1	12,4
Entidades Públicas	17,0	15,0			
Tender + ETF		1,0	Pago Obligaciones (Sentencias, Salud, Otros)	1,0	1,2
Bonos Pensionales	3,90	3,91			
Pago de obligaciones con TES	1,4	1,4			
Operaciones de Tesorería	-2,1	40,7	Pago de Obligaciones con TES	1,4	1,4
Bonos de corto plazo (TCO)	-0,7	16,1	ANI	0,5	0,5
Fondos Administrados	-9,4	4,6	FOMAG	0,9	0,9
Repos, simultáneas, Préstamos CP	8,0	20,0			
Ajustes por Causación	18,6	17,7	Disponibilidad Final	9,2	28,8
Disponibilidad Inicial	16,1	16,1	En COP	6,5	20,5
En COP	3,6	3,6	En moneda extranjera	2,6	8,3
En moneda extranjera (USD 2.8 MM)	12,4	(USD 2.8 MM) 12,4			

La **estrategia de financiamiento** comprende:

- COP 12 bn en mayores subastas de deuda pública, principalmente en COLTES. Prefinanciamiento de 2026
- COP 3 bn en mayores necesidades de financiamiento externo. Las multilaterales ya no están de nuestro lado.
- **La estructura de operación de repos ya no se considera una fuente, sino una estrategia de manejo de deuda**

Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Economics.

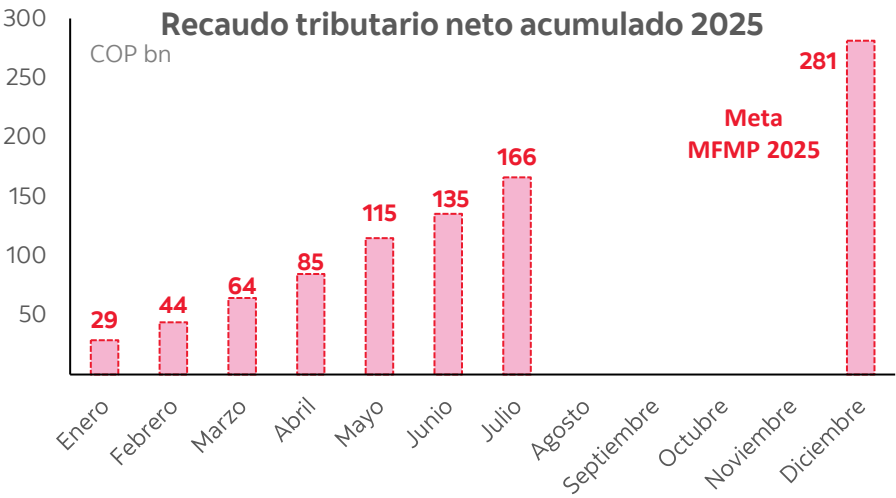
Para 2026 se avizoran más señales de altas necesidades de financiamiento.

Uses and Sources 2026									
Sources (COP tn)		MTFF-2025	PGN 206 (Current Projections)		Uses (COP tn)		MTFF-2025	PGN 206 (Current Projections)	
		171.5	176.5				171.5	176.5	
Disbursements		110.4	143.0		Fiscal Deficit		119.6	119.6	
Foreign Sources	(USD 9.1 bn)	40.0	(USD 13.1 bn)	57.7	Primary balance		28.0		38.0
Bonds	(USD 5 bn)	22.0	(USD 9 bn)	39.7	Local interests		67.8		57.8
Multilaterals	(USD 2.6bn)	11.4	(USD 2.6 bn)	11.4	External interests	USD 5.67 bn)	23.9	(USD 5.7 bn)	23.9
Commercials	(USD 1.5bn)	6.61	(USD 1.5 bn)	6.6	Other net uses in USD	(USD 378 m)	1.7	(USD 3.38 bn)	14.9
Local Sources		70.3		85.3	Amortizations		25.3	25.3	
COLTES Auctions		60.0		65.0	External	(USD3.92 bn)	17.3	(USD 3.92 bn)	17.3
Green bonds		1.0		1.0	Local		8.0		8.0
Public Entities		4.5		14.5	Payment of obligations with debt serv		1.5	1.5	
Pensional bonds		4.50		4.50	Overdue Cour rulings		1.5		1.5
Payments with COLTES		0.3		0.3	Payment of obligations with TES		0.3	0.3	
Treasury operations		13.3	217.0		ANI		0.3		0.3
Short-term bonds (TCO)		3.5		3.5	Final availability		24.8	29.8	
Government Managed Funds		4.8		-3.3	COP		20.2		20.8
Repo operations		5.0			Foreign currency	(USD 1.05bn)	4.6	(USD 2.05 bn)	9.0
Accrual Adjustments		19.0	8.5						
Initial availability		28.8	24.8						
COP		20.5		16.4					
Foreign currency	(USD 1.95 bn)	8.3	(USD 1.95 bn)	8.3					

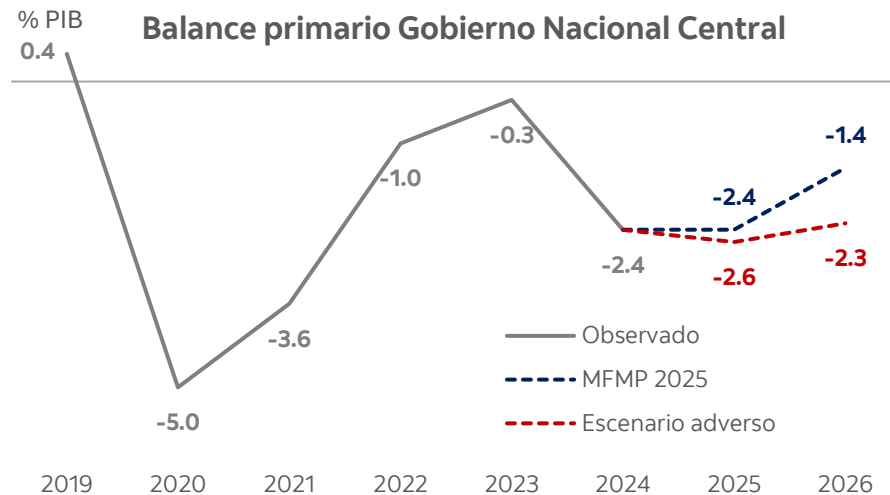
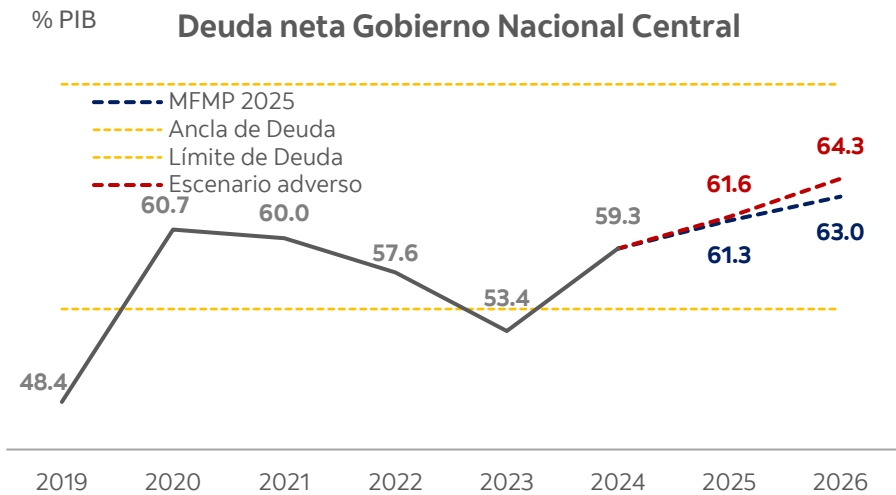
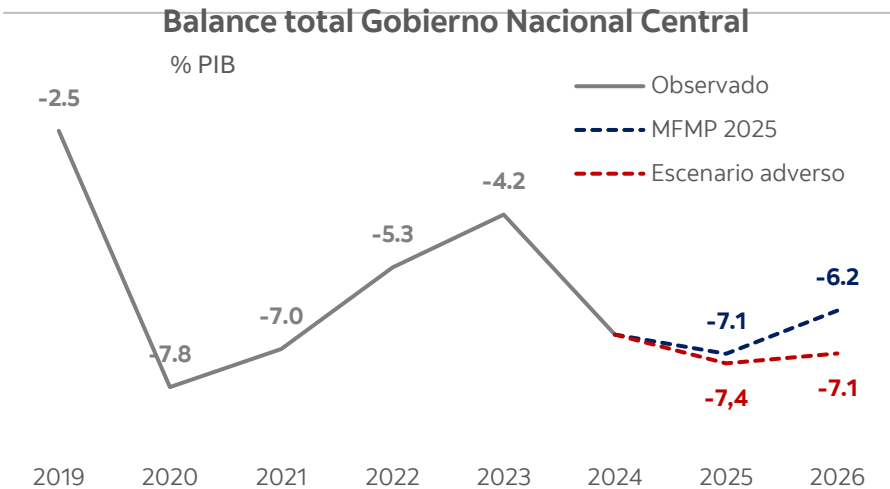
Source: MTFF 2025, PGN 2026, Scotiabank Colpatría Economics

En 2025 y 2026 el déficit fiscal sería superior a lo estimado por el Gobierno nacional lo que conllevaría a mayores necesidades de financiamiento.

El Gobierno nacional **ajustó sus ingresos tributarios esperados para 2025**. Para 2026 el panorama sería retador.



En ausencia del ajuste fiscal esperado para 2026, el déficit fiscal se incrementaría en COP 19 bn desde el 6,2% del PIB esperado hasta el 7,1%.



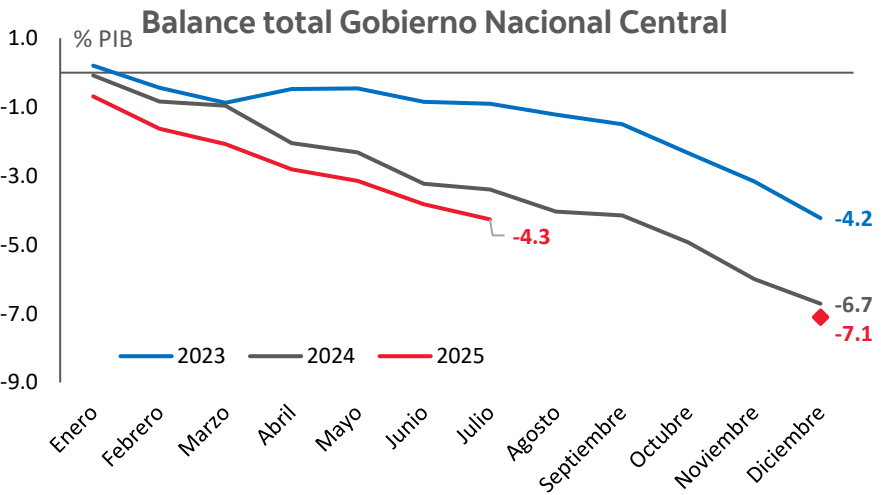
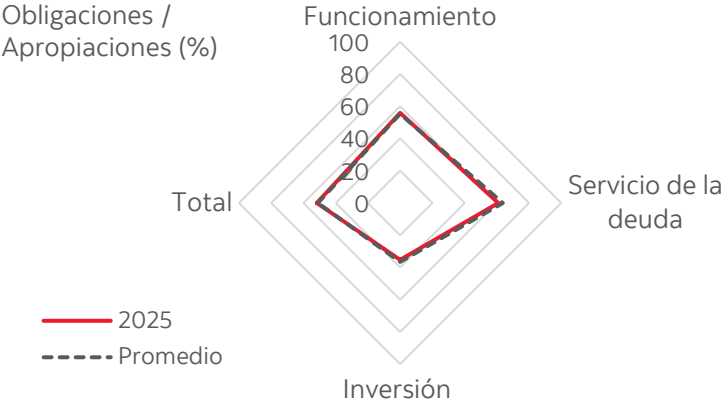
Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Colpatría Economics

Parte de la estrategia para mitigar el alto déficit fiscal evidenciado estaría en retrasar la ejecución presupuestal, principalmente en rubros de inversión.

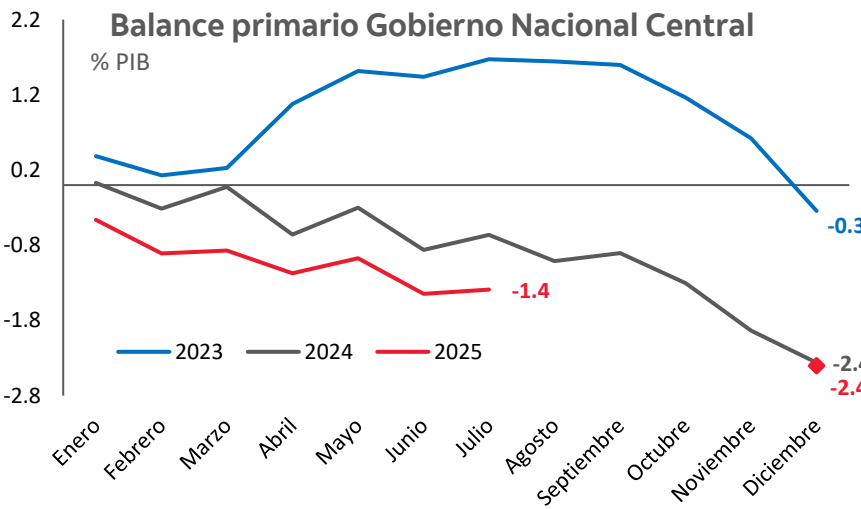
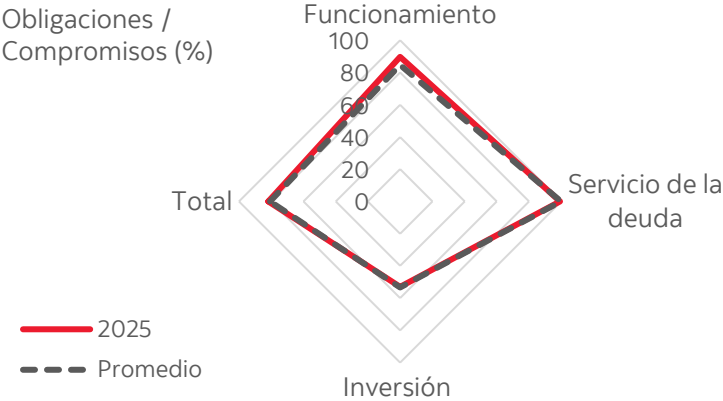
La ejecución presupuestal (sin deuda) a corte de agosto de 2025 se ubicó en 51% donde la **inversión** presenta el mayor **rezago**.

Entre enero y julio de 2025 el déficit primario (sin intereses) fue de COP 25 bn (1,4% del PIB).

Ejecución PGN a corte de agosto

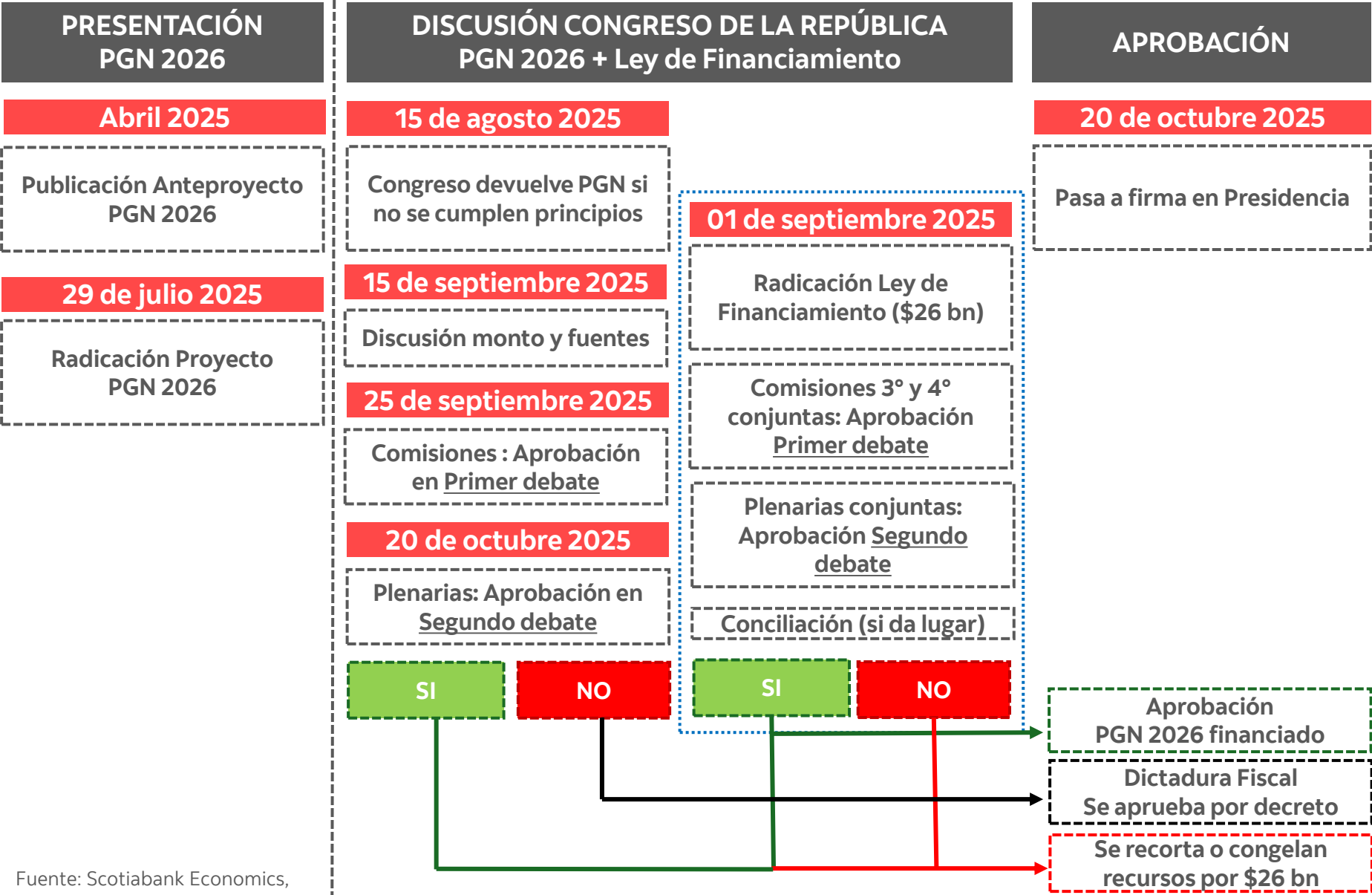


Rezago presupuestal a corte de agosto



*Promedio entre 2019 y 2024 a corte de agosto.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Colpatría Economics

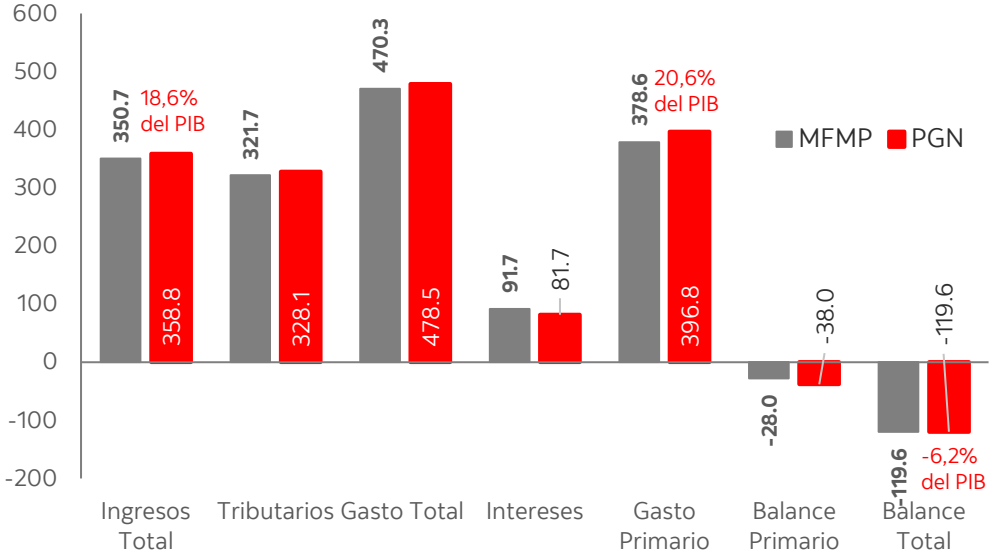
Las diferentes críticas al escenario fiscal planteado por el Gobierno han retrasado la discusión del PGN 2026, por lo que es posible repetir la dictadura fiscal del año anterior.



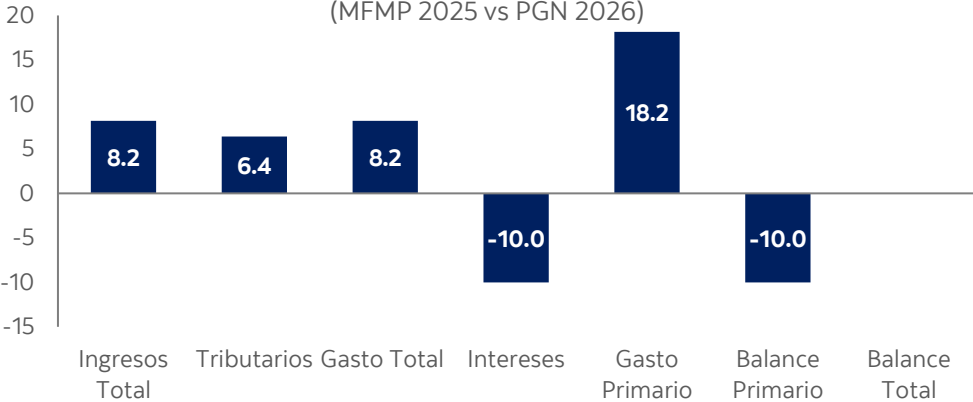
Fuente: Scotiabank Economics,

Los cambios propuestos en el PGN 2026 contemplan un mayor gasto primario como resultado de la reducción en el pago de intereses.

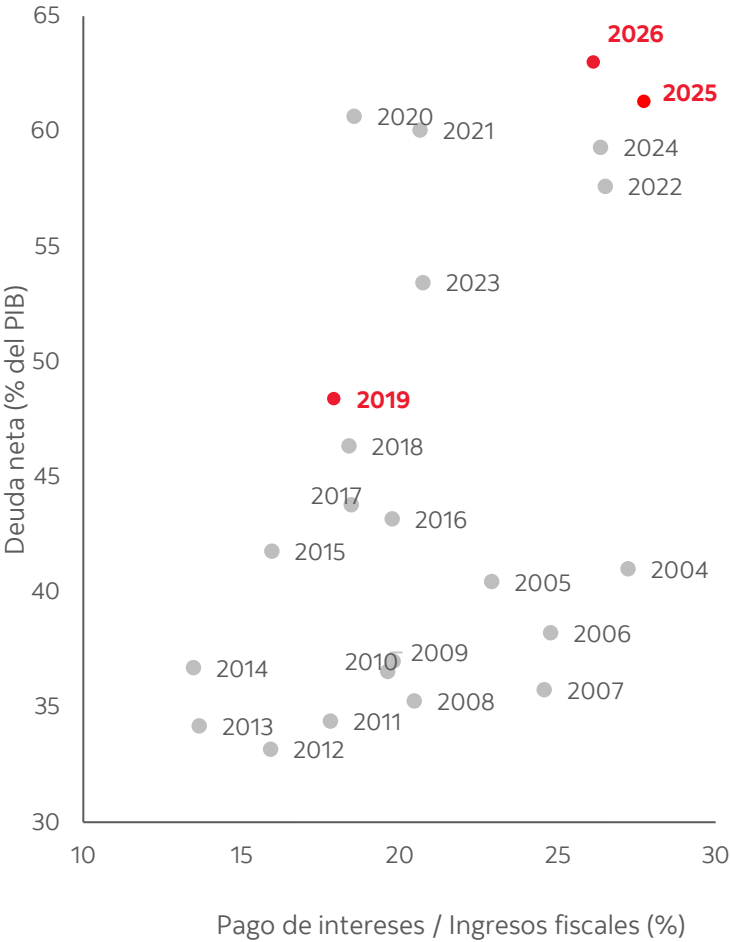
Comparación ingresos y gastos del 2026
(MFMP 2025 vs Presupuesto General de la Nación 2026)



Diferencia de ingresos y gastos proyectados para 2026
(MFMP 2025 vs PGN 2026)

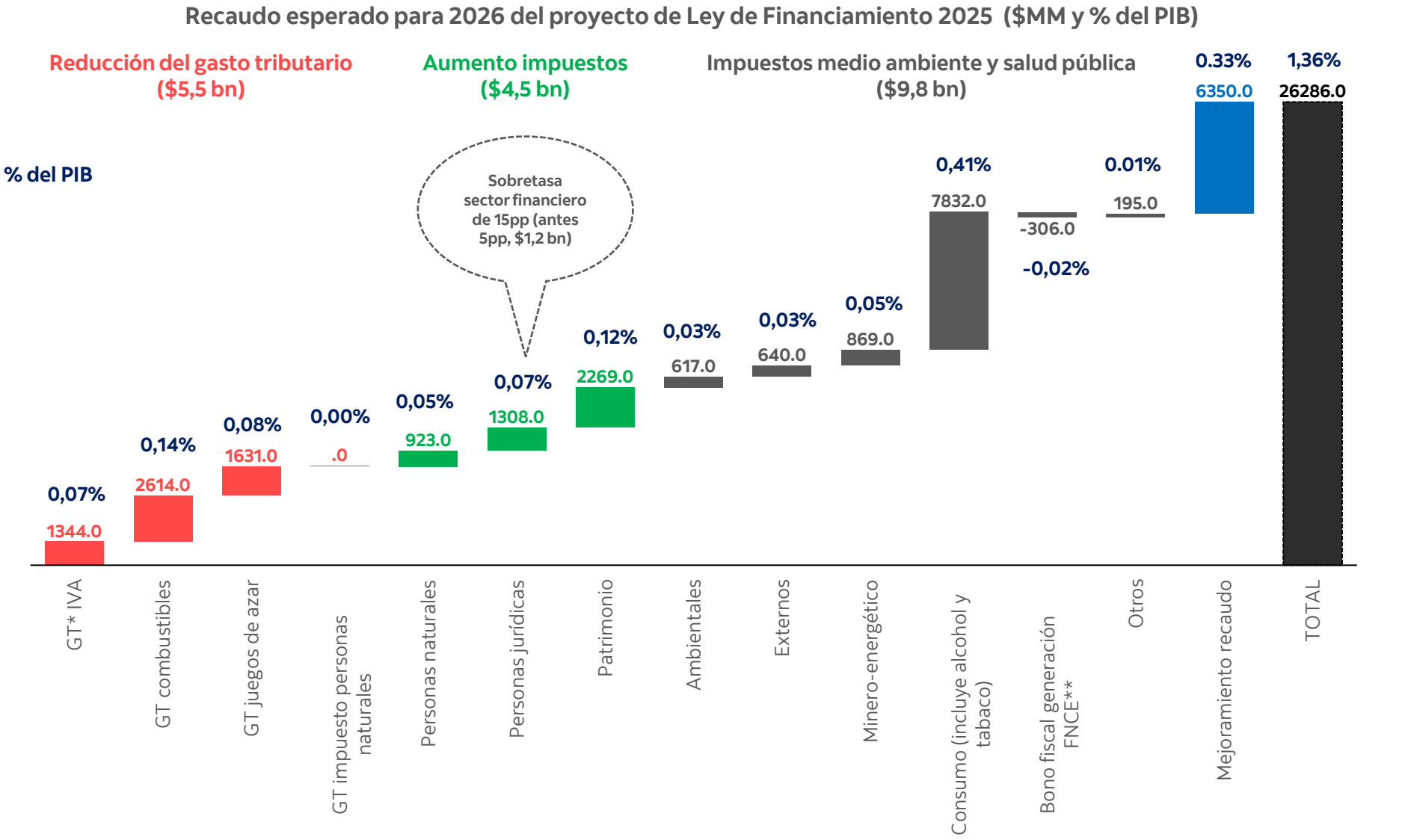


Perfil deuda vs Intereses
Colombia



Fuente: MFMP 2025, PGN 2026, Scotiabank Economics,

Con la ley de financiamiento radicada se pretende recaudar \$26 bn (1,3% del PIB) para financiar parte del PGN 2026.

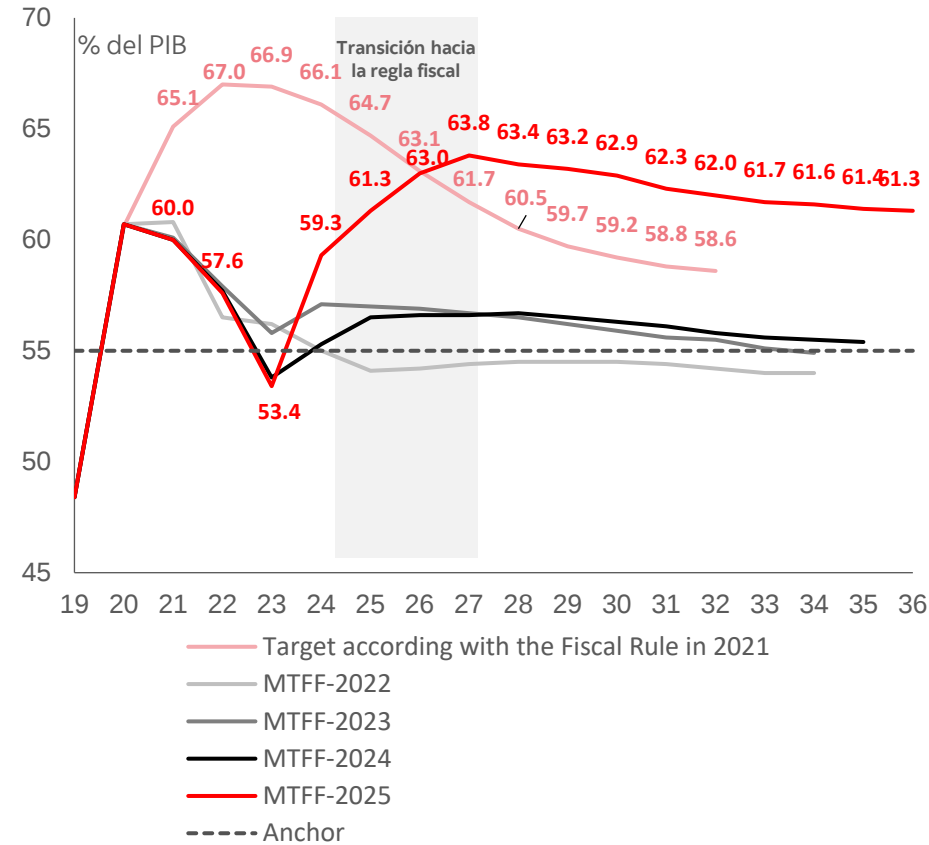


*Gasto Tributario: Definido como las deducciones, exenciones y tratamientos tributarios especiales.
**FNCE: Fuentes no convencionales de energía.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Colpatría Economics.

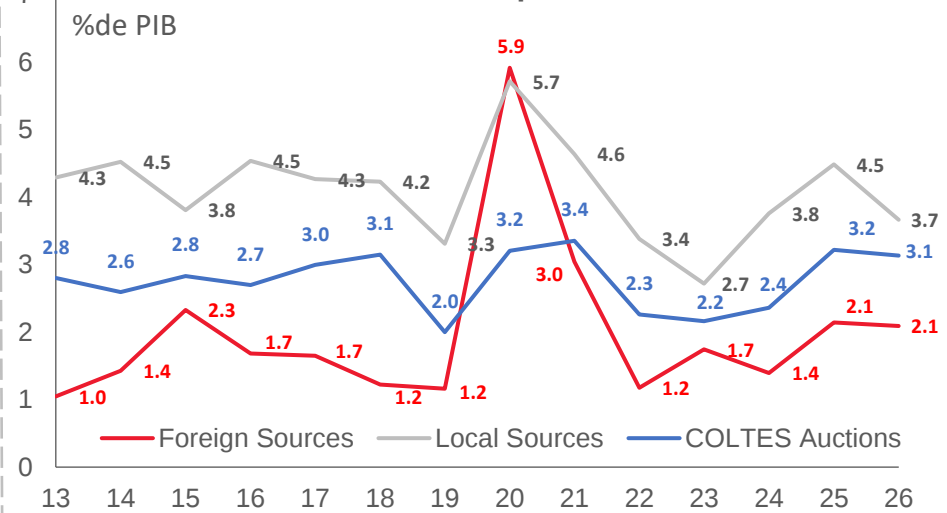
La deuda pública alcanzaría máximos históricos y cercanos al límite del 70% si no hay cambios estructurales.

- La carga de la deuda se incrementaría significativamente en medio de dificultades para agilizar el recaudo tributario en el corto plazo.
- No obstante, las fuentes de financiación como porcentaje del PIB se mantendrán en el rango de tolerancia de los mercados

Deuda Neta del Gobierno Central



Financiamiento por fuente



Agencia Calificadora
FitchRatings
S&P Global
MOODY'S

Riesgo Crediticio
BB+
BB
Baa3

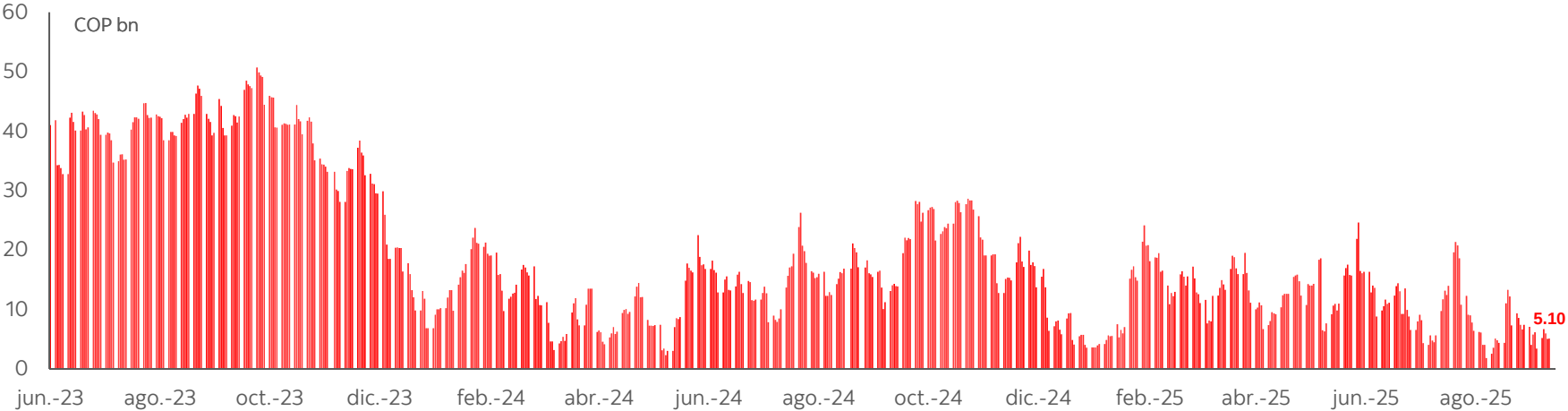
Perspectiva
Negativa
Negativa ↓
Estable ↓

Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Economics,

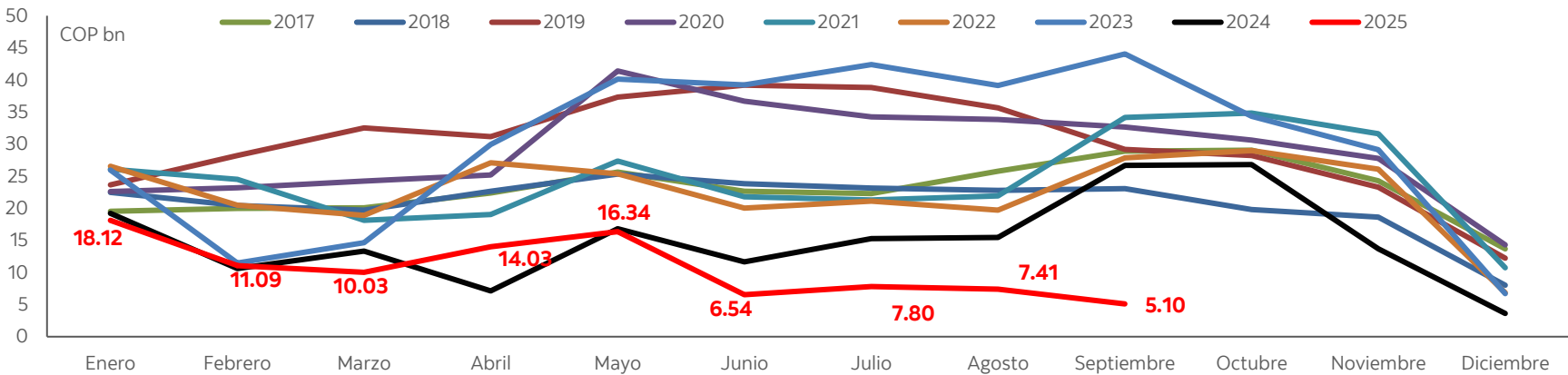
La baja liquidez del Gobierno nacional amerita la diversificación de fuentes de financiamiento que soporten el escenario de gasto planteado para 2026.

La caja del Gobierno nacional está en mínimos históricos en medio de la recompra de deuda pública por parte de Crédito Público.

Saldo de Disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional en el Banco de la República



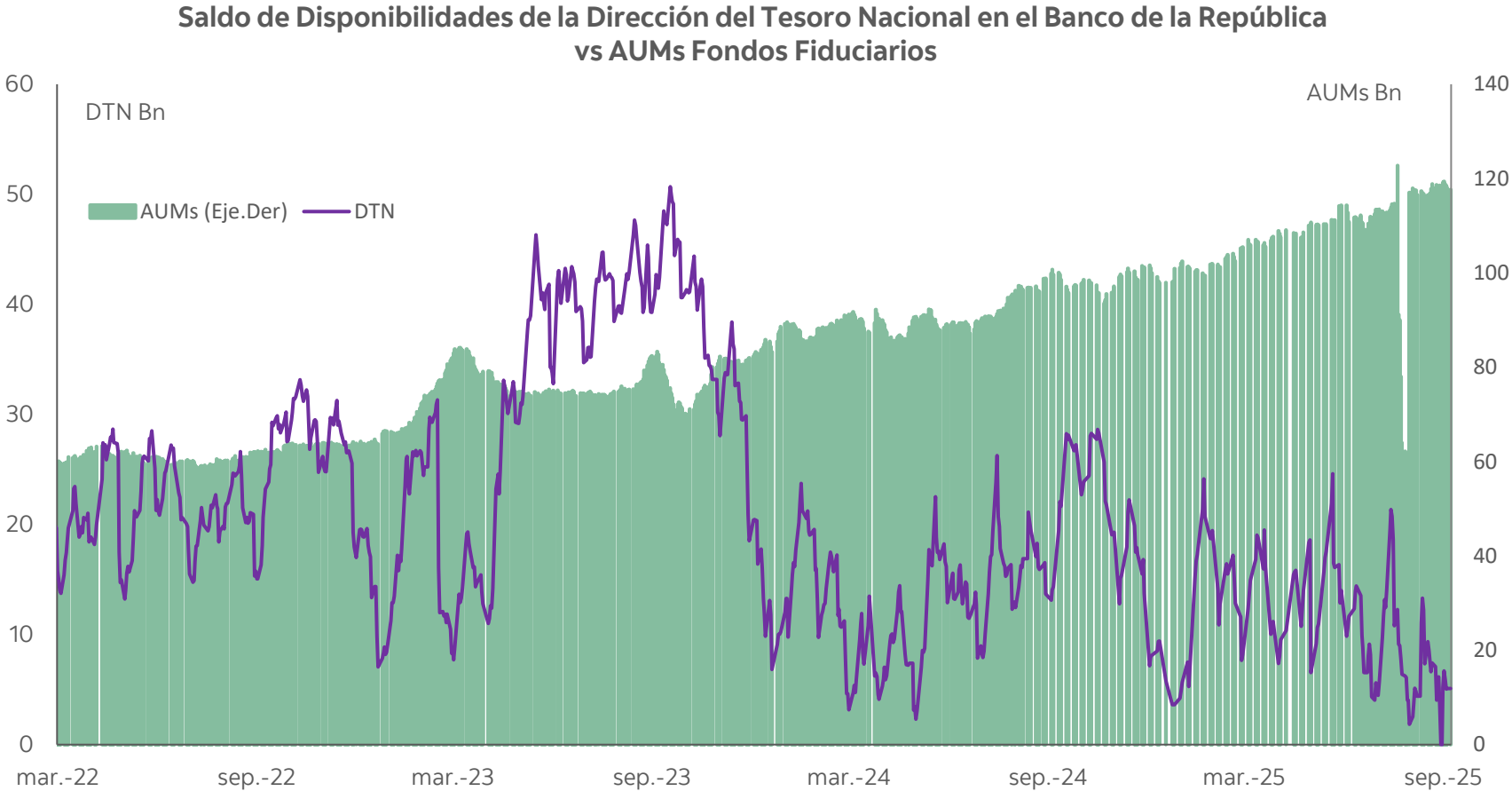
Evolución del saldo de las diponibilidades por año



Fuente: Banrep con corte al 15° de Agosto de 2025, Scotiabank Colpatria Economics.

La baja liquidez del Gobierno nacional amerita la diversificación de fuentes de financiamiento que soporten el escenario de gasto planteado para 2026.

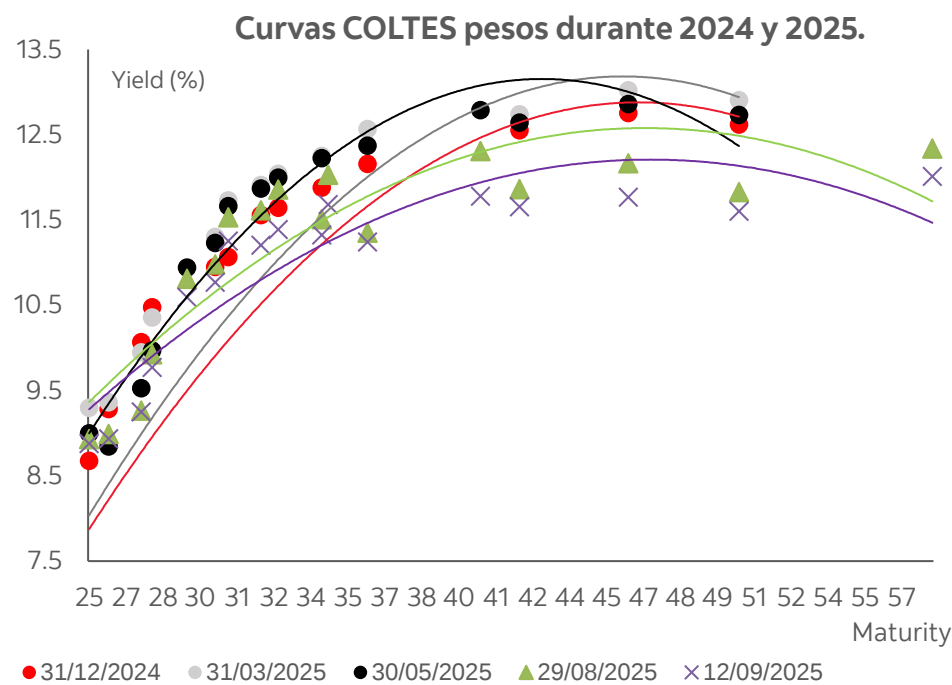
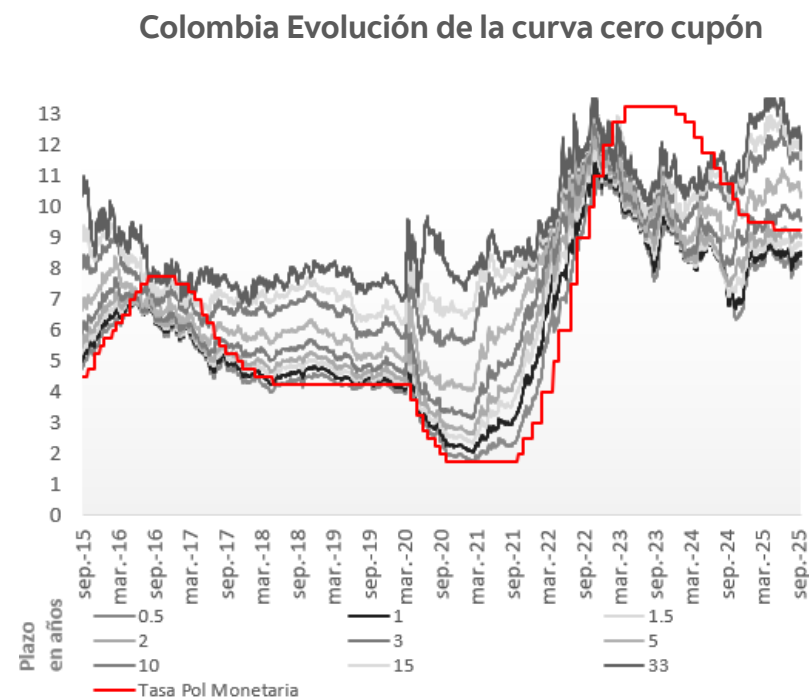
El saldo de recursos de la Nación en el BanRep ha disminuido a medida que los recursos en fiducias se mantienen relativamente estables



Fuente: Asofiduciarias, BanRep, Scotiabank Economics,

Renta fija

La renta fija sería el reflejo de los riesgos fiscales



Cambio Neto de las tenencias de COLTEs por tipo de agente

Cambio neto en las tenencias de COLTES (COP bn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
Fondos de Pensiones	2,3	4,8	6,5	4,9	10,7	17,3	7,7	6,4	3,3	33,8	41,3	17,6
Bancos Comerciales	0,2	2,2	-0,7	7,1	4,8	0,9	7,1	5,7	4,0	-0,5	28,8	23,1
Fondos Extranjeros	18,5	6,9	21,0	10,2	9,6	-1,0	10,9	11,3	19,4	-10,4	-4,7	4,4
Ministerio de Hacienda	1,7	4,2	-1,5	-3,7	12,6	-8,1	-3,9	1,2	-2,4	-0,5	-0,6	12,1
Banco de la República	0,0	0,1	8,3	2,2	-4,4	7,6	4,5	13,2	14,0	1,5	-14,7	2,5
Fondos de Inversión Colectivos	-0,1	0,3	-0,1	0,6	1,7	0,7	4,2	-3,3	-1,1	2,5	4,3	9,7
Compañías de Seguros	0,7	0,3	1,9	0,6	2,9	0,7	1,7	6,2	12,5	14,6	17,6	12,3

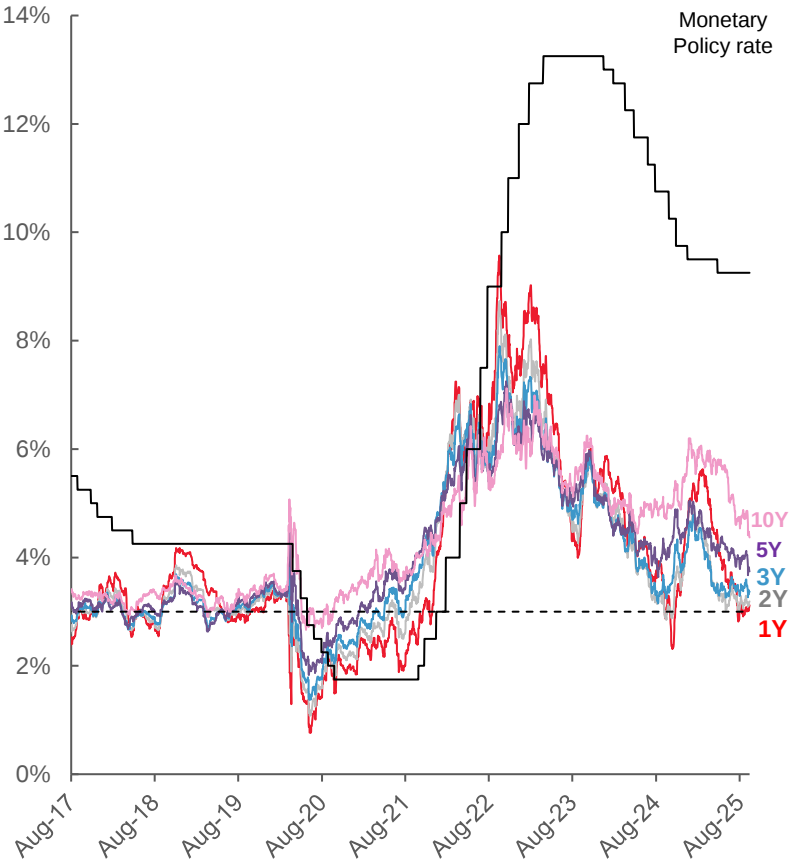
*Año corrido a Agosto 2025

Fuente: Precia Bloomberg, Min Hacienda, Scotiabank Economics

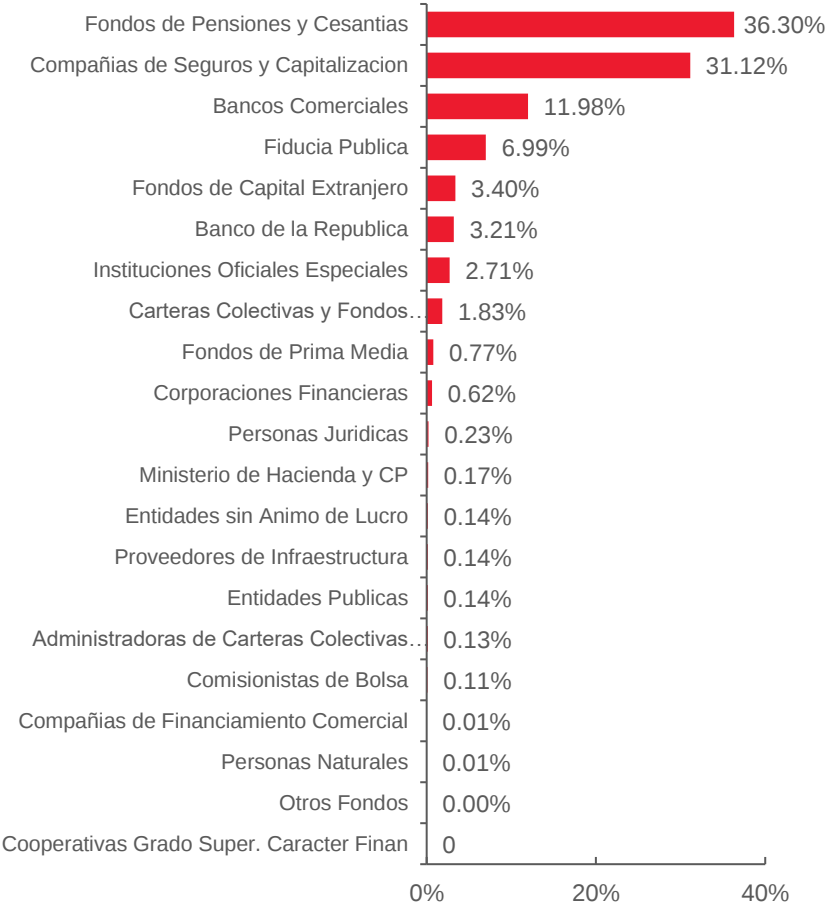
Las expectativas de inflación medidas a través del mercado de renta fija presentan comportamientos dispares.

Los Break-Even Inflation (BEI) promedian el 3,5%. En los nodos de más de 5 años, el BEI supera el 3,7%, mientras que en los plazos inferiores oscila entre el 3,1% y el 3,5%.

BreakEven Inflation vs Tasa de Política Monetaria



Participación por agente en las tenencias de COLTES UVR - Agosto 2025



Fuente: Bloomberg, Ministerio de Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics,

Línea de tiempo de las operaciones ejecutadas por Crédito Público en 2025

Abril 2025	Mayo 2025	Junio 2025	Julio 2025
- Emisión TES COP 2029 y 2040. - Emisión bonos globales 2030 (US\$1,9 mm, 7,5% cupón) y 2035 (US\$1,9 mm, 8,75% cupón) - Cumplida meta de colocación bonos globales 2025	- Rebalanceo portafolios de terceros (reducciones vencimientos TES COP 2025 y 2026) Primer canje: \$2,2 bn en TES COP (dio 29's y recibió 25's y 26's)	- Emisión TCO (jun-26). Segundo canje: \$3,8 bn TES COP (dio 29, 33, 40, 46 y 50s recibió 26s) - Rebalanceo portafolios de terceros (reducción vencimientos TES COP 2025 y 2026) \$3,8 bn en COLTES adquirió Hacienda en junio - Vende US\$147,3 mm en junio	- Sólo se subastan 41's y 55's en TES UVR; salen los 29's. Tercer canje: \$3,19 bn TES COP (recogió 26's y dio, más que todo, 29's) - Emisión nuevas referencias TES UVR 2031 y 2062 Cuarto canje: \$4,8 bn TES UVR (recogió 27's y 29's y dio 31's y 62's) - Emisión nuevas referencias TES COP 35's y 58's - Cupo de colocaciones TCOs 2025 se amplió de \$57 bn a \$67 bn
Julio 2025	Agosto 2025		Septiembre 2025
- Canje Tesorería con portafolios de terceros: \$21 bn - Colocaciones de TES para 2026 aumenta de \$70,3 bn a \$85,2 bn - Colocación \$3,15 bn TCOs fuera de subastas (haircut repos) \$10,51 bn en TES adquirió Hacienda en julio - Compra US\$709,3 mm en julio (US\$2,7 mm en caja)	- Canje Tesorería con portafolios de terceros: \$2,39 bn - Colocación \$6,31 bn en TCOs fuera de subastas (haircut repos) Recompra US\$2,9 mm bonos USD - Canje Tesorería con portafolios de terceros: \$1,95 bn Quinto canje: \$15,4 bn de TES COP (dio 40, recibió 26, 27, 30, 34, 36, 42, y 50s) - Nuevas referencias de TCOs mensual no t/t - Reducción montos de subastas de TES largo plazo (COP y UVR)		- US\$5,4 mm en bonos globales compraron seis bancos internacionales (TRS en francos suizos) - Operaciones de TES y TCOs por \$40 bn en pantallas (operaciones cambiarias por US\$8,4 mm) Emisión 4,1 mm EUR en bonos globales (tasas entre 3,75% y 5,625%) Anuncio sexto canje TES UVR

Fuente: Minhacienda, Scotiabank Economics.

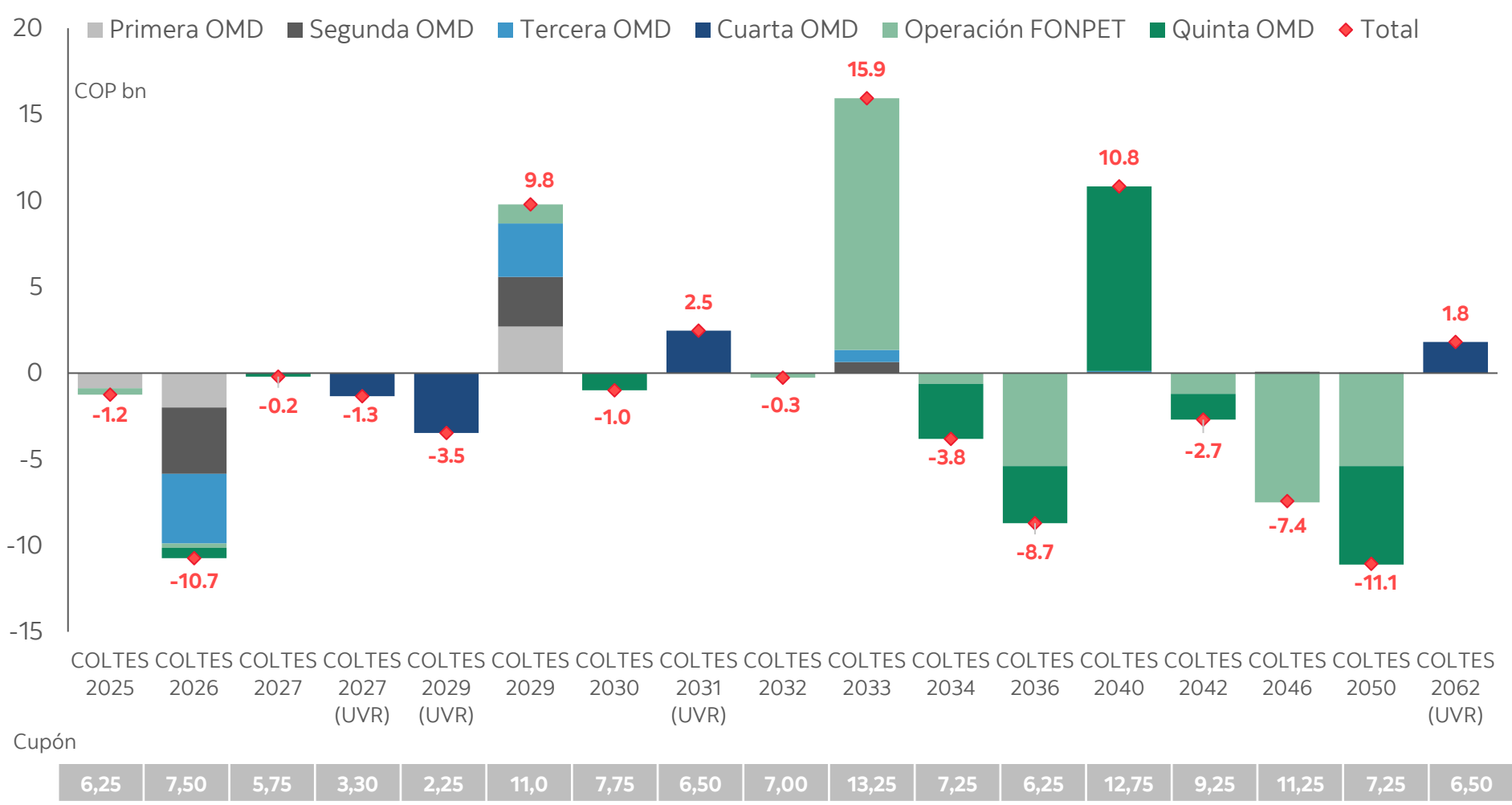
La nueva estrategia de endeudamiento supone el manejo en tres frentes: deuda, liquidez y costos de endeudamiento.

	MANEJO COSTO DE DEUDA EXISTENTE	MANEJO COSTO DE DEUDA NUEVA	RESULTADOS
EXTERNA	1. Recompra bonos USD (2,9 mil mill USD) + 2. Emisión euros (4,1 mil mm EUR) 3. Total Return Swap (TRS): Intercambio de flujos con 6 bancos* (USD 5,4 mil mill)	1. CICP** (7,5 - 2,5 mil mill USD). 2. Reemplazo deuda USD por EUR. 3. Uso limitado de multilaterales. 4. Tamaño de las emisiones alto (USD 10 mil mill).	\$11,8 bn Caída en deuda nominal externa USD 28 mill Caída pago por intereses externos en 2025 \$11,1 bn Caída en deuda nominal interna Reducción costos Riesgo de mercado  Riesgo de refinanciamiento Riesgo de liquidez
INTERNA	1. Sacar bonos en descuento por bonos a par → Reduce oferta bonos LP → Aplanamiento curva LP. 2. Recompra bonos LP y canjes con creadores. 3. Registros en mercado (USD 8,4 mil mill): creación TCOs (\$40 bn) + operaciones FX sin monetización → hipótesis: <u>crédito colateralizado</u>.	1. Emisión bonos de corto y mediano plazo. 2. Evitar emisiones de más largo plazo. 3. Cambio en el monto de las subastas: \$800 mil mill pesos y \$400 mil mill UVR. TCO (corto plazo) \$900 mil mill sin sobre adjudicación.	

*BBVA, Santander, BNP Paribas, Citi, Goldman Sachs y J.P. Morgan. **Comisión Interparlamentaria de Crédito Público.
 Fuente: Minhacienda, Scotiabank Economics.

Las operaciones de manejo de deuda (OMD) han reducido el nominal de deuda flotante en \$11,1 bn en total, principalmente en referencias altamente descontadas.

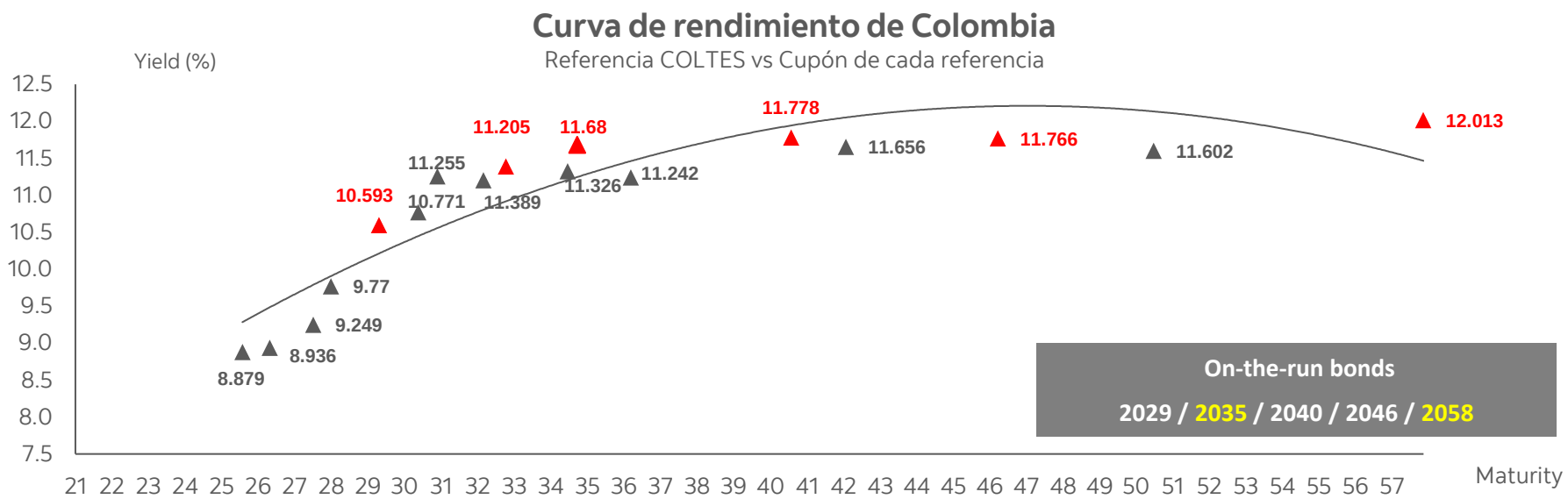
Operaciones de Manejo de Deuda interna ejecutadas por Crédito Público entre mayo – agosto de 2025



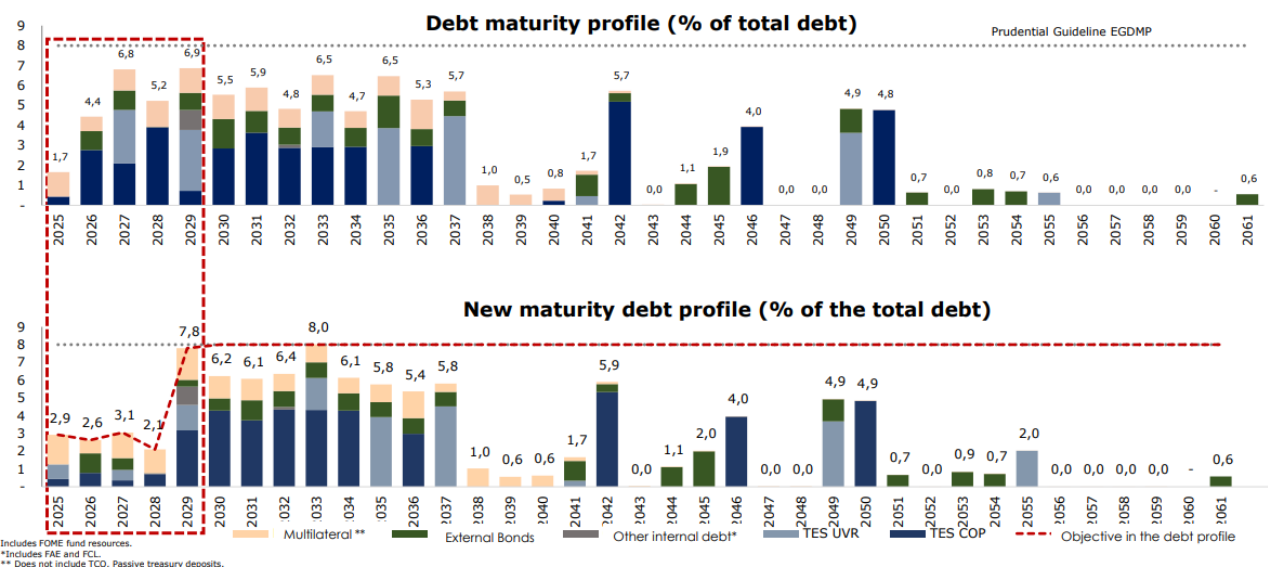
*En negativo se muestran los tamaños nominales que se sacaron del mercado, mientras que en positivo el incremento del nominal en las referencias intercambiadas

Fuente: Minhacienda, Scotiabank Economics.

La estrategia de financiación asume un mayor riesgo de reinversión.

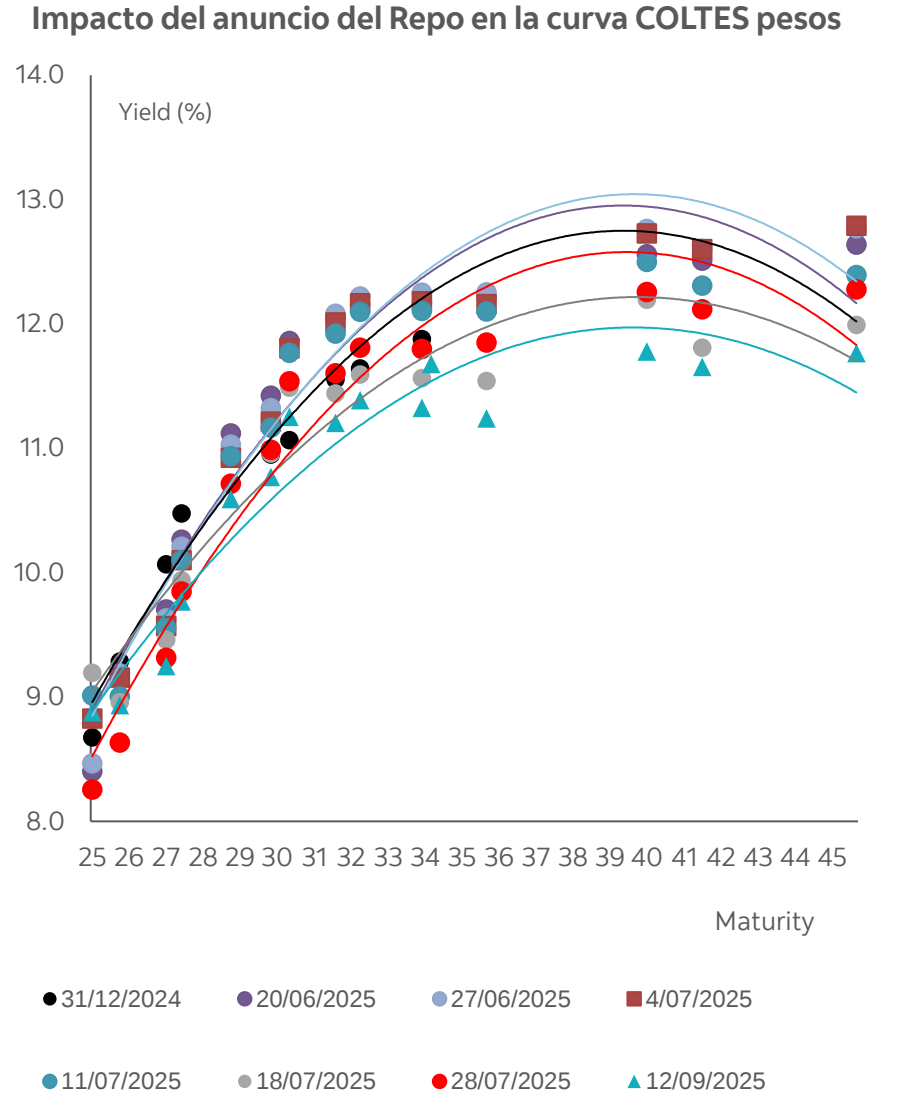
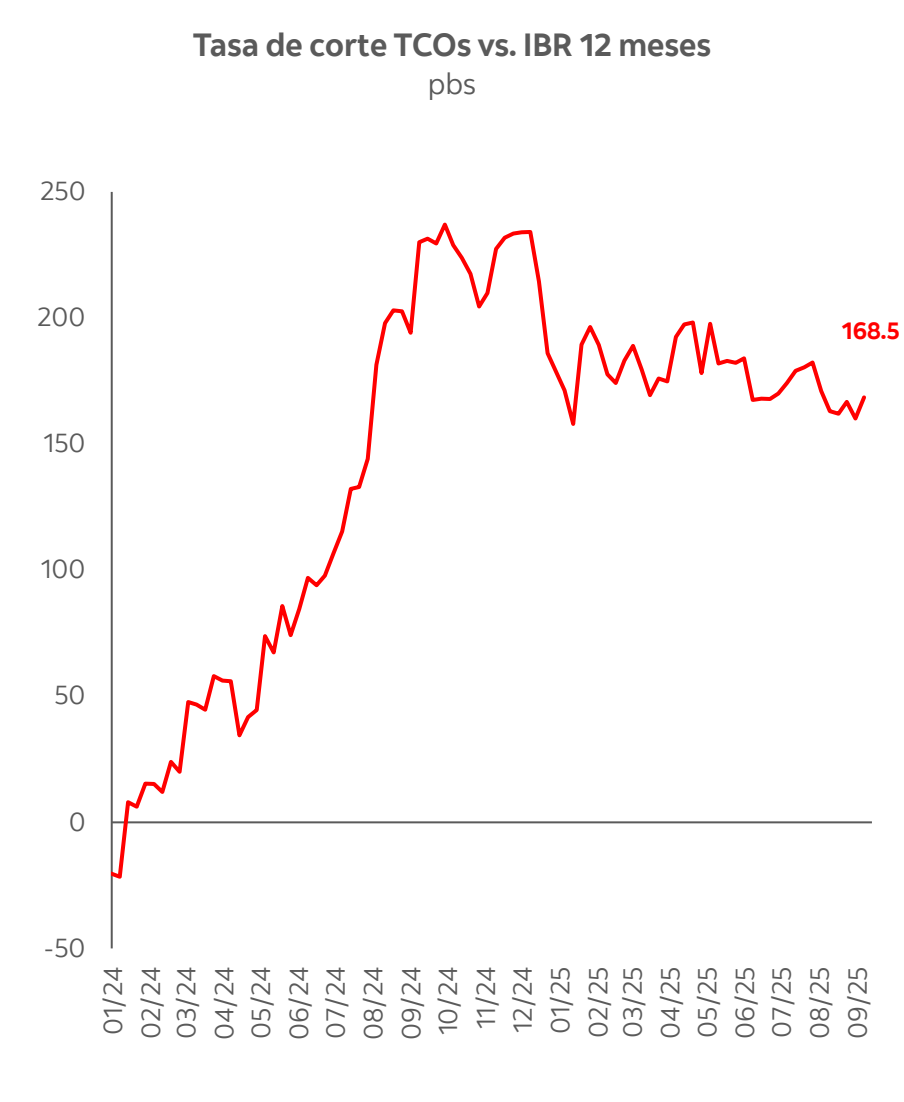


Comparación entre el perfil de deuda



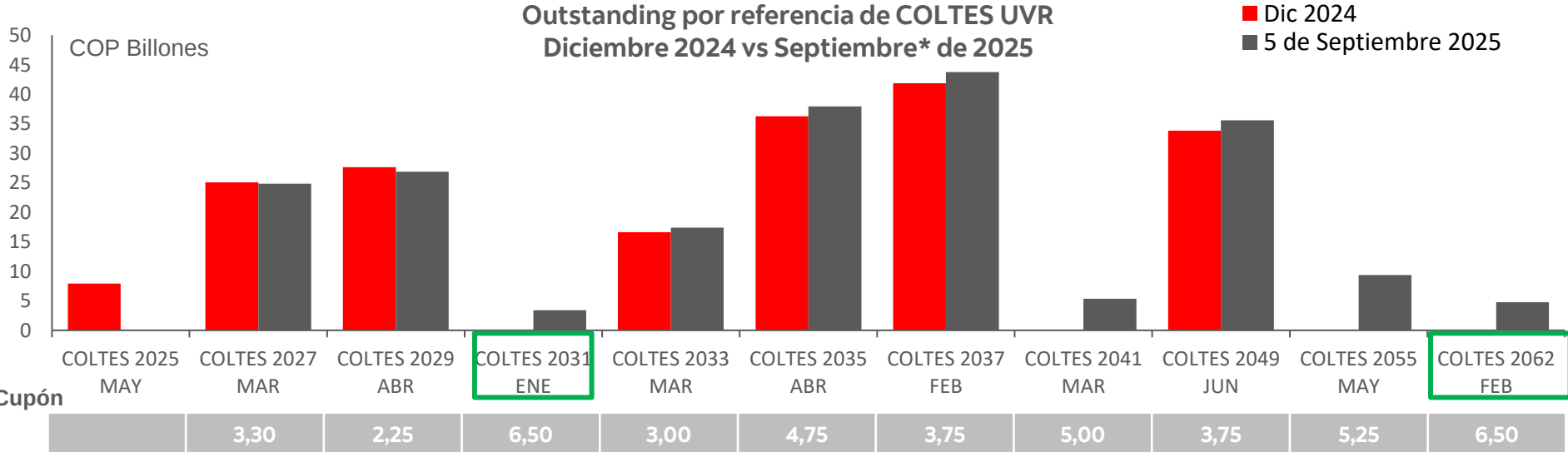
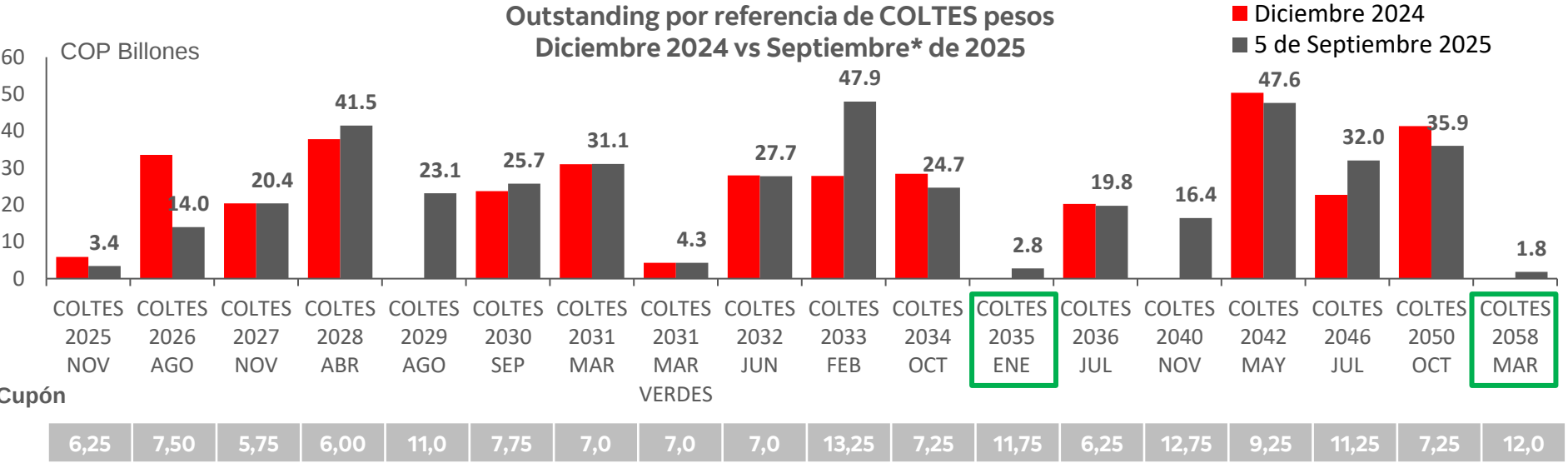
Source: Ministerio de Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics.

Los diferentes mecanismos de financiamiento de la Nación han resultado en impactos significativos en el mercado.



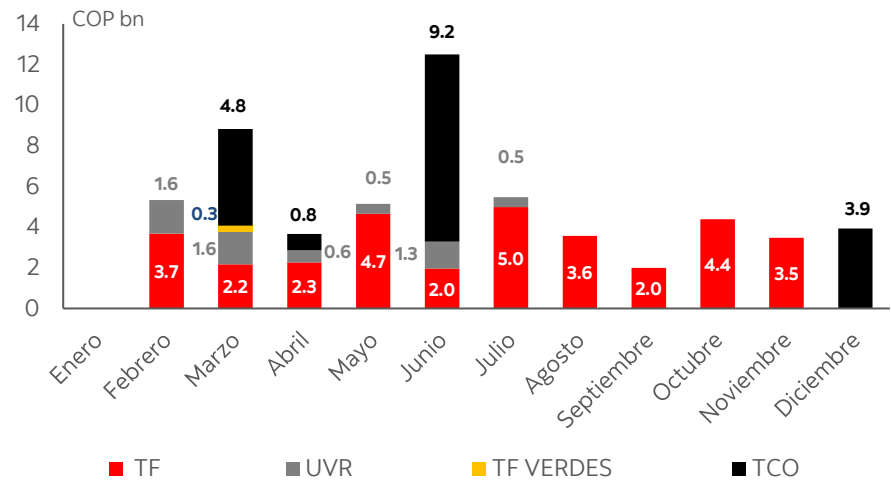
Source: Ministerio de Hacienda, Scotiabank Colpatría Economics.

La nueva estrategia de financiamiento concentrará emisiones en la parte media de la curva al tiempo que recoge títulos mayormente descontados.

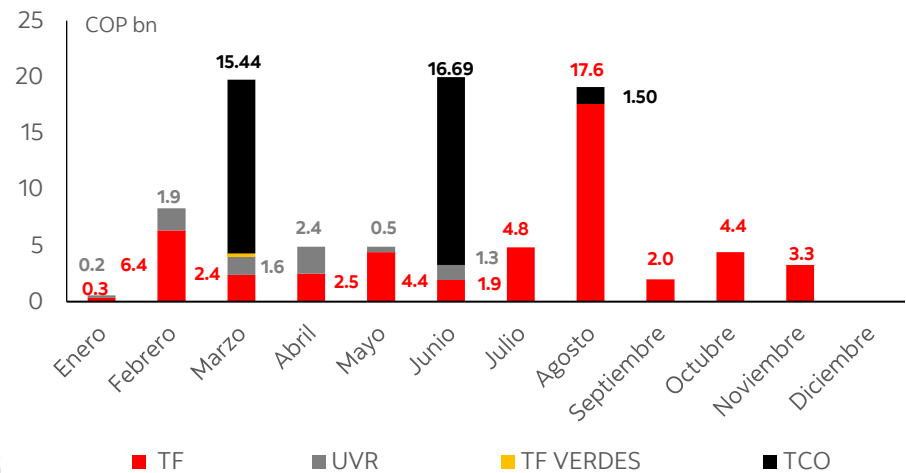


La estimación de pagos de deuda pública se han concentrado en TCOs reduciendo el margen de manejo en el corto plazo.

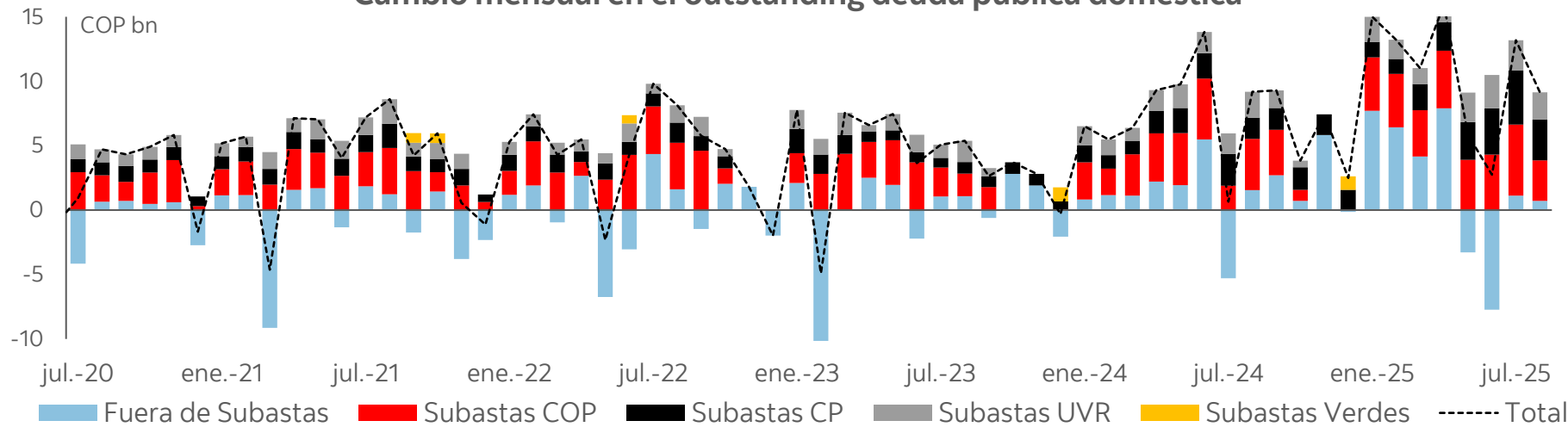
Pago de COLTES en 2025*



Pago de COLTES en 2026*



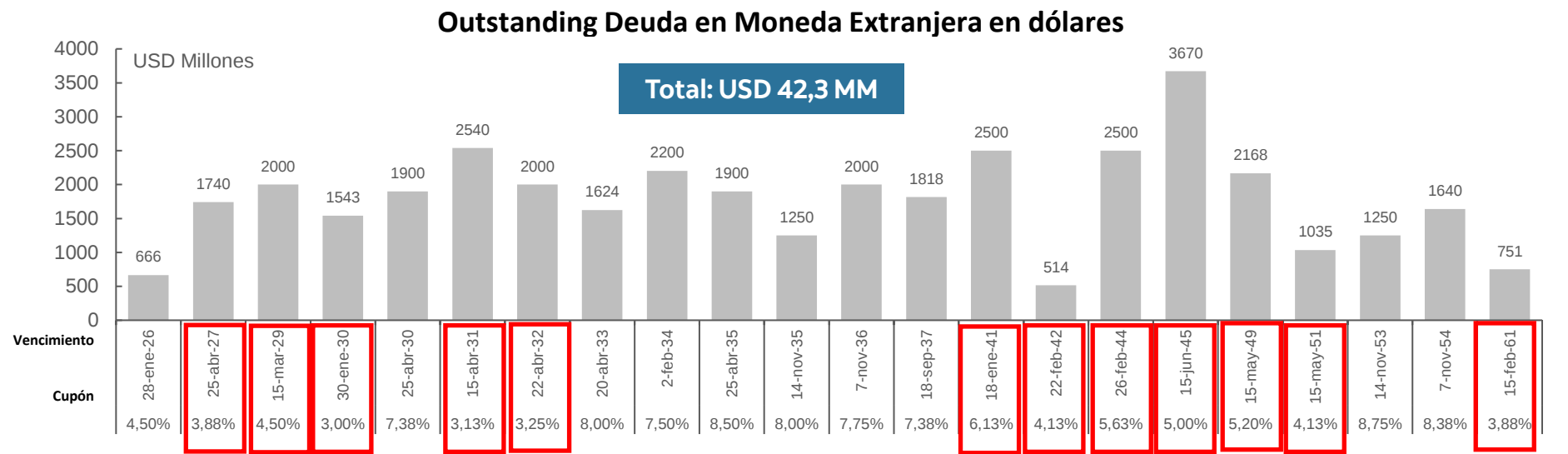
Cambio mensual en el outstanding deuda pública doméstica



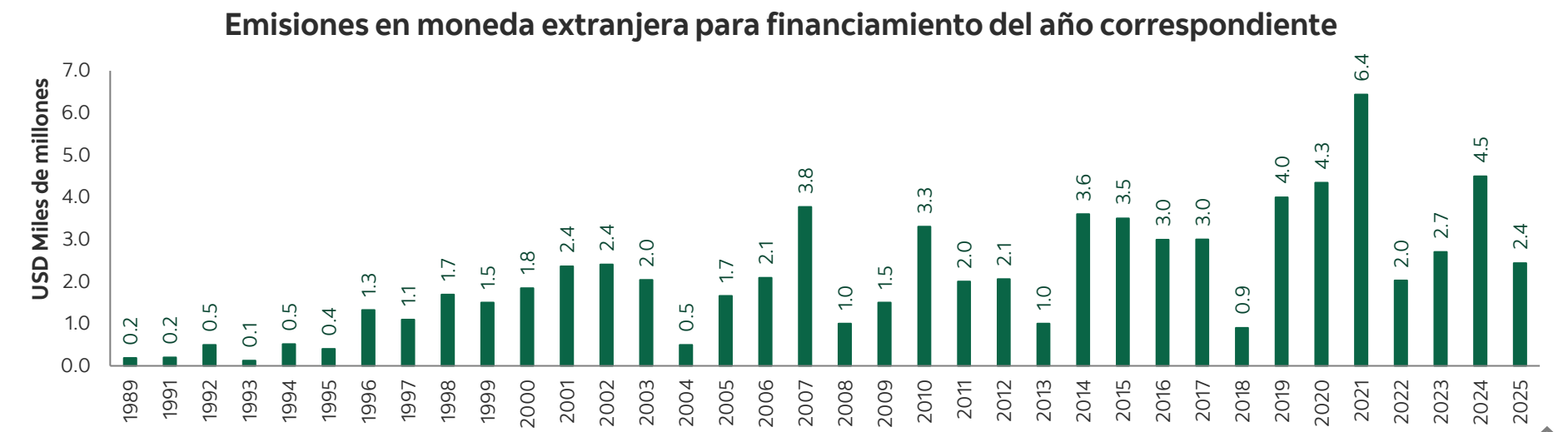
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.

*Información actualizada al 05 de septiembre de 2025. **Fuera de subastas incluye vencimientos de COLTES y operaciones de manejo de deuda.**

El Ministerio de Hacienda apunta a la diversificación de fuentes de financiamiento mediante mayores emisiones de deuda en otras monedas.



Títulos en el tender offer bancos globales

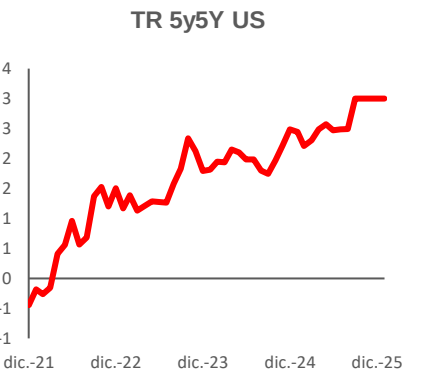
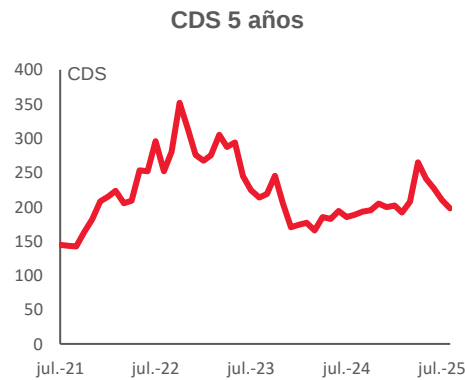
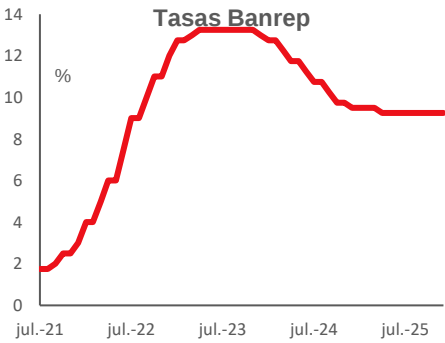
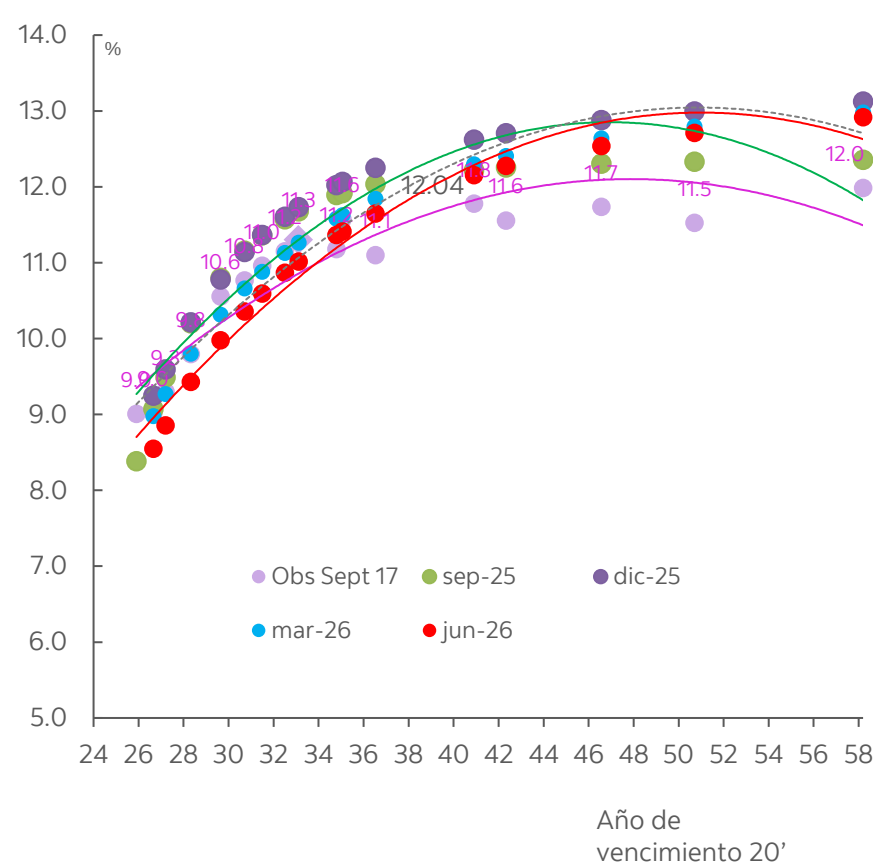


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
*Moneda de origen Euros

Escenario – Renta Fija

La forma de la curva dependerá de las decisiones de oferta. La parte larga podría tener empinamientos en la medida en que la oferta se restringiría en estos plazos.

Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro



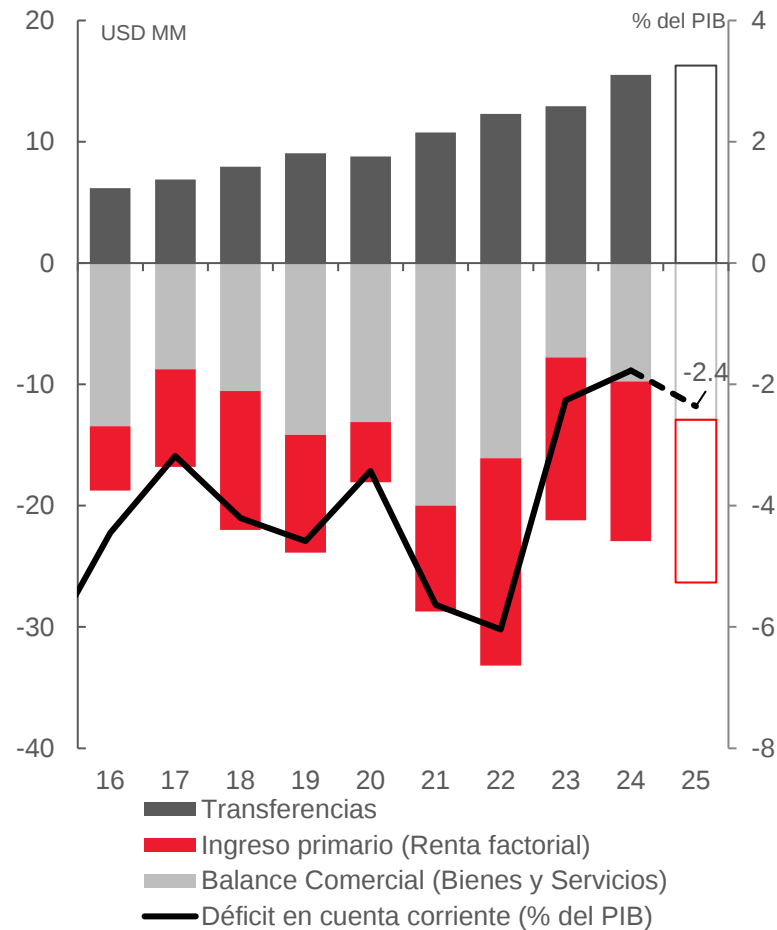
Fuente: Scotiabank Colpatría Economics.

Tasa de Cambio

Balanza de Pagos: Cuenta Corriente

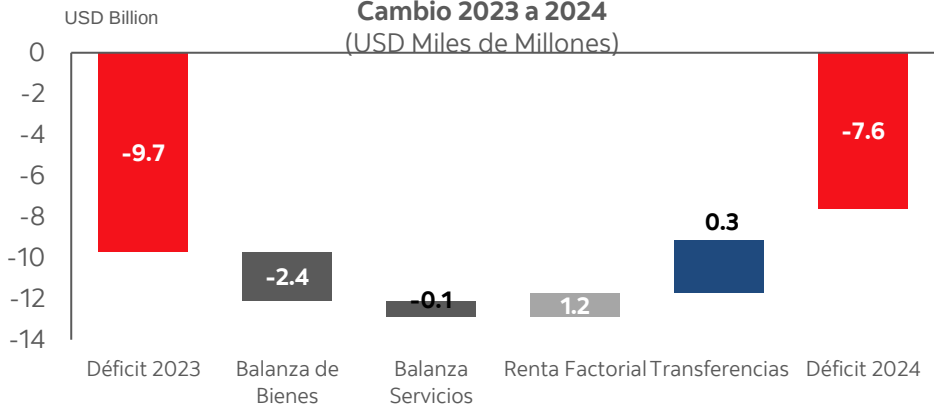
Pese al bajo nivel de déficit en cuenta corriente, el financiamiento no ha sido fluido.

Déficit en cuenta corriente

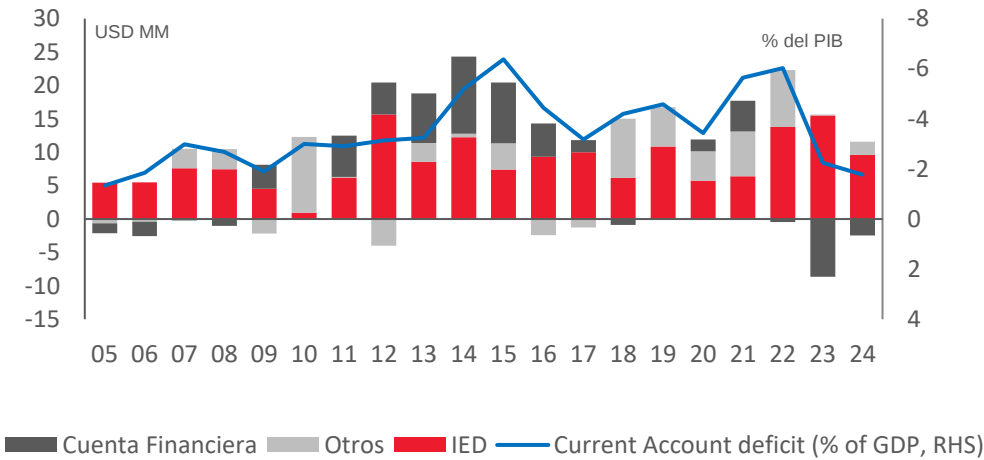


Sources: Banrep, Scotiabank Economics.

Déficit en Cuenta Corriente Cambio 2023 a 2024 (USD Miles de Millones)



Déficit en cuenta corriente y financiamiento

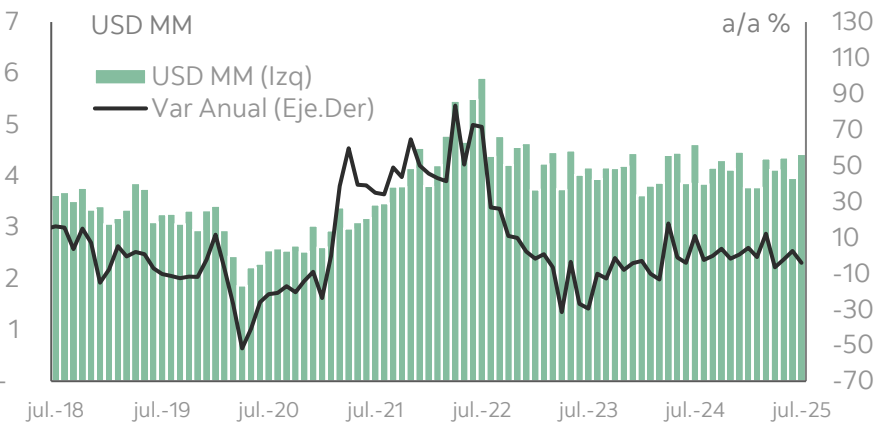


Fuente: Scotiabank Colpatría Economics, BanRep,

Comercio Internacional

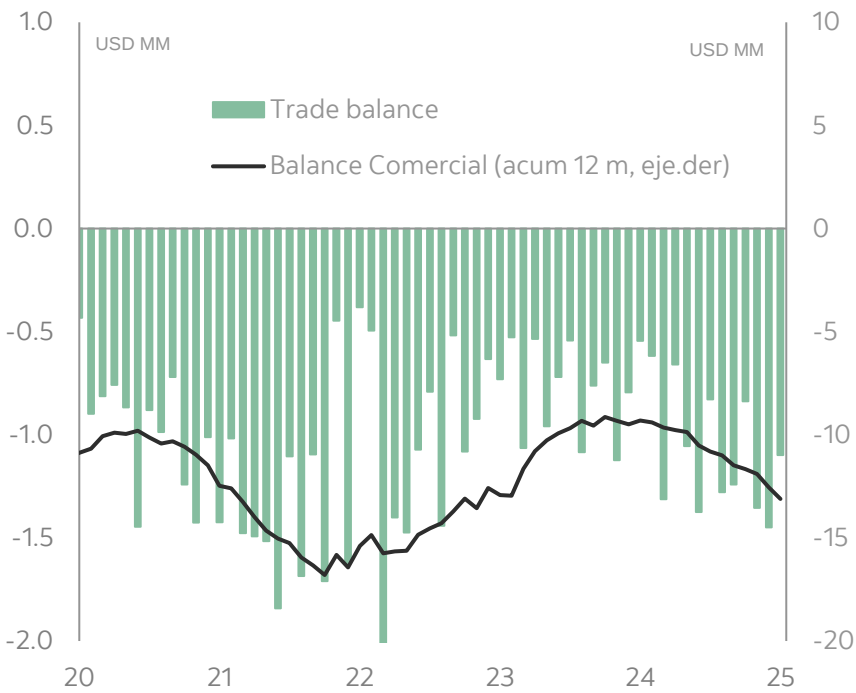
El repunte de las importaciones está dando señales de reactivación. Una ampliación del déficit apoya la posibilidad de mantener una tasa de cambio mayor a la del pasado.

Exportaciones

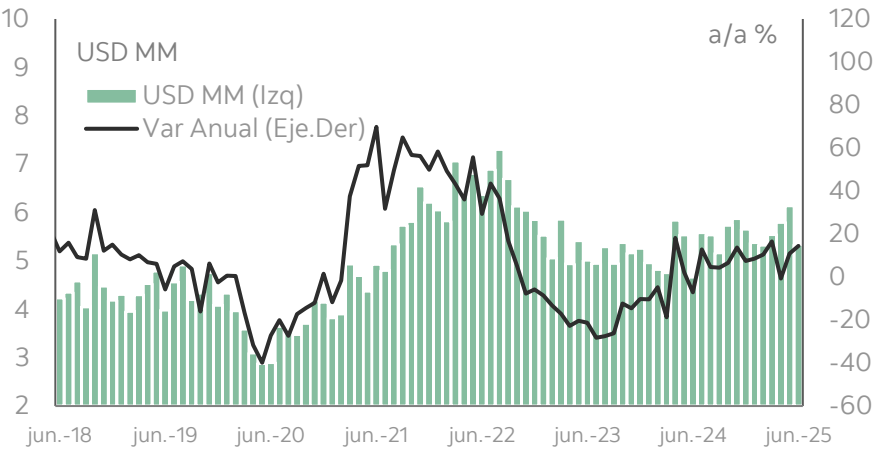


El desequilibrio entre exportaciones e importaciones podría mantener una presión alcista sobre la tasa de cambio.

Balanza Comercial



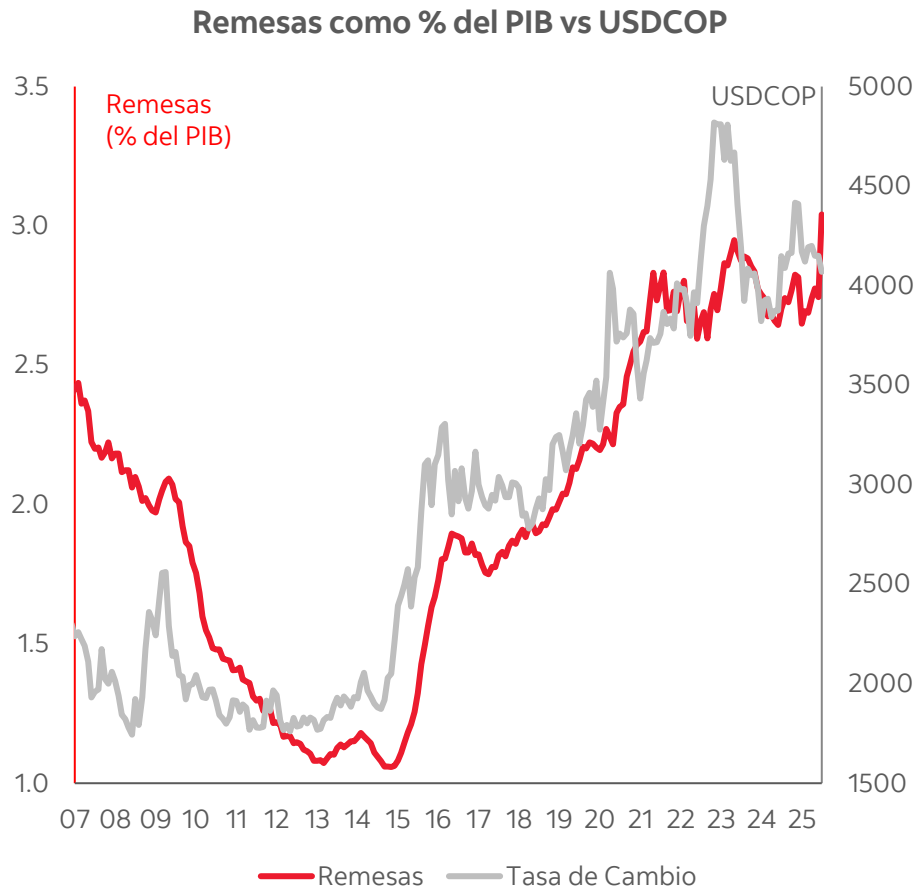
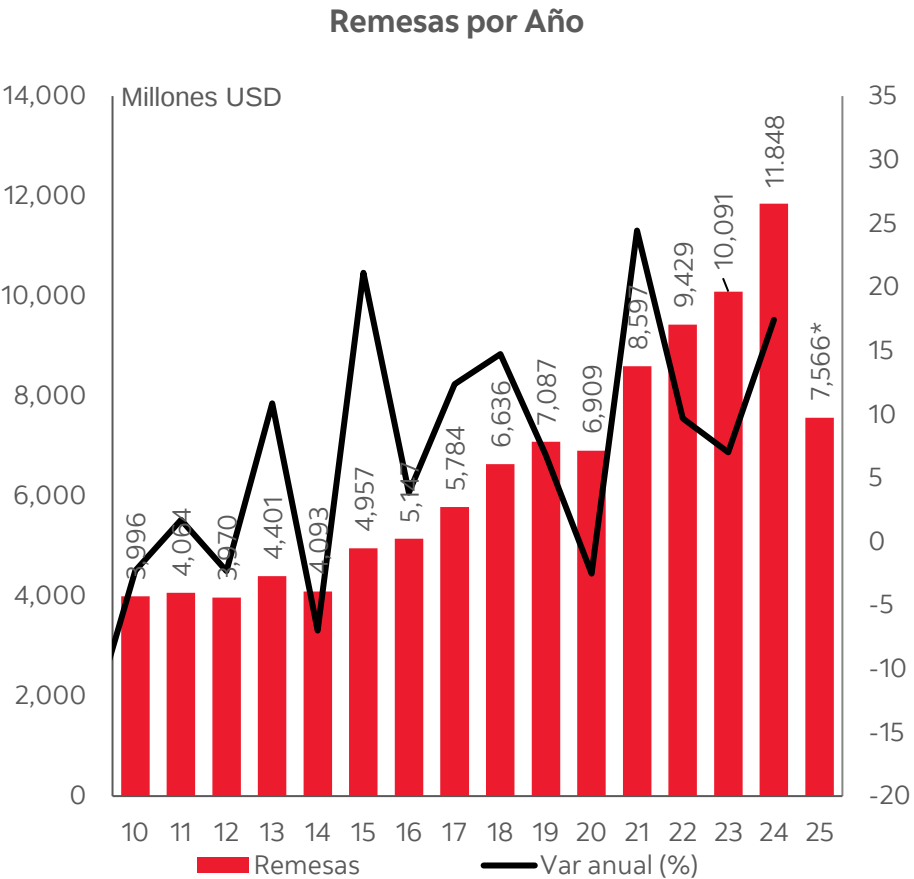
Importaciones



Fuente: Scotiabank Colpatría Economics, DANE.

Remesas

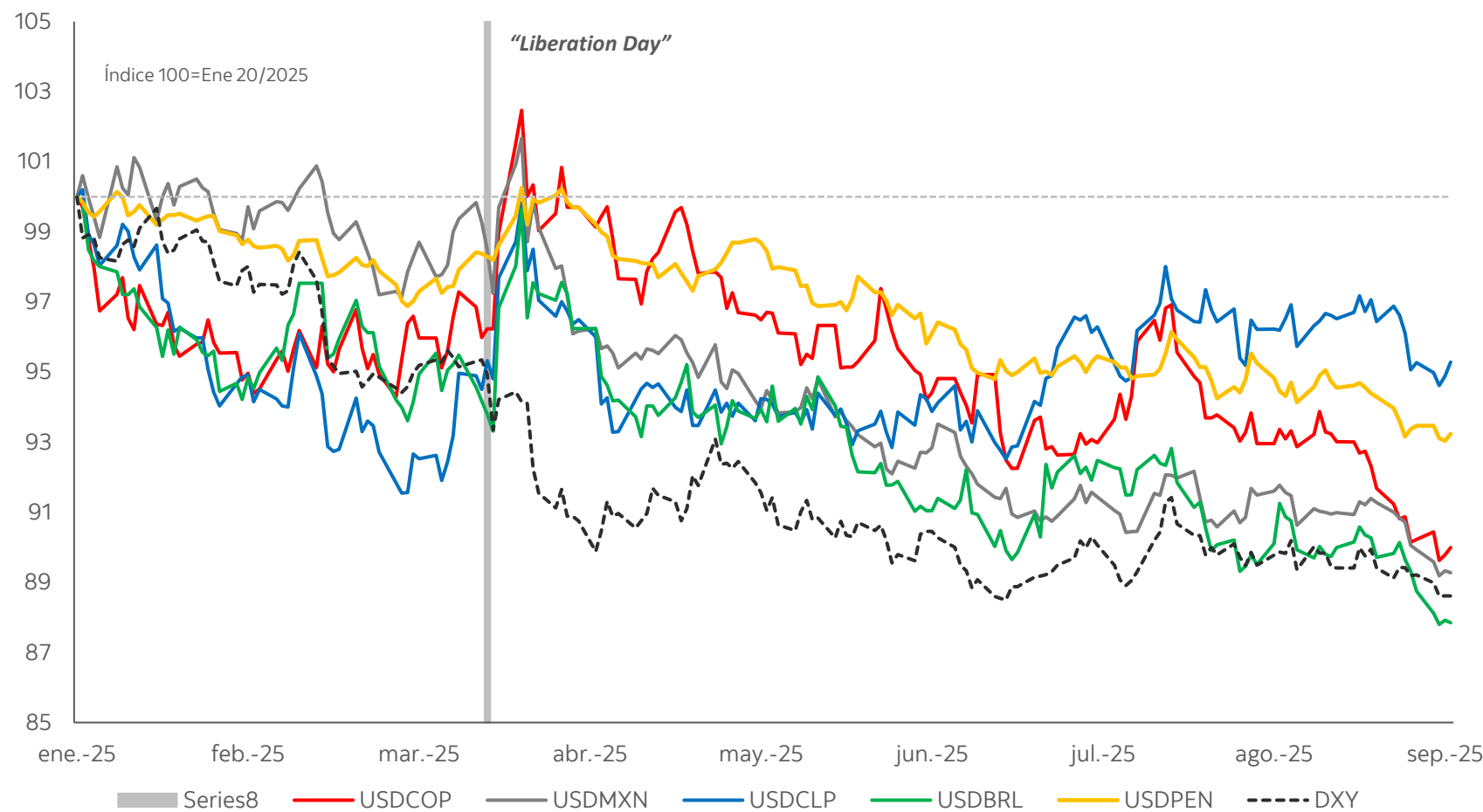
La entrada de remesas se mantiene en niveles históricamente altos representando una parte importante en el ingreso de los hogares. Se proyecta un nivel superior a los USD 11,8 millones del año anterior.



*Acumulado a julio de 2025
Fuente: Scotiabank Colpatría Economics, BanRep,

El comportamiento de las tasas de cambio de la región han estado alineadas al comportamiento global del dólar.

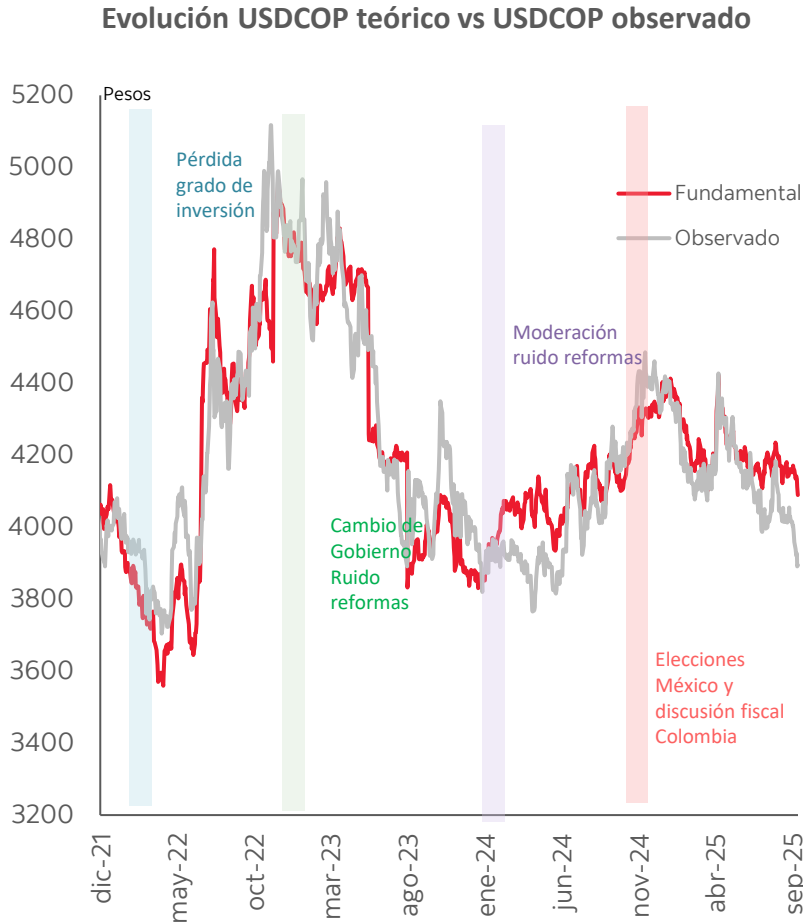
Evolución de las monedas tras la posesión de Donald Trump



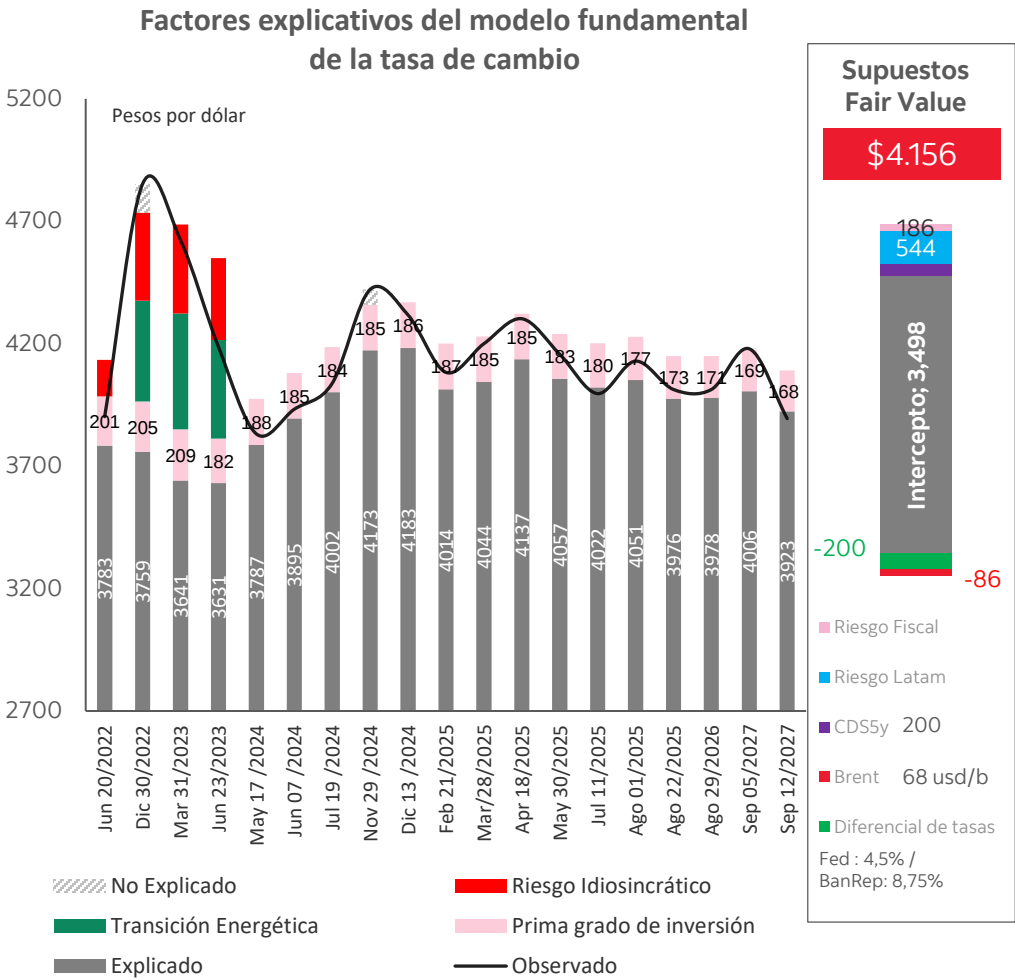
Fuentes: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics.

Tasa de cambio

La tasa de cambio ha respondido a la volatilidad internacional. En el corto plazo la expectativa de que el BanRep sería más cauto en sus decisiones de política monetaria genera atractivo para operaciones de *carry trade*.



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,



Pronósticos Macroeconómicos

Pronósticos	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025pr	2026pr
Cuentas Nacionales								
Crecimiento real del PIB (anual %)	3,2	-7,3	11,3	7,5	0,6	1,6	2,6	2,9
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,9	10,4	-3,9	2,0	3,8	3,3
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	14,0	9,4	1,0	1,4	3,7	3,8
Privado (a/a, %)	4,0	-4,9	15,2	11,0	0,9	1,6	3,5	3,9
Gobierno (a/a, %)	5,5	-0,8	10,0	2,0	0,3	-0,5	4,6	3,6
Formación bruta de capital (a/a, %)	2,4	-21,5	14,5	16,2	-26,3	5,2	4,6	0,7
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	13,4	3,4	2,5	0,7	1,1
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	24,8	-14,8	4,4	6,8	3,1
Mercado Laboral								
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	9,5	10,2
Balanza de Pagos								
Balanza Comercial (USD\$, MM)	-14,1	-13,1	-20,0	-16,6	-8,2	-9,77	-12,91	-14,10
Exportaciones (USD\$, MM)	51,3	38,2	50,9	73,1	67,8	68,87	69,6	72,6
Importaciones (USD\$, MM)	65,5	51,3	70,9	89,6	76,0	78,63	82,54	86,6
Cuenta Corriente (Balance USD\$, MM)	-15	-9	-18	-21,3	-9,7	-7,412	-10,05	-11,29
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-2,7	-1,8	-2,4	-2,5
Términos de Intercambio (a/a, %)	4,04	-12,62	20,74	5,94	-18,0	-0,7	-1,0	
Precios, tasas & Tasa de Cambio								
IPC (a/a, %, fin periodo)	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,20	5,19	3,89
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,63	5,14	4,27
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5,60	4,75	3,69
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4405	4156	4181
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4153	4130	4162
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	9,50	9,25	7,5
Indicadores Fiscales*								
Deuda Neta del GNC (% del PIB)	48,4	60,7	60,1	57,6	53,4	59,3	61,3	63,0
Balance primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-2,4	-2,4	-1,4
Déficit del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-6,8	-7,1	-6,2
*Fuente: MFMP 2025								

Contacto:

Jackeline Piraján
Gerente de Research
jackeline.pirajan@scotiabankcolpatria.com

Daniela Valentina Guio
Profesional Senior Research
daniela.guio@scotiabankcolpatria.com

Juan Pablo Leon Uribe
Estudiante en práctica de Research
juanp.leon@scotiabankcolpatria.com

Página web:



Research Team Colombia
EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com
Scotiabank Colpatria | Capital Markets
Carrera 7 No 114-33 | Piso 16 | Bogotá, Colombia

DISCLAIMER

- Este documento ha sido elaborado por Scotiabank Colpatría S,A, Establecimiento Bancario, para ser distribuido entre sus clientes y entre los de sus filiales en Colombia: Fiduciaria Scotiabank Colpatría 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 Colpatría 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 Colpatría 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 síganos en X @Scotiabank.

About Scotiabank

Scotiabank's vision is to be our clients' most trusted financial partner and deliver sustainable, profitable growth. Guided by our purpose: "for every future," we help our clients, their families and their communities achieve success through a broad range of advice, products and services, including personal and commercial banking, wealth management and private banking, corporate and investment banking, and capital markets. With assets of approximately \$1.4 trillion (as at January 31, 2025), Scotiabank is one of the largest banks in North America by assets, and trades on the Toronto Stock Exchange (TSX: BNS) and New York Stock Exchange (NYSE: BNS). For more information, please visit www.scotiabank.com and follow us on X @Scotiabank.

****For Intended Recipient Only****

This communication, its content, or any copy of it, may not be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party without the prior express written consent of Scotiabank™.

This communication has not been prepared by (i) a member of the research department of Scotiabank, or (ii) in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. It is considered a marketing communication for regulatory purposes and is solely for the use of sophisticated institutional investors. This communication does not constitute investment advice or any personal recommendation to invest in a financial instrument or "investment research" as defined by the UK Prudential Regulation Authority and the UK Financial Conduct Authority, and by the Central Bank of Ireland (CBI), and its content is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. This communication is provided for information and discussion purposes only.

An investment decision should not be made solely on the basis of the contents of this communication. It is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell any financial instruments and has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient. It is not intended to provide legal, tax, accounting or other advice and recipients should obtain specific professional advice from their own legal, tax, accounting or other appropriate professional advisers before embarking on any course of action. The information in this communication is based on publicly available information and although it has been compiled or obtained from sources believed to be reliable, such information has not been independently verified and no guarantee, representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. Past performance or simulated past performance is not a reliable indicator of future results. Forecasts are not a reliable indicator of future performance.

This communication is not directed to or intended for use by any person resident or located in any country where the distribution of such information is contrary to the laws of such country. Scotiabank, its directors, officers, employees or clients may currently or from time to time own or hold interests in long or short positions in any securities referred to herein, and may at any time make purchases or sales of these securities as principal or agent. Scotiabank may also have provided or may provide investment banking, capital markets or other services to the companies referred to in this communication.

If you are subject to the prohibition on third-party benefits in relation to portfolio management and independent investment advice under EU MiFID II (Directive 2014/65/EU and the accompanying Regulation (EU) No 600/2014) or the UK Markets in Financial Instruments (Amendment)(EU Exit) Regulations 2018, each as amended from time to time, and should not have received this communication, please advise us in writing at trade.supervision@scotiabank.com.

™ Trademark of The Bank of Nova Scotia. Used under license, where applicable. Scotiabank, together with "Global Banking and Markets", is a marketing name for the global corporate and investment banking and capital markets businesses of The Bank of Nova Scotia and certain of its affiliates in the countries where they operate, including, Scotiabanc Inc.; Citidel Hill Advisors L.L.C.; The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York; Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V. – all members of the Scotiabank Group and authorized users of the mark. The Bank of Nova Scotia is incorporated in Canada with limited liability. The Bank of Nova Scotia is authorised and regulated by the Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada. The Bank of Nova Scotia is authorised by the UK Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the UK Financial Conduct Authority and limited regulation by the UK Prudential Regulation Authority. Details about the extent of The Bank of Nova Scotia's regulation by the UK Prudential Regulation Authority are available from us on request. Scotiabank Europe plc is authorised by the UK Prudential Regulation Authority and regulated by the UK Financial Conduct Authority and the UK Prudential Regulation Authority. Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company is authorised and regulated by the Central Bank of Ireland (CBI). Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., and Scotia Derivados, S.A. de C.V., are each authorized and regulated by the Mexican financial authorities.

Copyright © 2017, Scotia Capital (USA) Inc. To unsubscribe from this specific note/publication, email research.unsubscribe@scotiabank.com or contact Jayson Wilson at 416-863-7119. ™ Trademark of The Bank of Nova Scotia. Used under license, where applicable. Scotiabank, together with "Global Banking and Markets", is a marketing name for the global corporate and investment banking and capital markets businesses of The Bank of Nova Scotia and certain of its affiliates in the countries where they operate, including Scotia Capital Inc., Scotia Capital (USA) Inc., Scotiabanc Inc.; Citidel Hill Advisors L.L.C.; The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York; Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V. – all members of the Scotiabank Group and authorized users of the mark. The Bank of Nova Scotia is incorporated in Canada with limited liability. Scotia Capital Inc. is a Canadian Investment Dealer, member of CIPF and Investment Industry Regulatory Organization of Canada. Scotia Capital (USA) Inc. is a registered broker-dealer with the SEC and is a member of FINRA, the NYSE and SIPC ("SCUSA"). The Bank of Nova Scotia is authorised and regulated by the Office of the Superintendent of Financial Institutions of Canada. Scotia Capital Inc. is authorised and regulated by the Investment Industry Regulatory Organization of Canada. The Bank of Nova Scotia (London) and Scotiabank Europe plc. are authorised by the UK Prudential Regulation Authority. The Bank of Nova Scotia is subject to regulation by the UK Financial Conduct Authority and limited regulation by the UK Prudential Regulation Authority. Scotiabank Europe plc is regulated by the UK Financial Conduct Authority and the UK Prudential Regulation Authority. Details about the extent of The Bank of Nova Scotia's regulation by the UK Prudential Regulation Authority are available upon request. Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company is authorised and regulated by the CBI Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., and Scotia Derivados, S.A. de C.V., are each authorized and regulated by the Mexican financial authorities. This publication has been prepared for institutional investors by Fixed Income Strategists of Scotia Capital (USA) Inc. and/or the Bank of Nova Scotia, New York Agency ("Scotiabank"). Fixed Income Strategists are employees of Scotiabank's Fixed Income Credit Sales & Trading Desk and support the trading desk through the preparation of market commentary, including specific trading ideas, and other materials, both written and verbal, which may or may not be made publicly available, and which may or may not be made publicly available at the same time it is made available to the Fixed Income Credit Sales & Trading Desk. Fixed Income Strategists are not research analysts, and this publication was not reviewed by the Research Departments of Scotiabank, nor prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research. Fixed Income Strategist publications are not research reports and should be considered as marketing communications for regulatory purposes. The views expressed by Fixed Income Strategists in this and other reports may differ from the views expressed by other departments, including the Research Department, of Scotiabank. The securities laws and regulations, and the policies of Scotiabank that are applicable to Research Analysts may not be applicable to Fixed Income Strategists. This publication is provided to you for informational purposes only. Prices shown in this publication are indicative and Scotiabank is not offering to buy or sell, or soliciting offers to buy or sell any financial instrument. Scotiabank may engage in transactions in a manner inconsistent with the views discussed herein. Scotiabank may have positions, or be in the process of acquiring or disposing of positions, referred to in this publication, and this publication is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. Other than the disclosures related to Scotiabank, the information contained in this publication has been obtained from sources that Scotiabank knows to be reliable, however we do not represent or warrant that such information is accurate and complete. Past performance or simulated past performance is not a reliable indicator of future results. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. The views expressed herein are the views of the Fixed Income Strategists of Scotiabank and are subject to change, and neither Scotiabank nor the Fixed Income Strategists have any obligation to update the opinions or information in this publication Scotiabank and any of its officers, directors and employees, including any persons involved in the preparation or issuance of this document, may from time to time act as managers, co-managers or underwriters of a public offering or act as principals or agents, deal in, own or act as market-makers or advisors, brokers or commercial and/or investment bankers in relation to the securities or related derivatives which are the subject of this publication. Neither Scotiabank nor any of its officers, directors, partners, or employees accepts any liability for any direct or consequential loss arising from this publication or its contents. The securities discussed in this publication may not be suitable for all investors. Scotiabank recommends that investors independently evaluate each issuer and security discussed in this publication and consult with any advisors they deem necessary prior to making any investment. To unsubscribe from receiving further Commercial Electronic Messages click this link: www.unsubscribe.gbm.scotiabank.com. If you are subject to the prohibition on third-party benefits in relation to portfolio management and independent investment advice under MiFID II (Directive 2014/65/EU and the accompanying Regulation (EU) No 600/2014) or the UK Markets in Financial Instruments (Amendment)(EU Exit) Regulations 2018, each as amended from time to time, and should not have received this communication, please advise us in writing at ORO_NY_FLSS@scotiabank.com. Redistribution of this email is strictly prohibited. If you believe that this email was sent to you in error, please forward a message to that effect as soon as practicable to ORO_NY_FLSS@scotiabank.com