
Perspectivas Macroeconómicas

Junio 2025

Tendencias macro detrás de la volatilidad

Research Team Colombia

EconomicsColombia@scotiabankcolpatria.com

Scotiabank Colpatria

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

Los mercados están incorporando la posibilidad de tener tasas de interés altas en medio de los retos por las políticas del gobierno estadounidense y la cantidad de anuncios distintos en torno a las políticas arancelarias. La sostenibilidad fiscal sigue estando en el trasfondo de la volatilidad.

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 tendría que adoptar una gradualidad mayor,** a fin de año las tasas cerrarían en 8,75%.

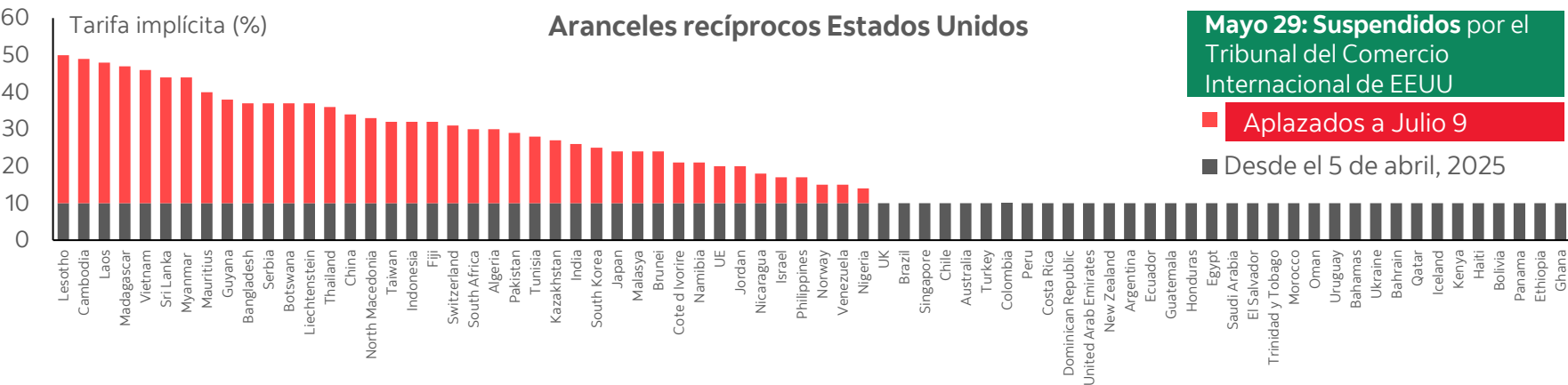
La suspensión de la regla fiscal representa un riesgo para la sostenibilidad en el mediano plazo, lo cual acrecentaría la probabilidad de rebajas en la calificación crediticia. El empinamiento en la curva de rendimientos podría contrarrestarse con la nueva estrategia de financiamiento de la Nación. La tasa de cambio responde a la volatilidad internacional y el nivel de 4.350 pesos se percibe como un ancla macrofundamental de mediano plazo.

Global

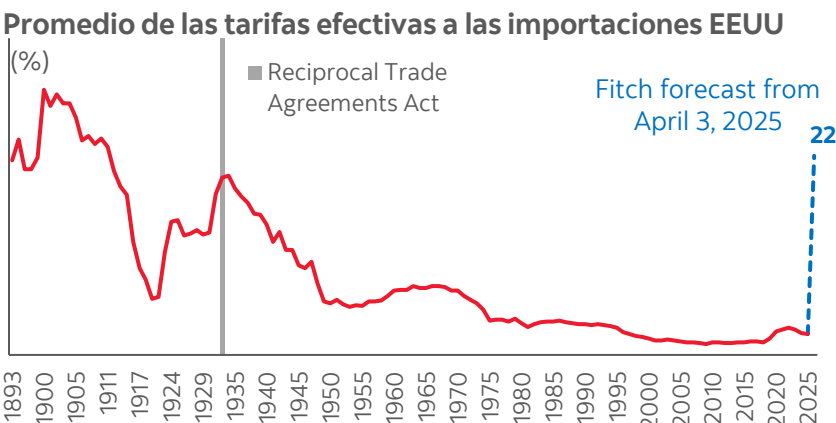
Las amenazas de guerra comercial imprimen volatilidad en medio de los debates por la sostenibilidad fiscal.

La incertidumbre se mantiene en medio de las negociaciones bilaterales de EEUU antes de implementar los aranceles anunciados en el “Liberation Day”

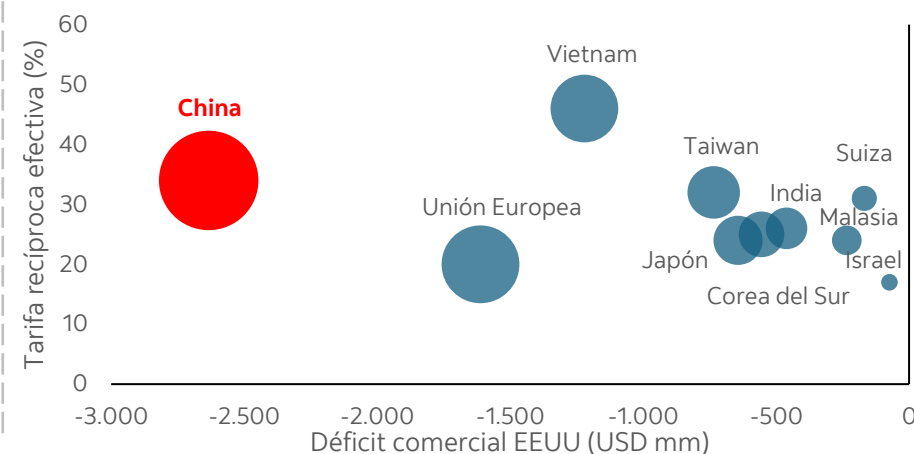
Las tarifas arancelarias impuestas por el Gobierno de Donald Trump estarían buscando “promover” la industria local y corregir los “desequilibrios externos”. Por ahora, Canadá y México no fueron incluidos en los aranceles recíprocos.



Los aranceles anunciados a partir de 2025 serían los más altos desde 1910.



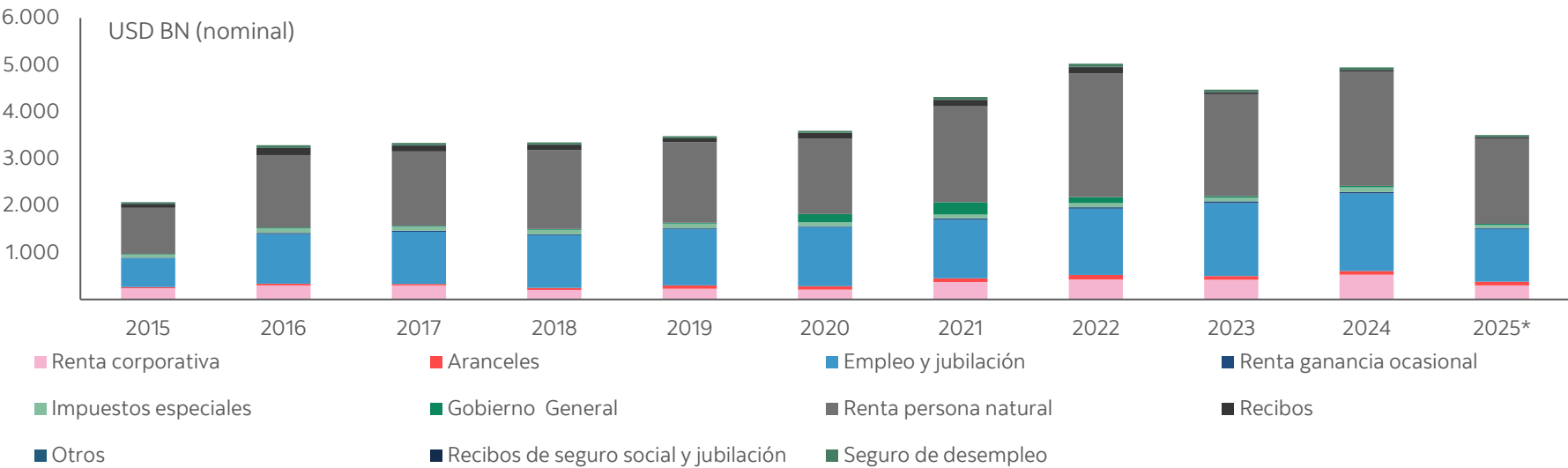
Las economías que mantienen una profunda relación comercial con Estados Unidos podrían verse impactadas negativamente, principalmente en mercados difíciles de diversificar.



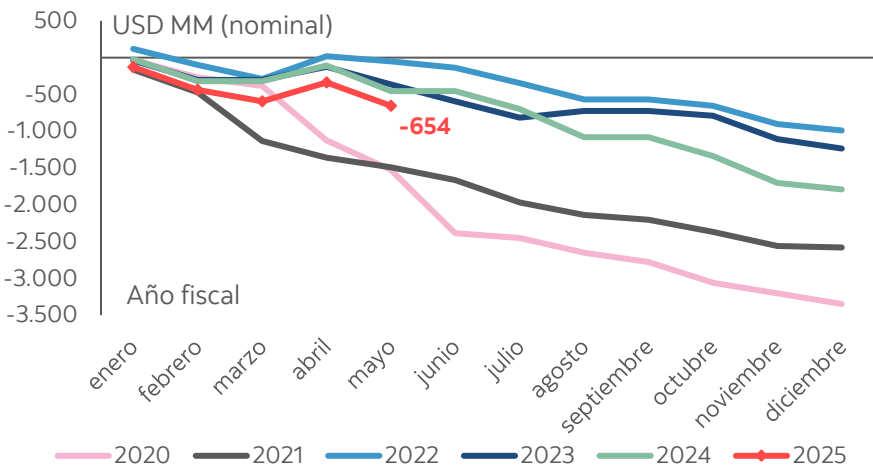
Fuente: BEA, U.S. International Trade Commission, Fitch Ratings, Scotiabank Economics.

Volver al pasado: El déficit fiscal en EE.UU se ha incrementado considerablemente lo cual ha llevado a niveles de deuda y pago de intereses similares a la recesión del 91

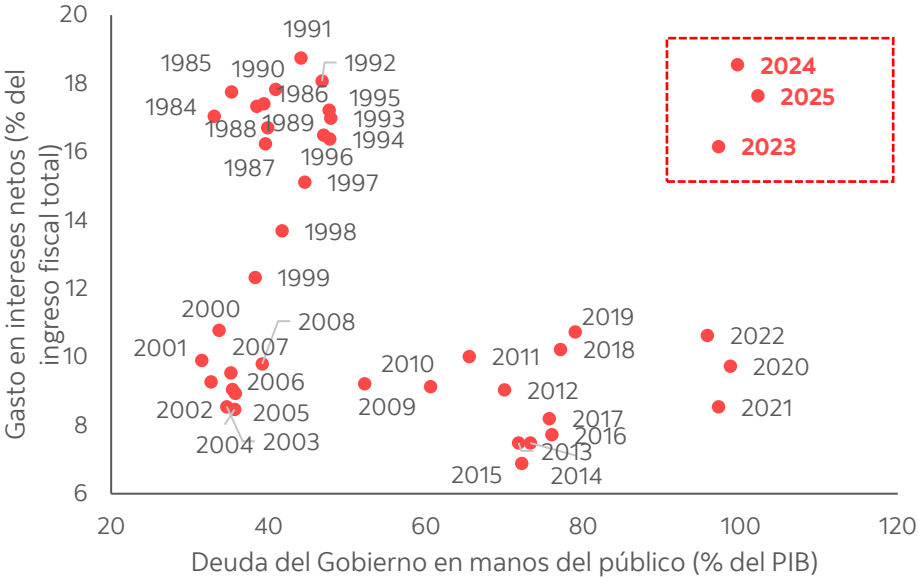
Composición de los ingresos fiscales del Gobierno de los Estados Unidos



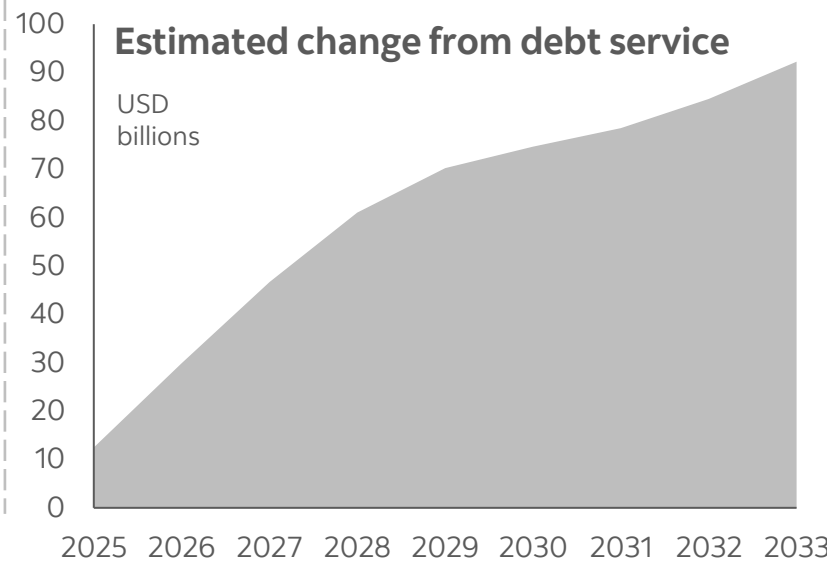
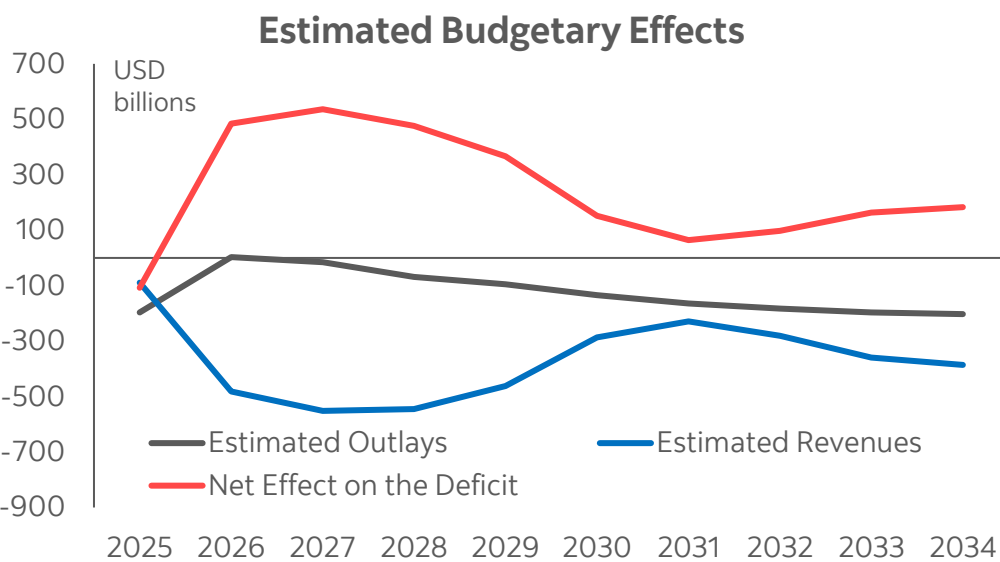
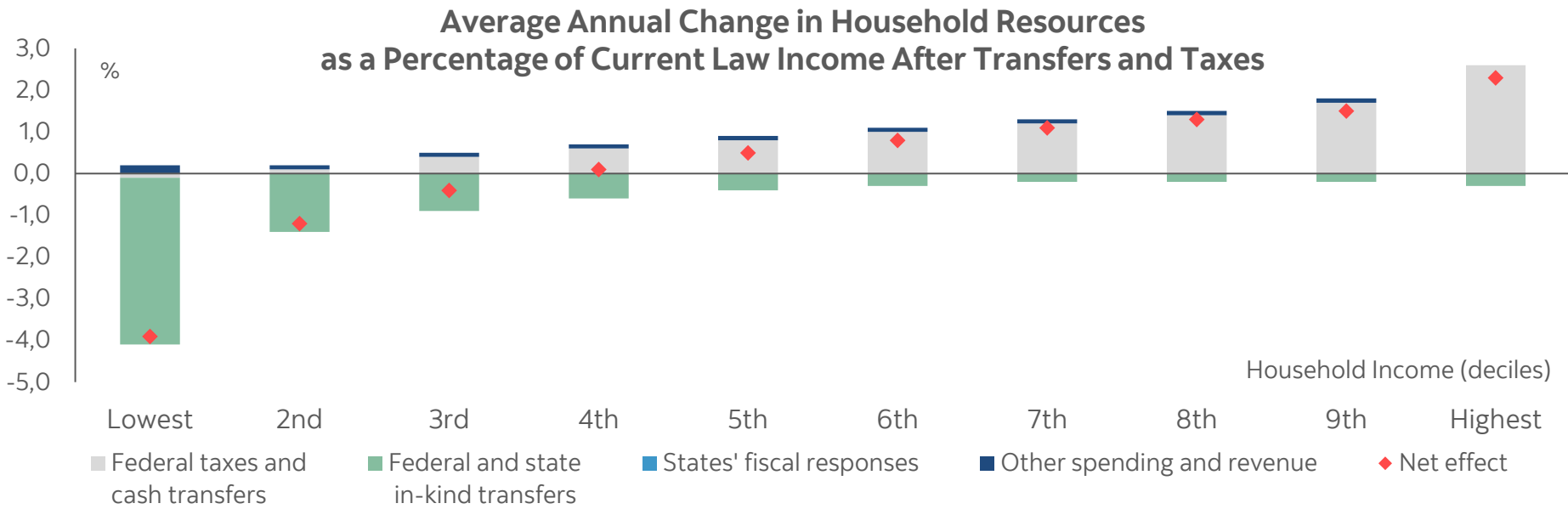
Balance Fiscal Gobierno Estados Unidos



*2025 a corte de mayo.
Fuente: Fiscal Data Treasury U.S., Scotiabank Economics.



Trump's One Big Beautiful Bill: La ley fiscal tendría efectos regresivos para EE.UU además de incrementar el déficit y la deuda pública significativamente

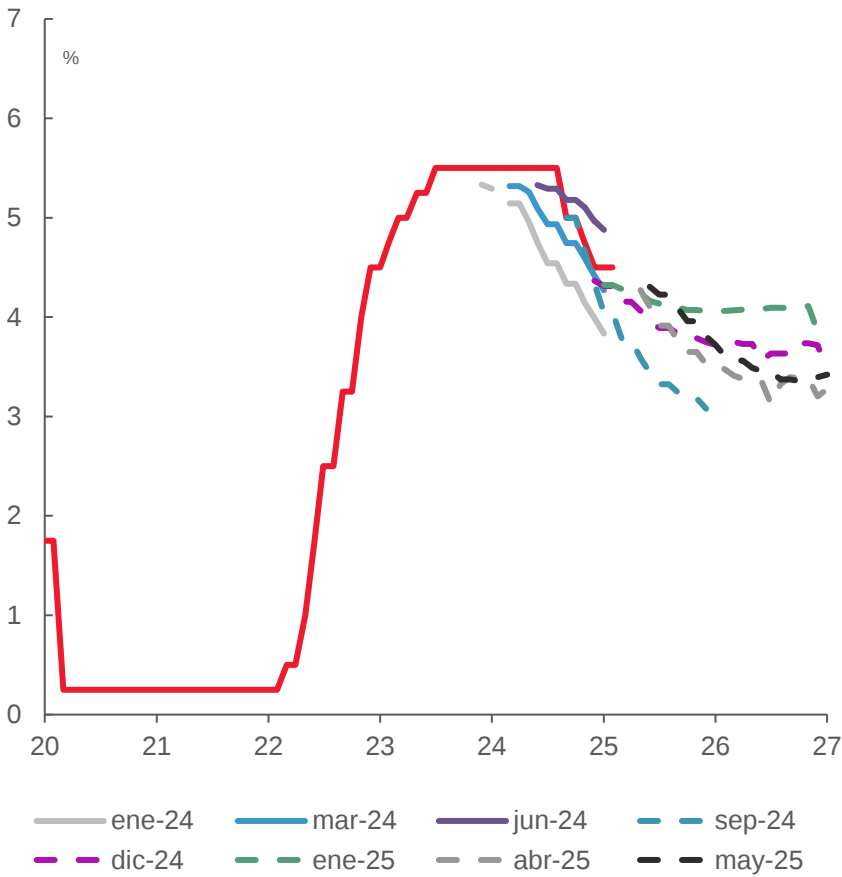


Fuente: Congressional Budget Office U.S., Scotiabank Economics.

La situación de incertidumbre impone nuevos retos a la política monetaria internacional. El impacto de la incertidumbre y en el crecimiento se conjuga con la presión en la inflación.

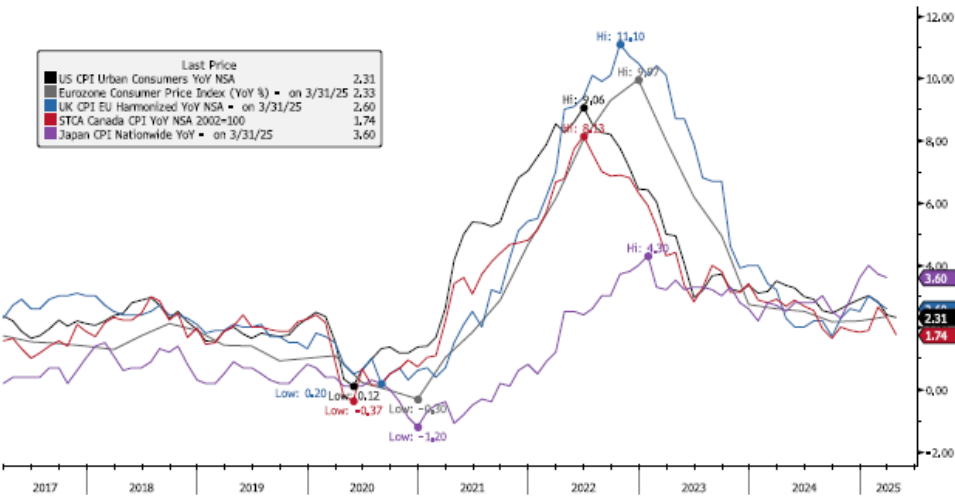
Los mercados descuentan una reducción de 100 pbs en la tasa de interés en la segunda mitad de 2025

Evolución de las Expectativas de recorte de la Reserva Federal

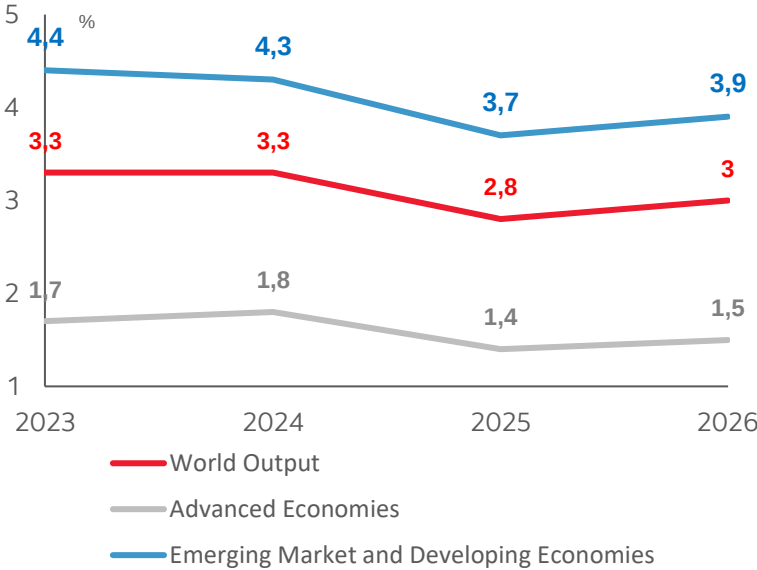


La inflación tardaría más en converger a las metas de los bancos centrales, mientras que el costo en el crecimiento sería incierto.

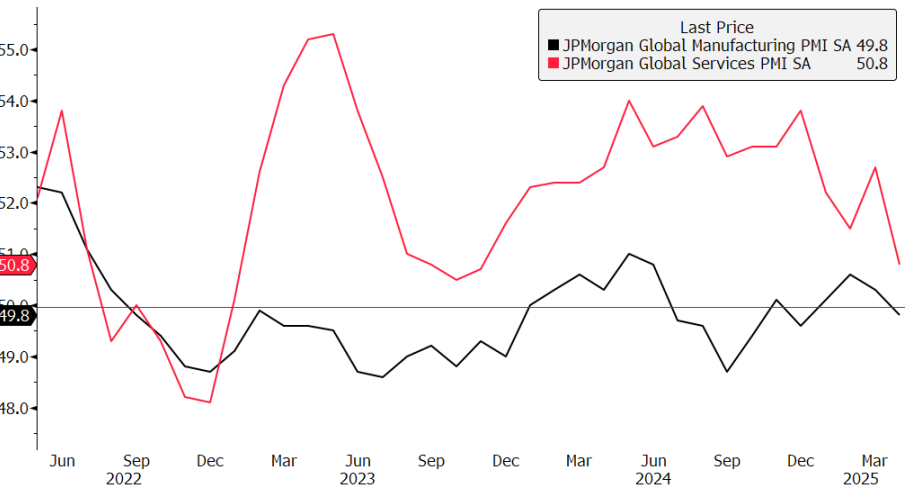
Evolución de la inflación total países desarrollados



Proyecciones de Crecimiento Económico
Fondo Monetario Internacional – Abril 2025



Evolución PMI Global – Servicios y Manufacturas



**Preguntas relevantes para el escenario
macroeconómico en la guerra comercial**

¿Cuánto durarán las restricciones?

¿Qué límite enfrentará Trump para seguir con sus políticas?

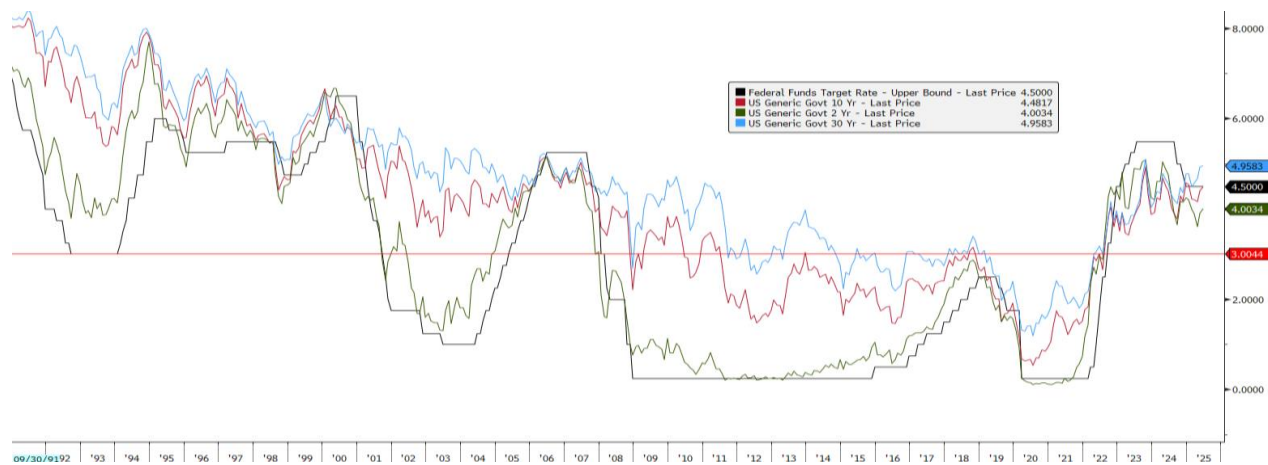
¿Qué velocidad de adaptación tendrá el sector real?

¿Qué pasa con la productividad?

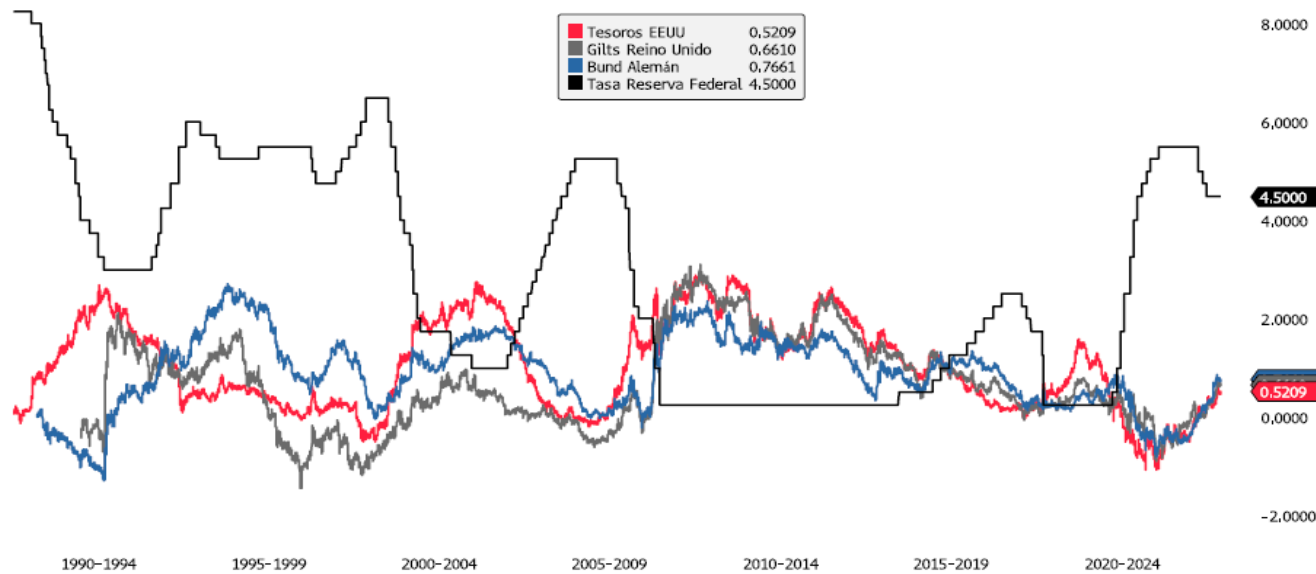
Fuente: Bloomberg, FMI, Scotiabank Colpatría Economics.

La necesidad de endeudamiento de los países apoya la tesis de tasas altas.

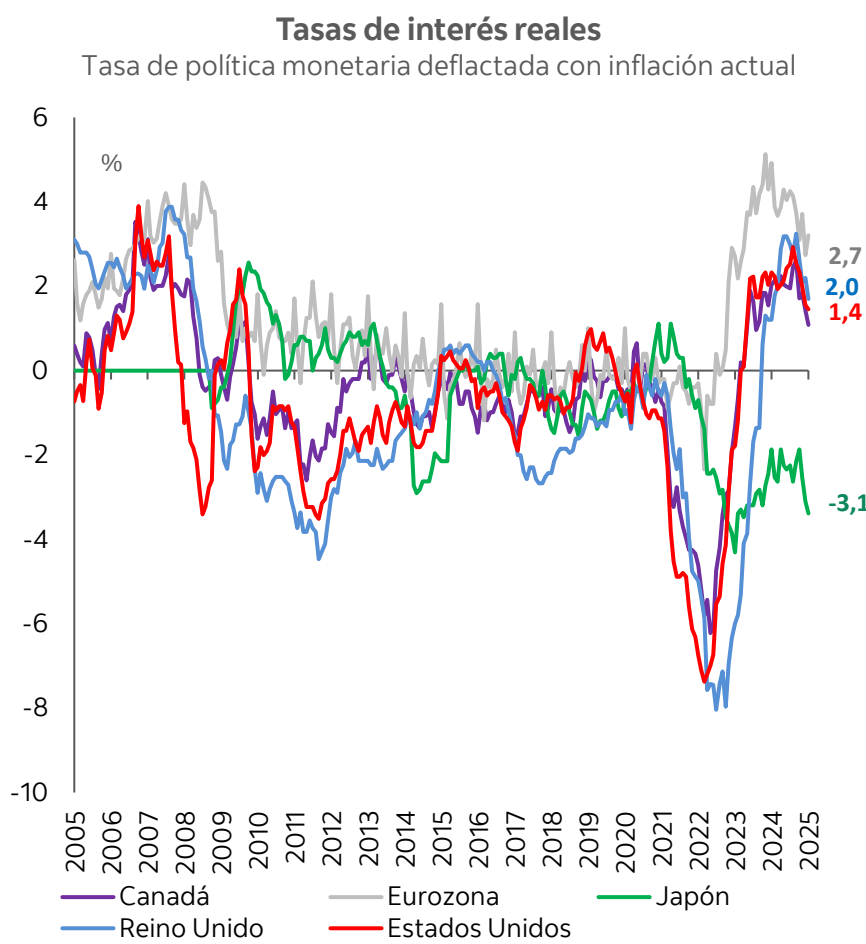
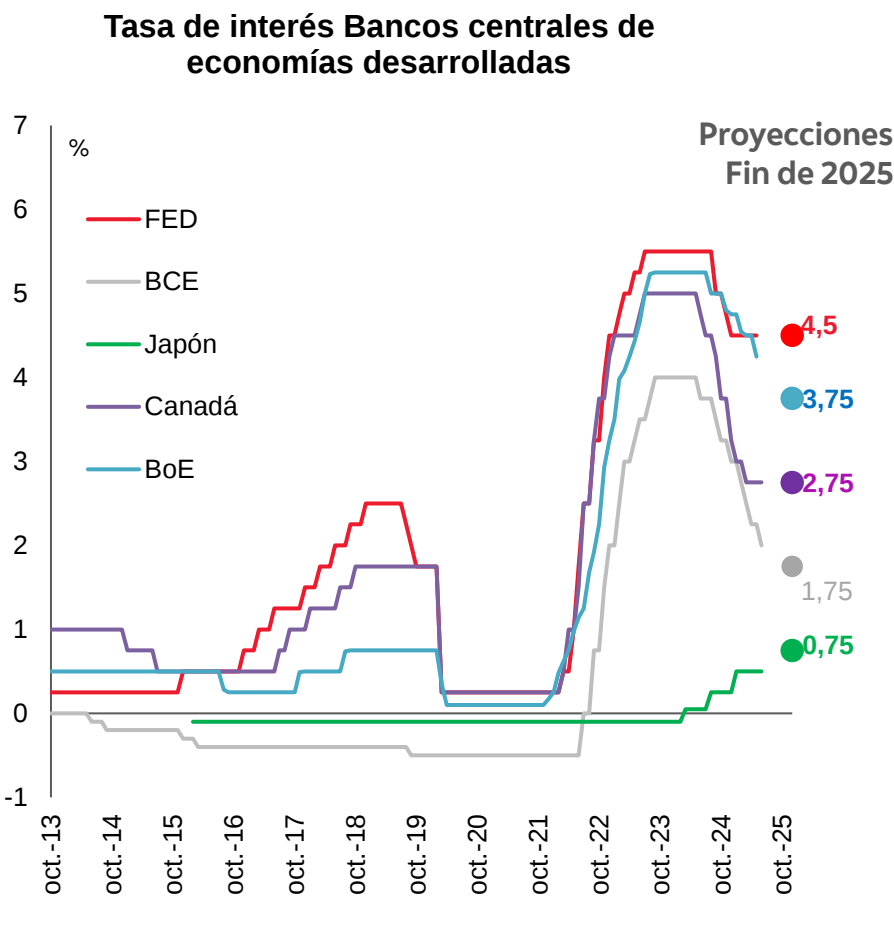
Tasa fed vs Tesoros



Empinamiento de las curvas de la deuda pública
Mercados Desarrollados



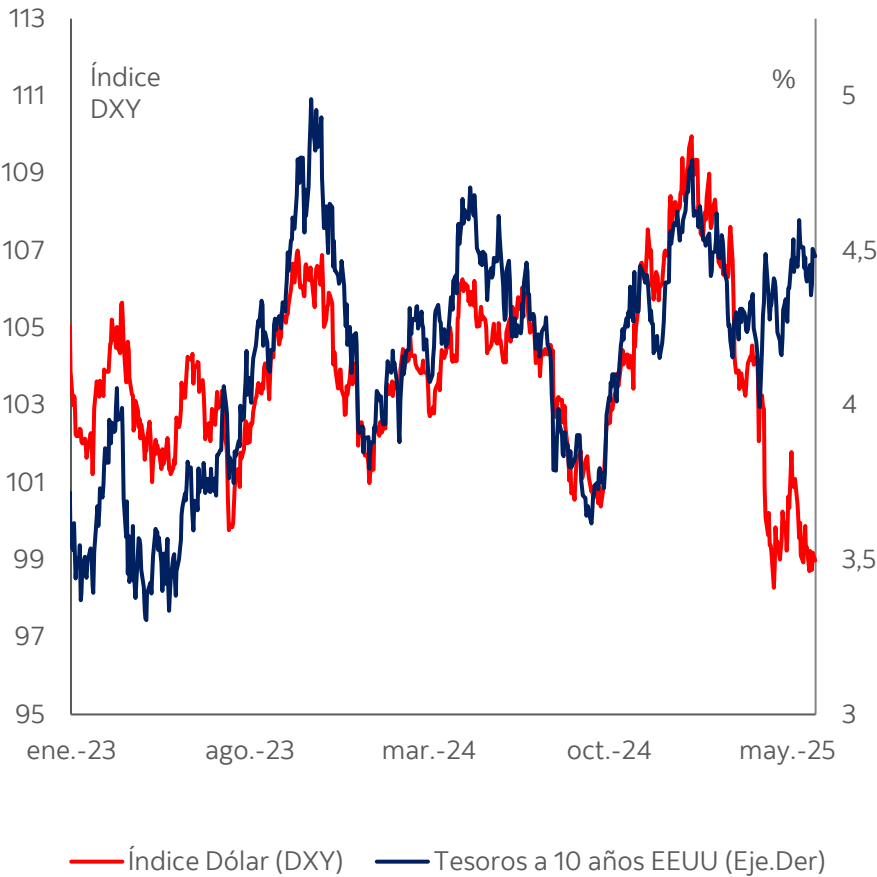
En la medida que las tasas de interés real se mantienen altas, la discrepancia entre los ciclos de política monetaria dependerá del impacto de la guerra comercial en el crecimiento económico.



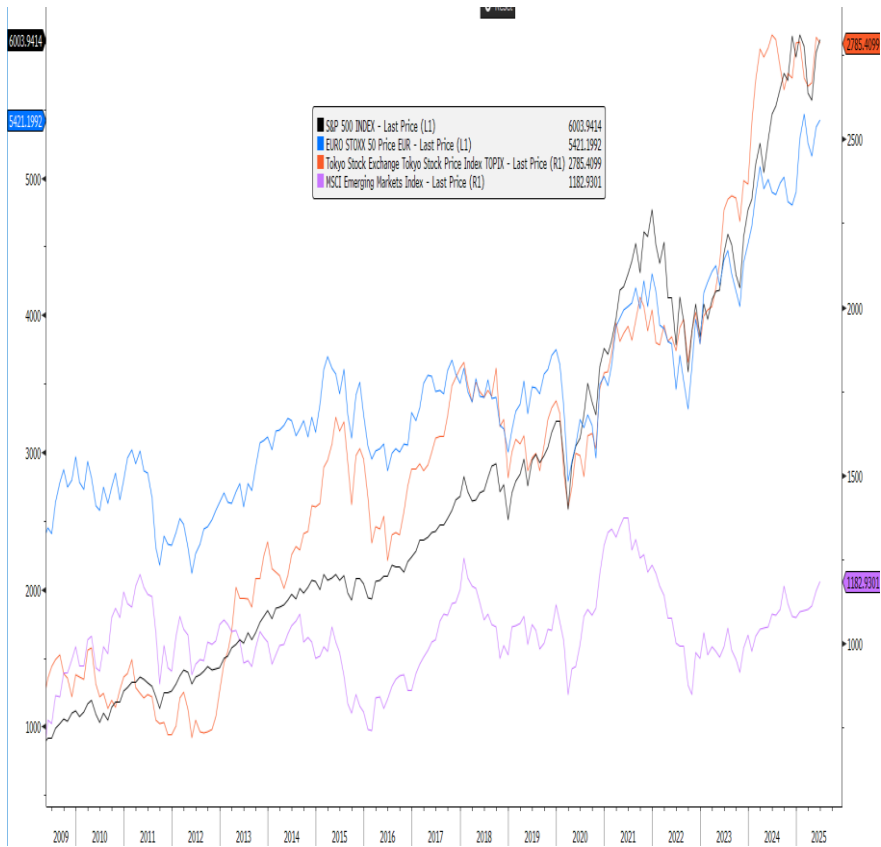
Fuentes: Haver, Scotiabank Colpatría Economics.

En medio de la confusión, el mercado trata de descubrir su apetito estructural por activos estadounidenses.

Evolución índice DXY vs Tesoros a 10 años



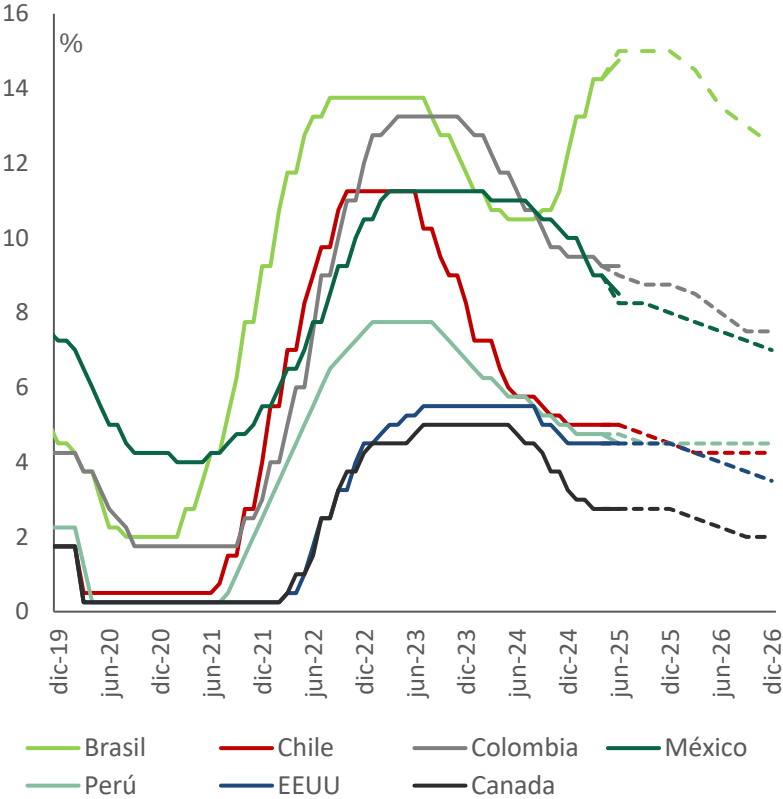
Evolución Índices Bursátiles
S&P 500, EuroStoxx 50, Tokyo SE, MSCI EM.



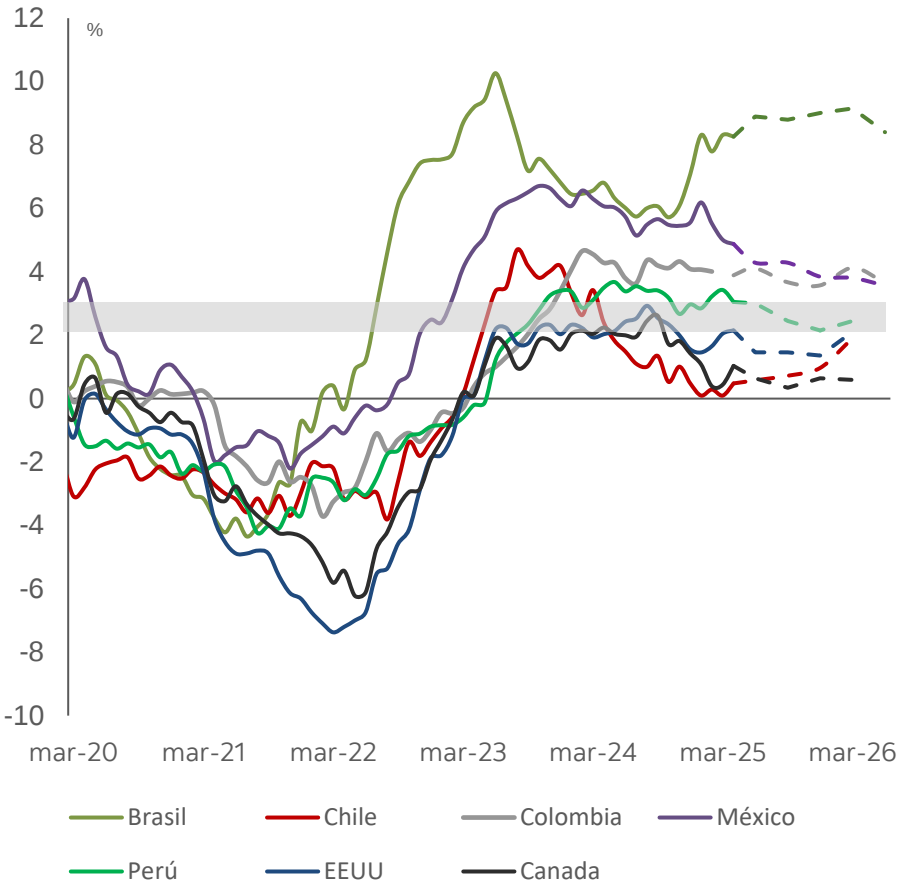
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics,

En Latinoamérica las tasas reales reflejan la percepción de riesgos fiscales y salvaguardan el movimiento de la moneda.

Expectativas de Tasas de Interés
Latinoamérica



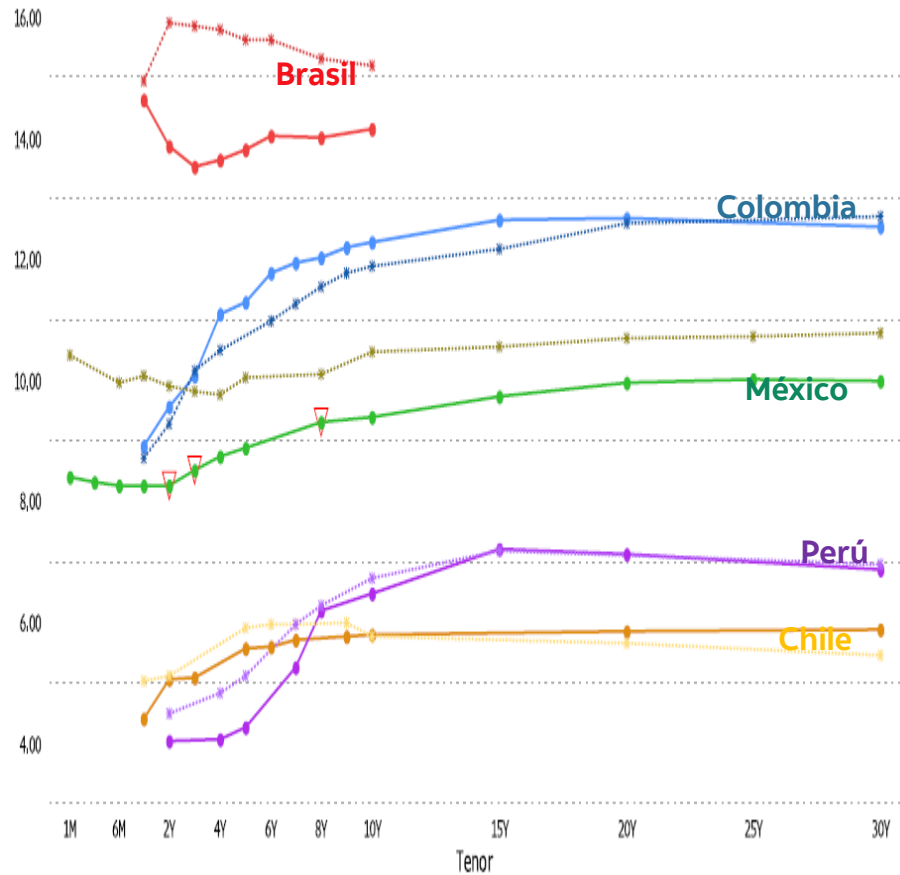
Evolución de la tasa de interés real



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

Activos Latam: Las tasas de Colombia son las de más deterioro en lo corrido del año.

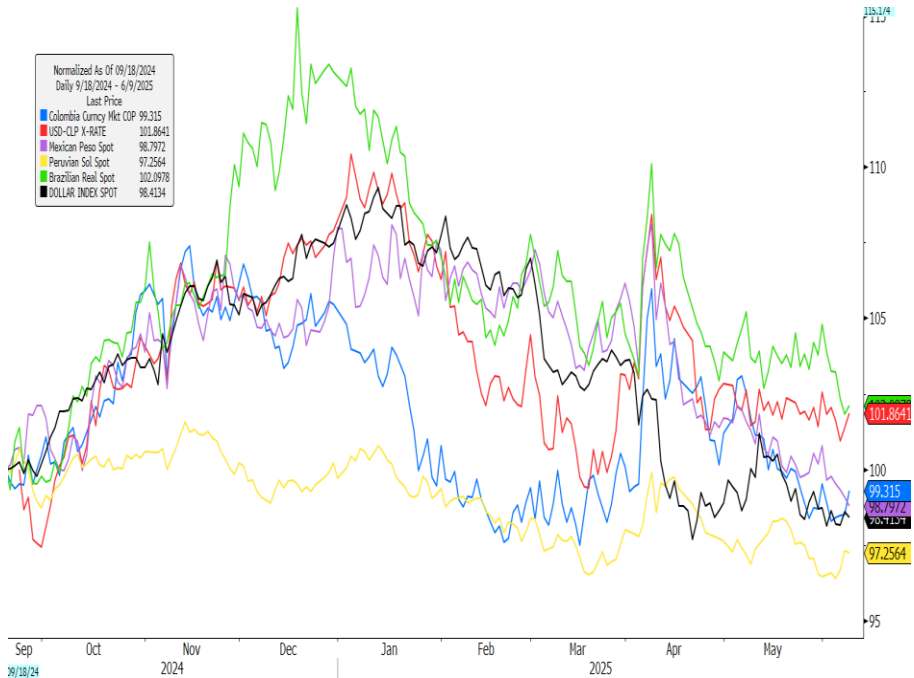
Curvas de rendimiento
Deuda Pública - LatAm



Líneas continuas representan el valor más reciente de la curva.
La línea punteada representa el nivel de la curva con corte a Diciembre 31 de 2024

Fuente: Bloomberg.

Evolución monedas LatAm
Base 100 = reunion Reserva Federal Septiembre 2024



Colombia

Monitor de eventos relevantes

PIB

1T-2025

2,7%

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

Inflación

5,05%

Mayo 2025

La inflación tuvo una desaceleración importante durante el mes, pero evidenciando efectos de indexación que permanecen.

Tasa Interés

9,25%

De manera sorpresiva para el mercado el Banrep decidió por unanimidad reanudar el ciclo de flexibilización. El espacio monetario se reduce a medida que la inflación se acelera.

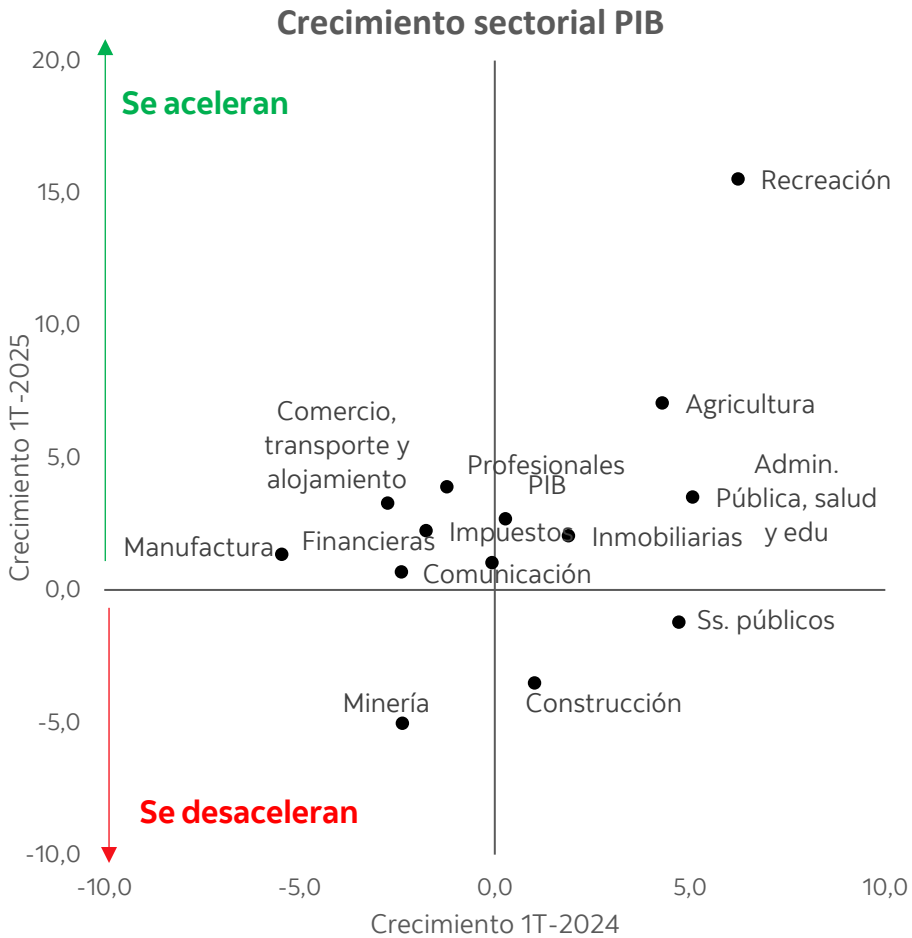
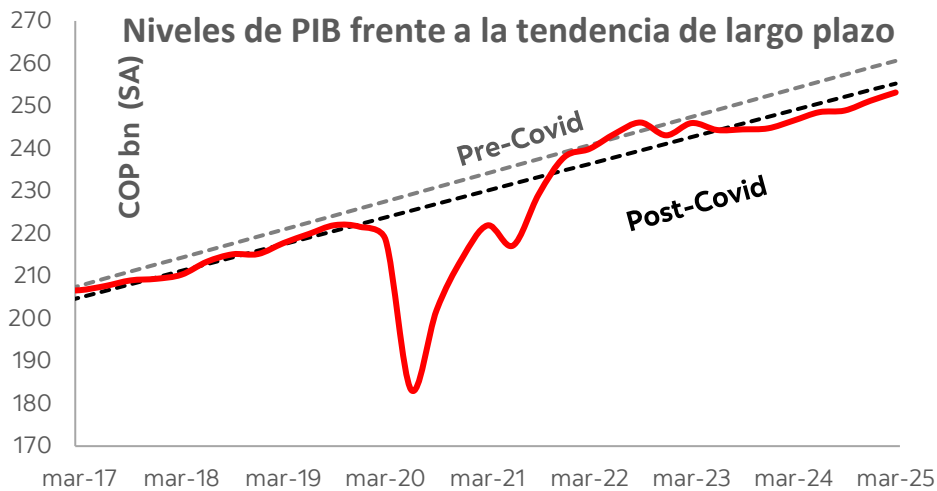
En mayo la Reserva Federal mantuvo inalterado su rango de fondos federales y afirmó un ajuste de tasas de interés más gradual durante 2025, lo cual será un factor que genere cierta volatilidad en los activos de riesgo.

Eventos próximos

Jun 13	Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025
Jun 17 - 18	Decisión de tasas de interés Fed
Junio 20	Fin de la Legislatura
Junio 27	Decisión de tasas de interés BanRep
Julio 1	Entrada en vigor Reforma Pensional (Suspendida por la Corte Constitucional)
Julio 20	Inicio de la Legislatura

Comenzando 2025 el crecimiento económico habría estado apalancado en el comercio, la agricultura y servicios como entretenimiento y administración pública.

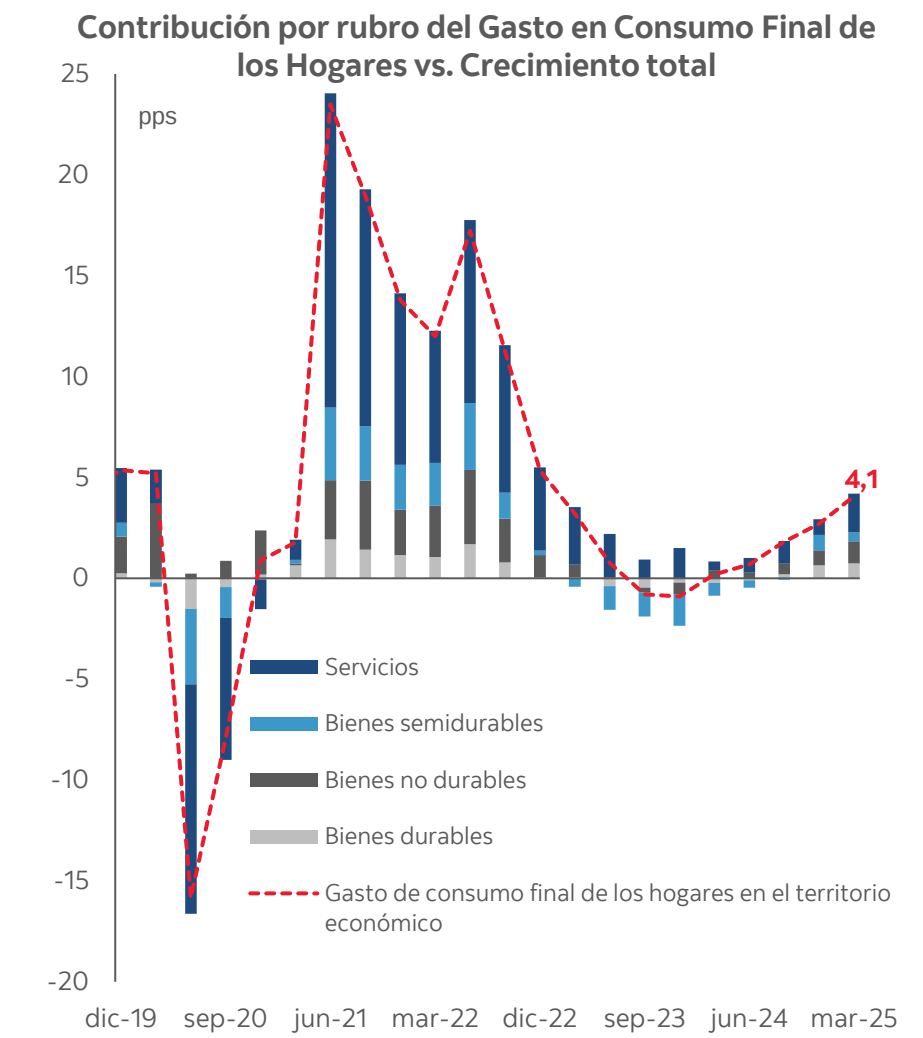
En el primer trimestre del año los sectores de servicios han continuado con una contribución importante, aunque perdiendo terreno frente al comercio.



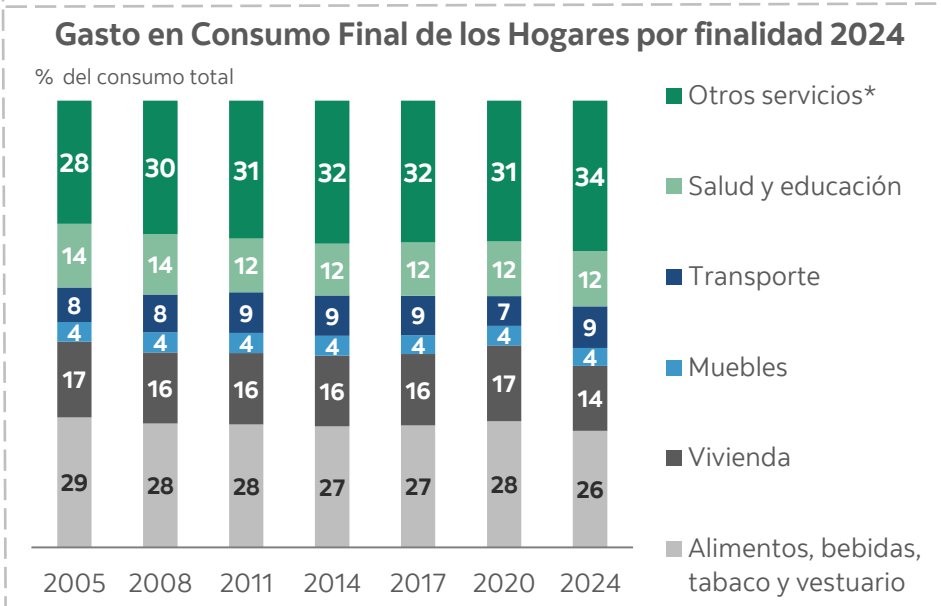
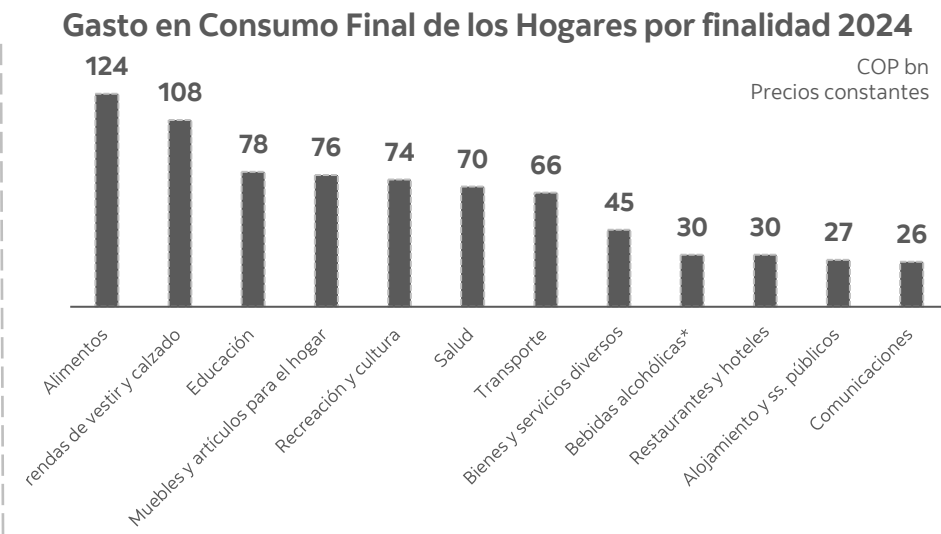
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

Se espera que el consumo de los hogares continúe con una tendencia más sostenible

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



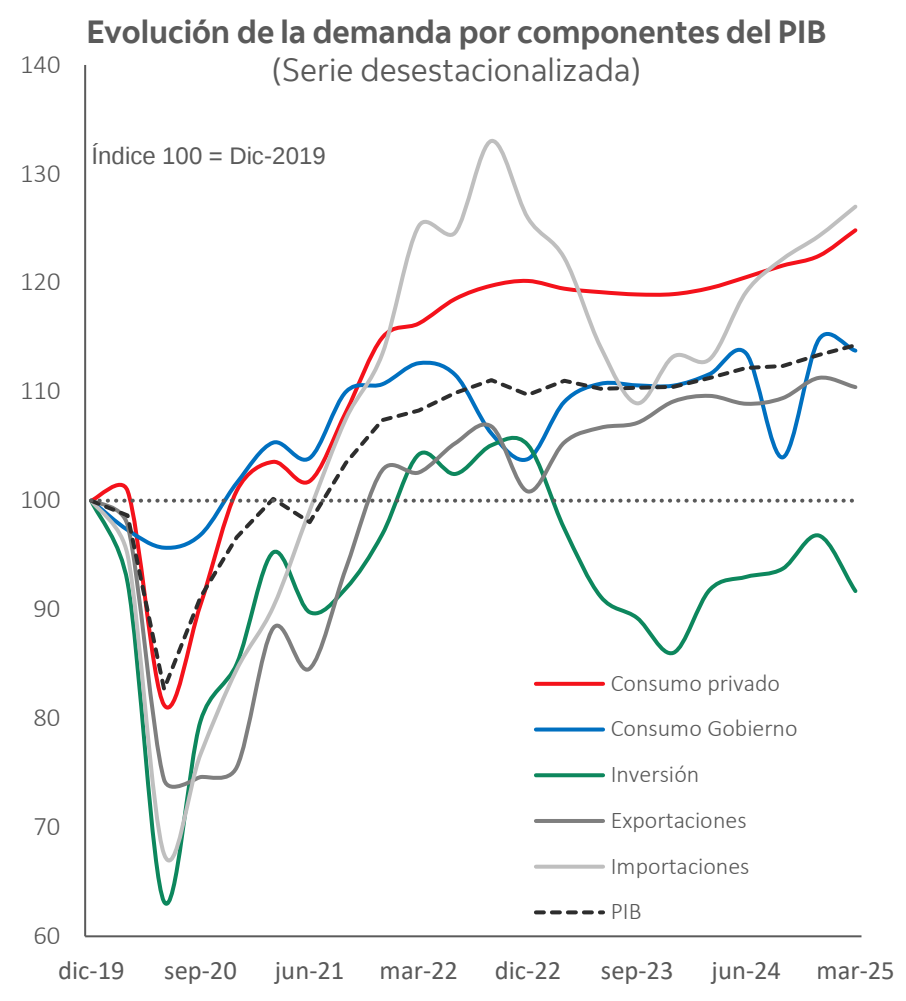
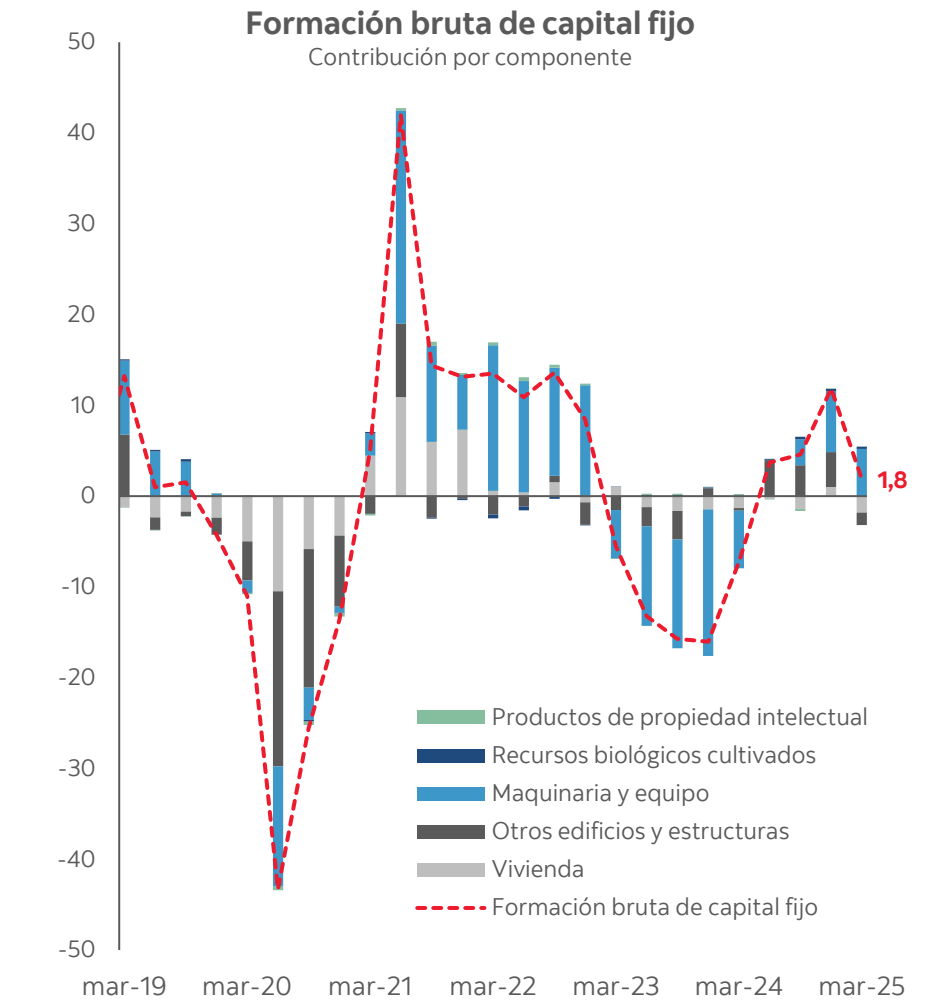
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.



La inversión fija ha vuelto a su tendencia negativa, principalmente en edificaciones.

La inversión fija ha tenido un deterioro considerable donde la inversión en vivienda (-8,6% a/a 1T-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).



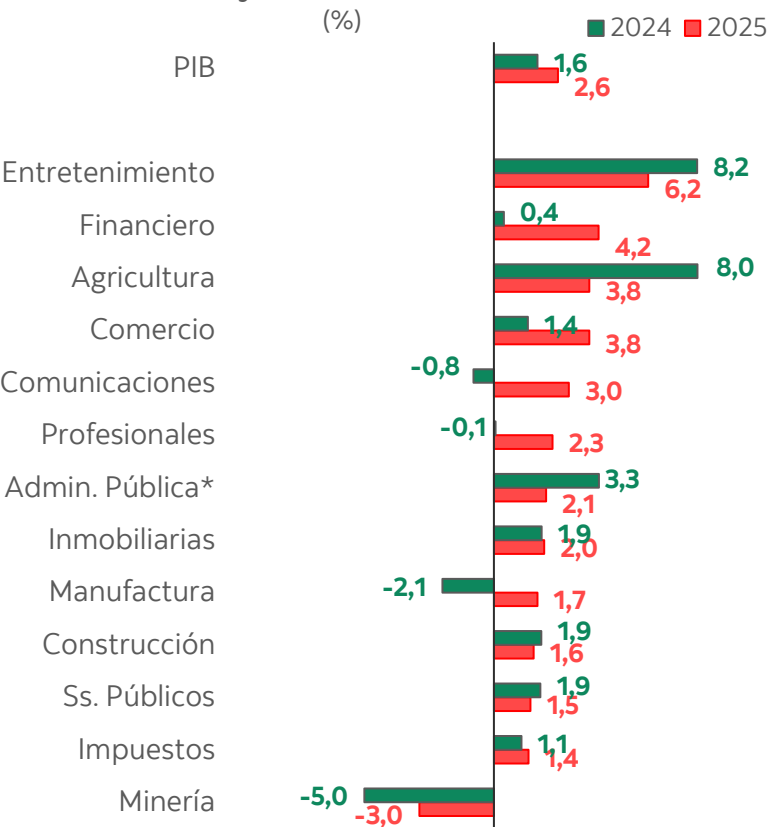
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

La economía tendría una reestructuración donde el sector privado sería protagonista.

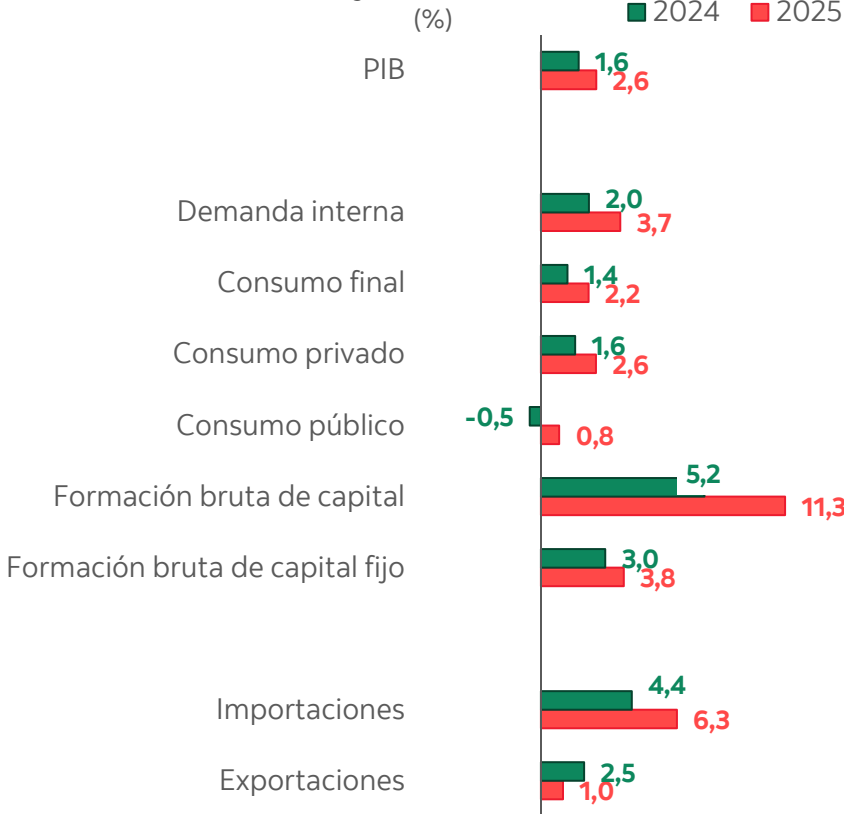
Sectores como entretenimiento y agricultura seguirán contribuyendo al crecimiento durante 2025, al tiempo que **la manufactura continuaría con su senda de recuperación**. En medio de restricciones fiscales, la reactivación dependerá del grado de dinamismo del sector privado.

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



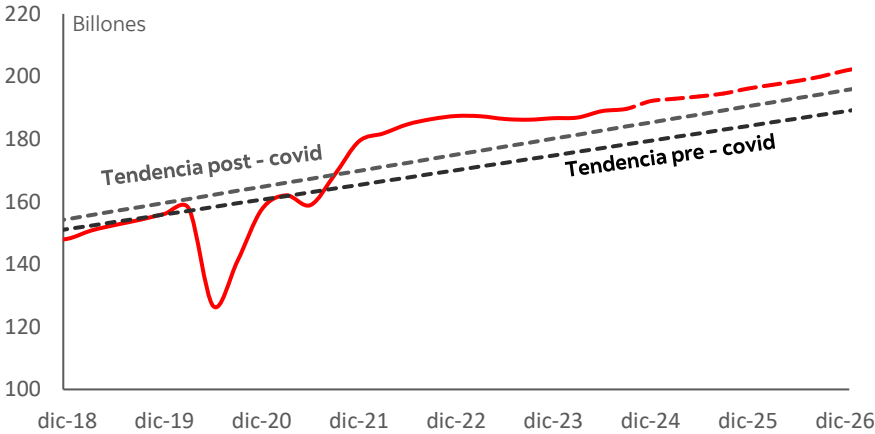
Demanda: Proyecciones PIB 2024-2025



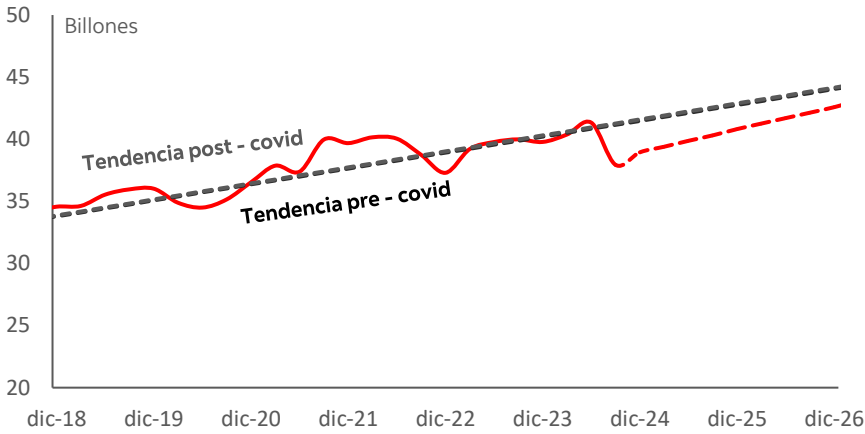
*Administración pública, educación y salud.
Fuentes: Scotiabank Economics.

El cambio estructural en el crecimiento económico se manifestaría en niveles distintos a los previamente estimados como potenciales antes de la pandemia.

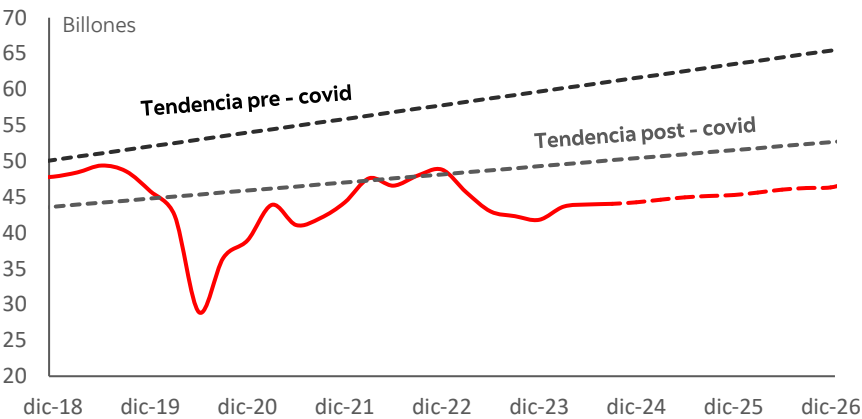
Consumo privado



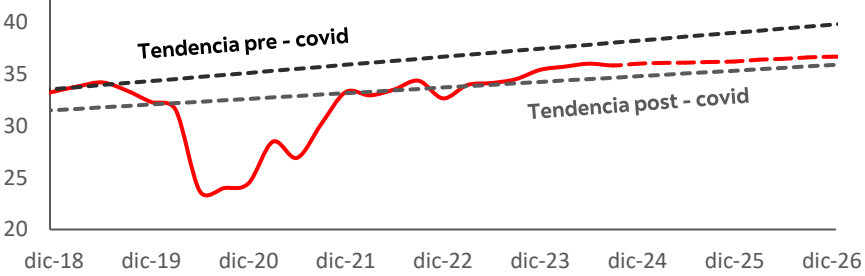
Consumo público



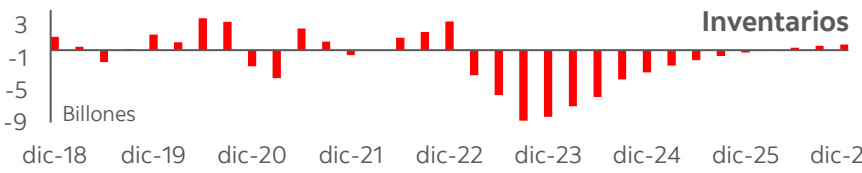
Formación bruta de capital fijo



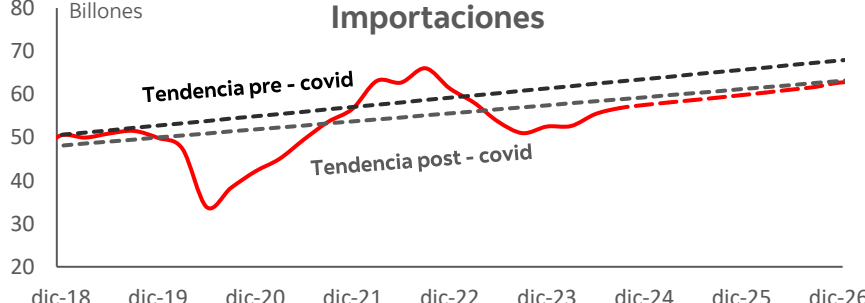
Exportaciones



Inventarios



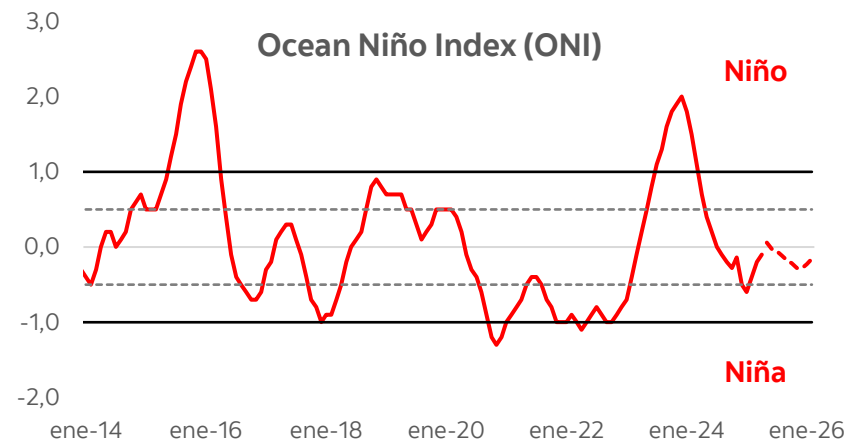
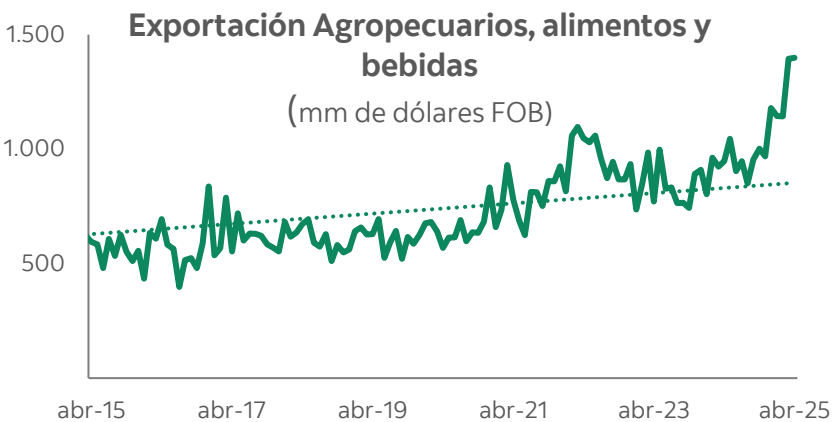
Importaciones



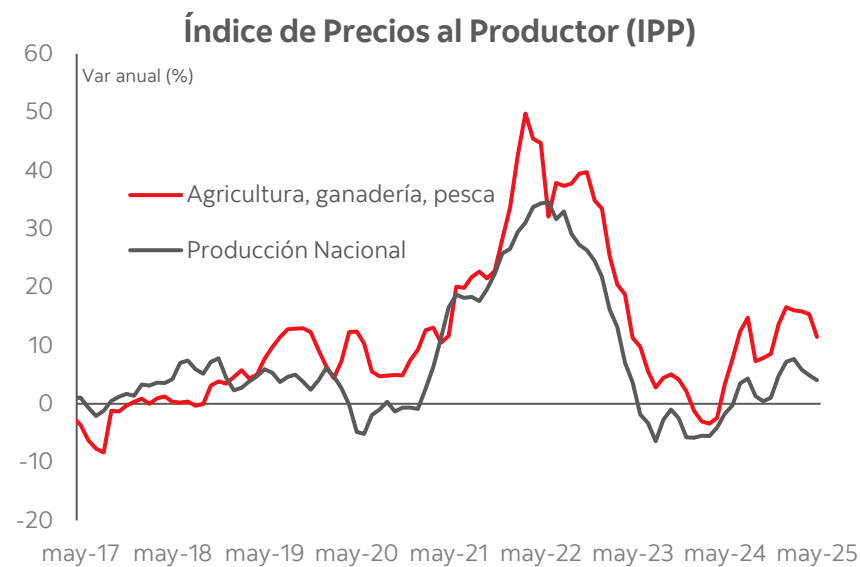
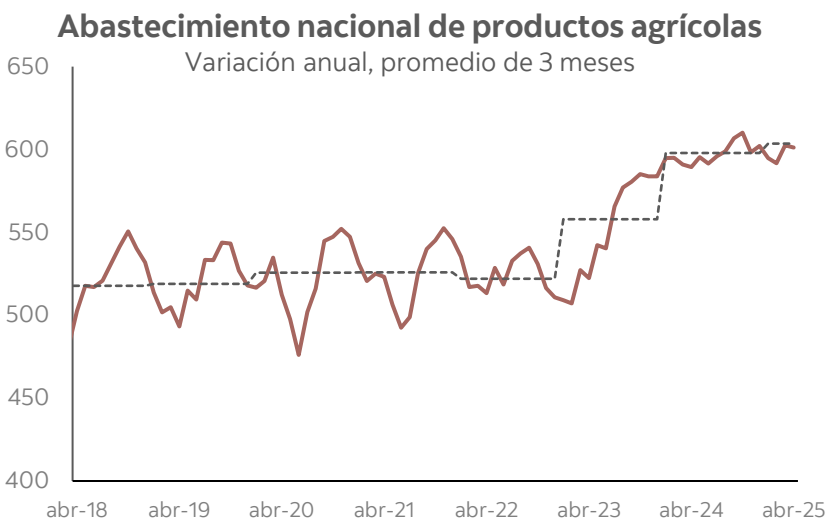
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

El sector agrícola mantuvo una buena dinámica durante todo 2024 algo que también se evidenció comenzado 2025.

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.

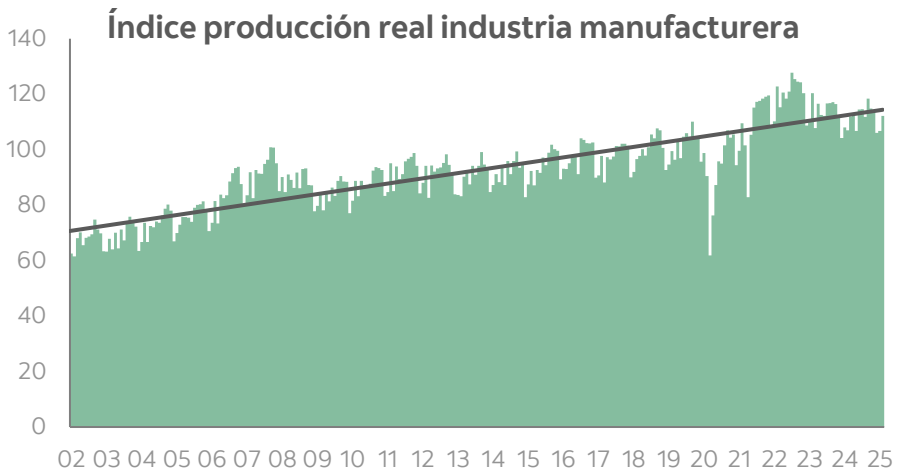


Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

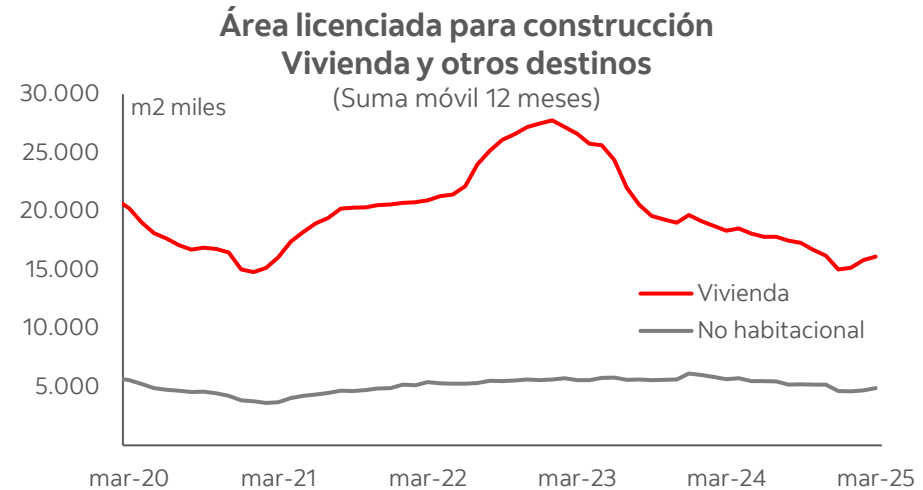


El sector secundario mantiene una dinámica débil, pero se ha recuperado con el dinamismo evidenciado en el consumo.

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.



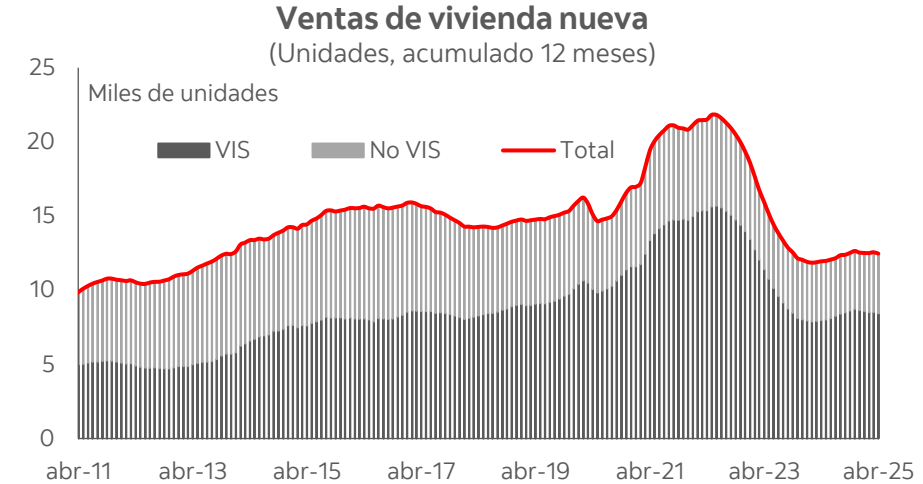
Las ventas de vivienda se mantienen en el nivel más bajo de la década. Menores tasas de interés podrían impulsar al sector de vivienda en el futuro.



Mapa de Calor: Actividades de la industria manufacturera

(Variación anual)

	dic-19	dic-20	dic-23	dic-24	mar-25	abr-25
Alimentos y Bebidas	3,8%	0,5%	-7,6%	4,6%	4,6%	-2,2%
Textiles y Calzado	7,3%	-2,1%	-11,7%	-1,8%	10,5%	2,4%
Químicos y Farmacos	7,8%	0,1%	-3,3%	-1,9%	7,8%	-1,4%
Caucho, Plástico, Vidrio, Metales	0,3%	3,2%	-7,0%	-2,2%	2,1%	-6,2%
Maquinaria y Equipo	3,9%	6,9%	3,5%	5,2%	13,7%	-8,8%
Vehículos y partes	-11,3%	15,6%	-35,2%	18,0%	19,8%	-2,7%
Coquización, refinación de petróleo	5,9%	-1,7%	8,4%	0,4%	-3,5%	-1,9%
Otras industrias	1,1%	2,6%	-6,4%	0,9%	4,8%	-4,3%

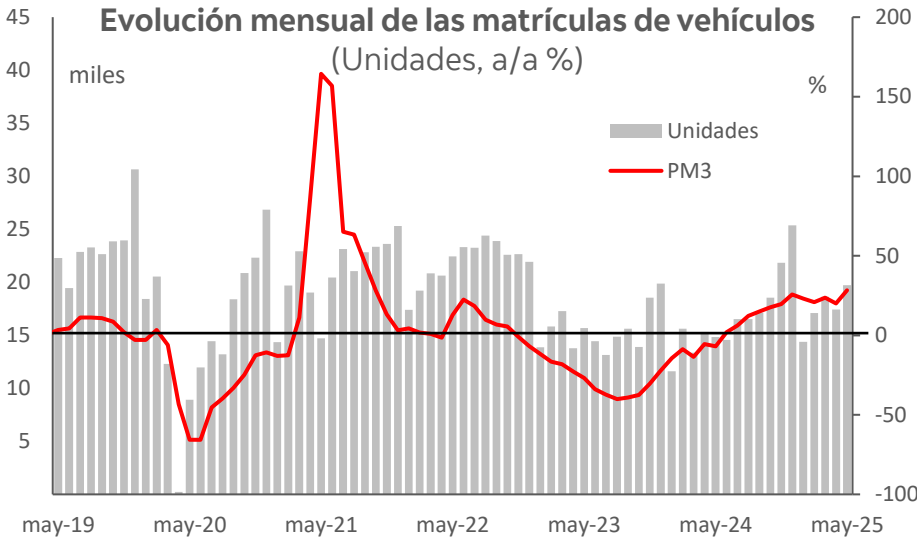
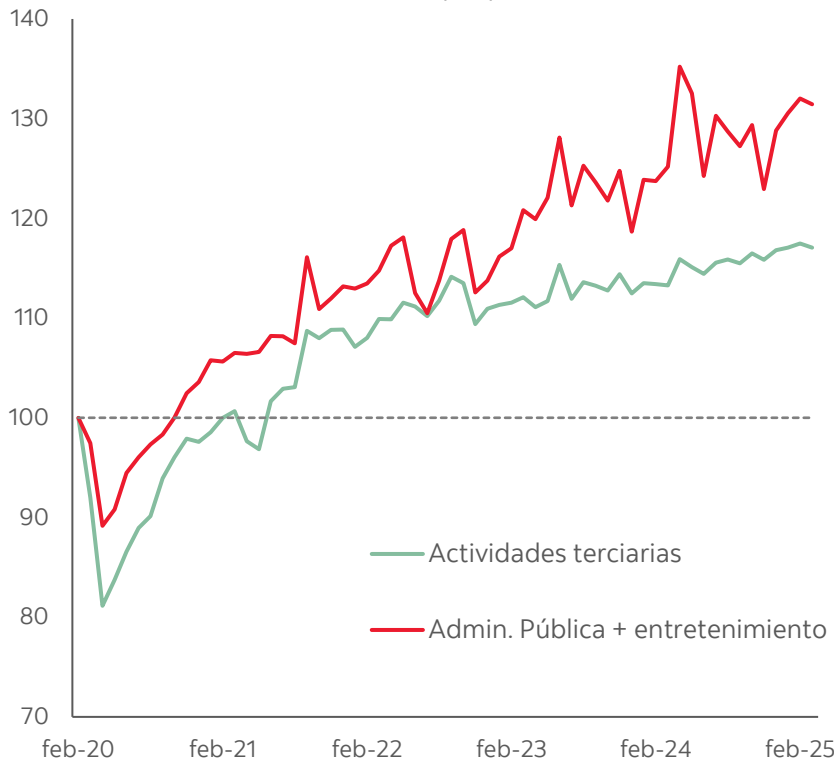


Fuentes: DANE, Camacol, Scotiabank Economics.

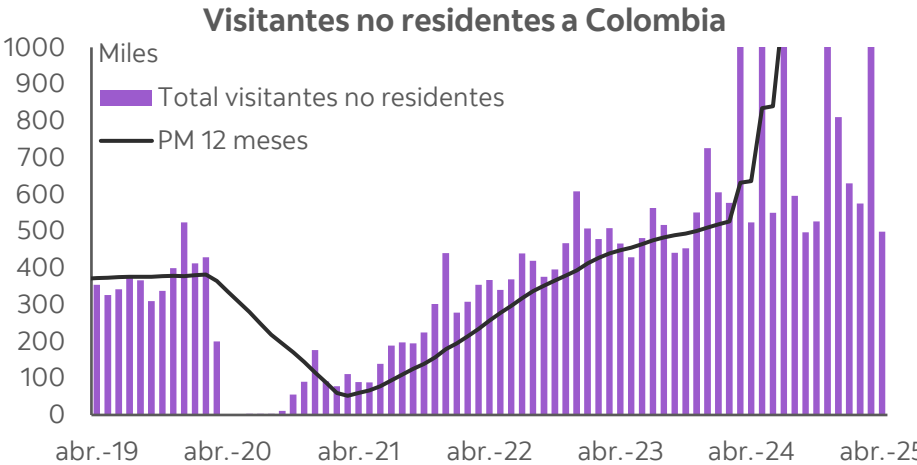
La administración pública contribuyó considerablemente en la primera mitad de 2024. Por ahora estaría perdiendo tracción al interior de los servicios.

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.

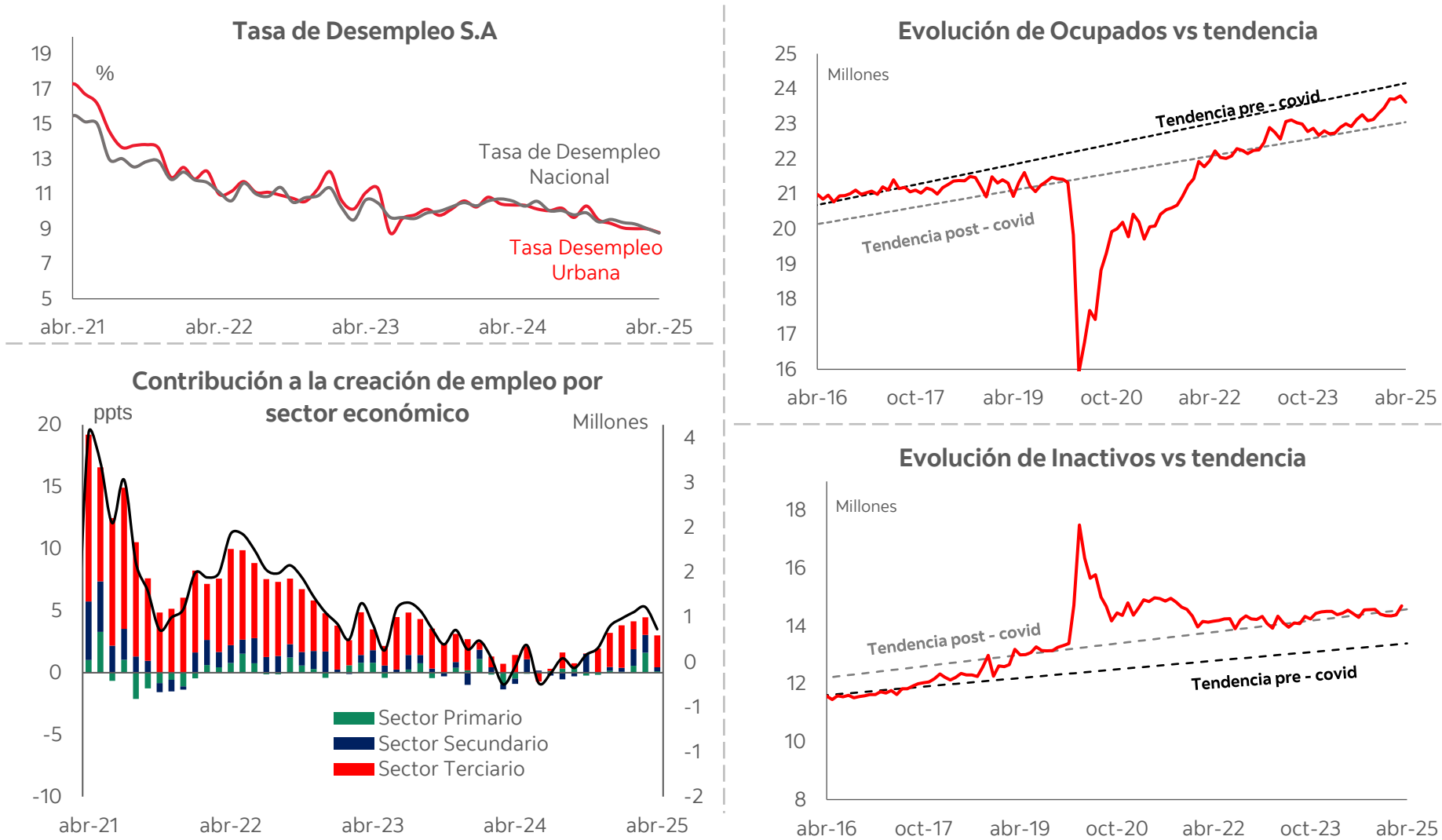


Fuentes: DANE, Andemos, Scotiabank Economics.

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.

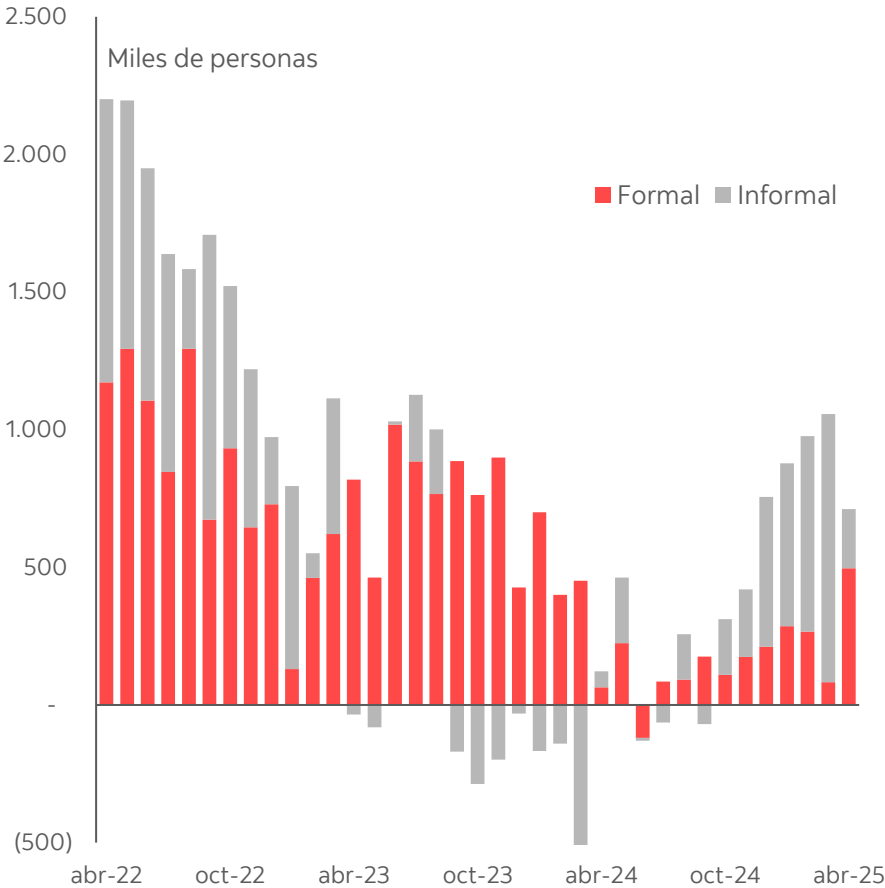


Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

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

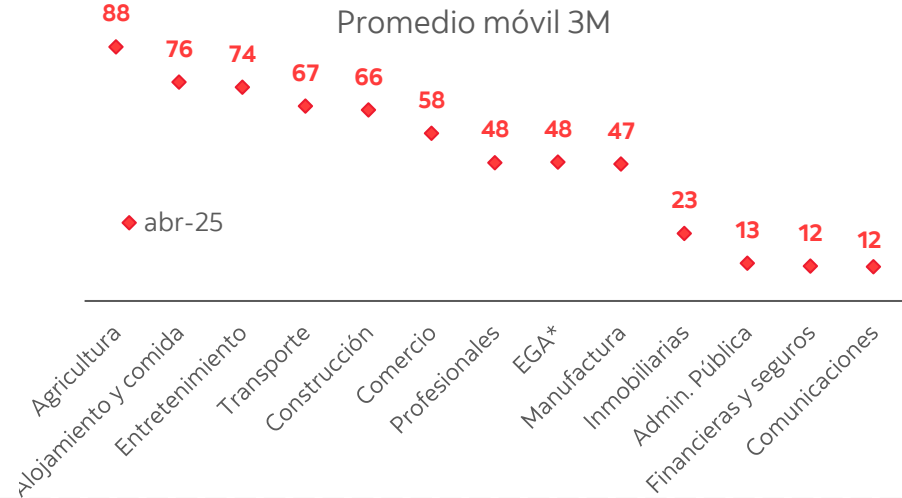
Del empleo creado en el 1T-2025, el 78% fue informal en sectores como el alojamiento y comercio. La caída en la tasa de informalidad durante abril pudo obedecer a mayores contratos por prestación de servicios en el sector público.

Creación de empleo anual total nacional

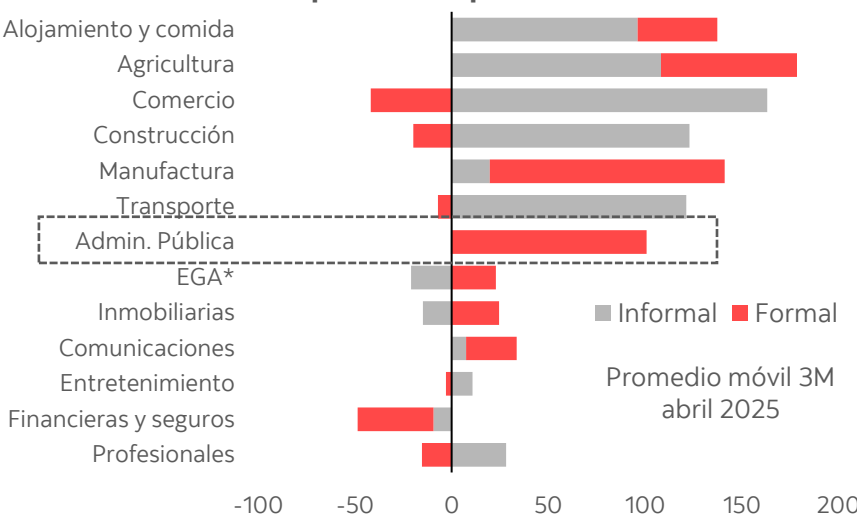


*Electricidad, gas y agua.
Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

Tasa de informalidad laboral (%)



Creación de empleo anual por rama de actividad

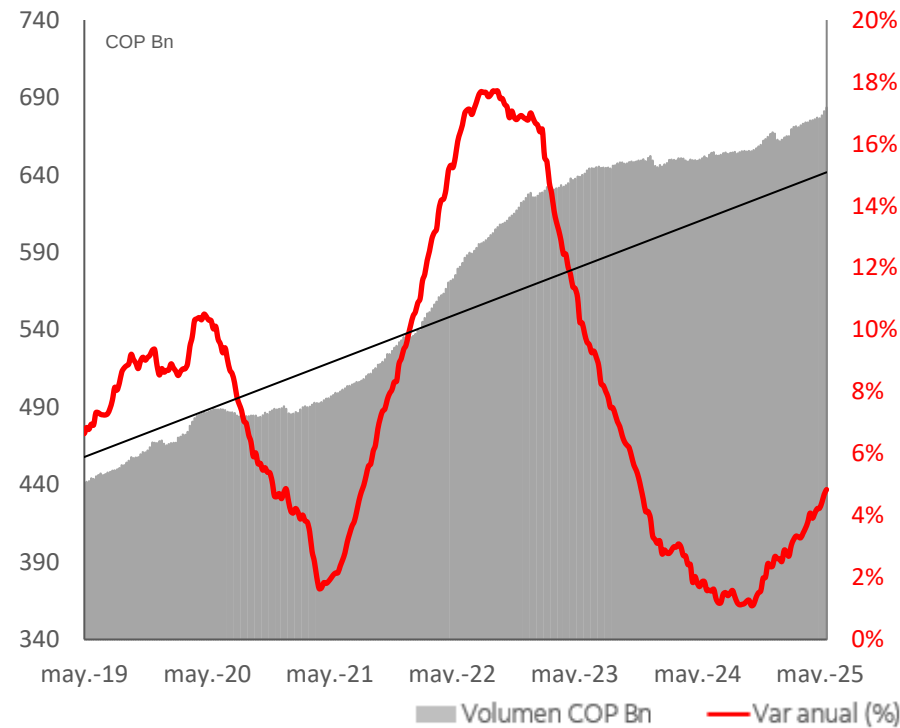


Cartera

La cartera se recupera gradualmente. La calidad de la cartera comercial está en la mira.

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

Cartera Bruta Total Sin Ajustar



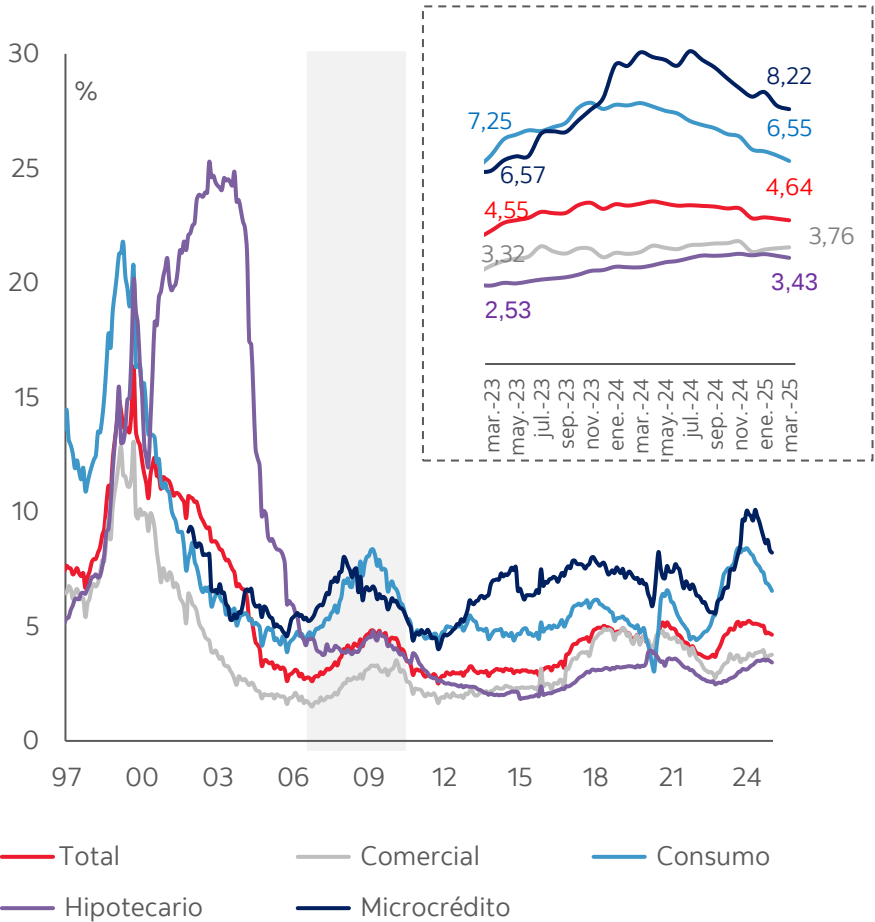
Fuente: BanRep, Scotiabank Economics,

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	4,03%	-4,40%	9,28%	7,90%	2,02%
2025	4,79%	3,24%	5,54%	9,12%	5,03%
2026	3,95%	7,00%	4,30%	8,42%	5,62%

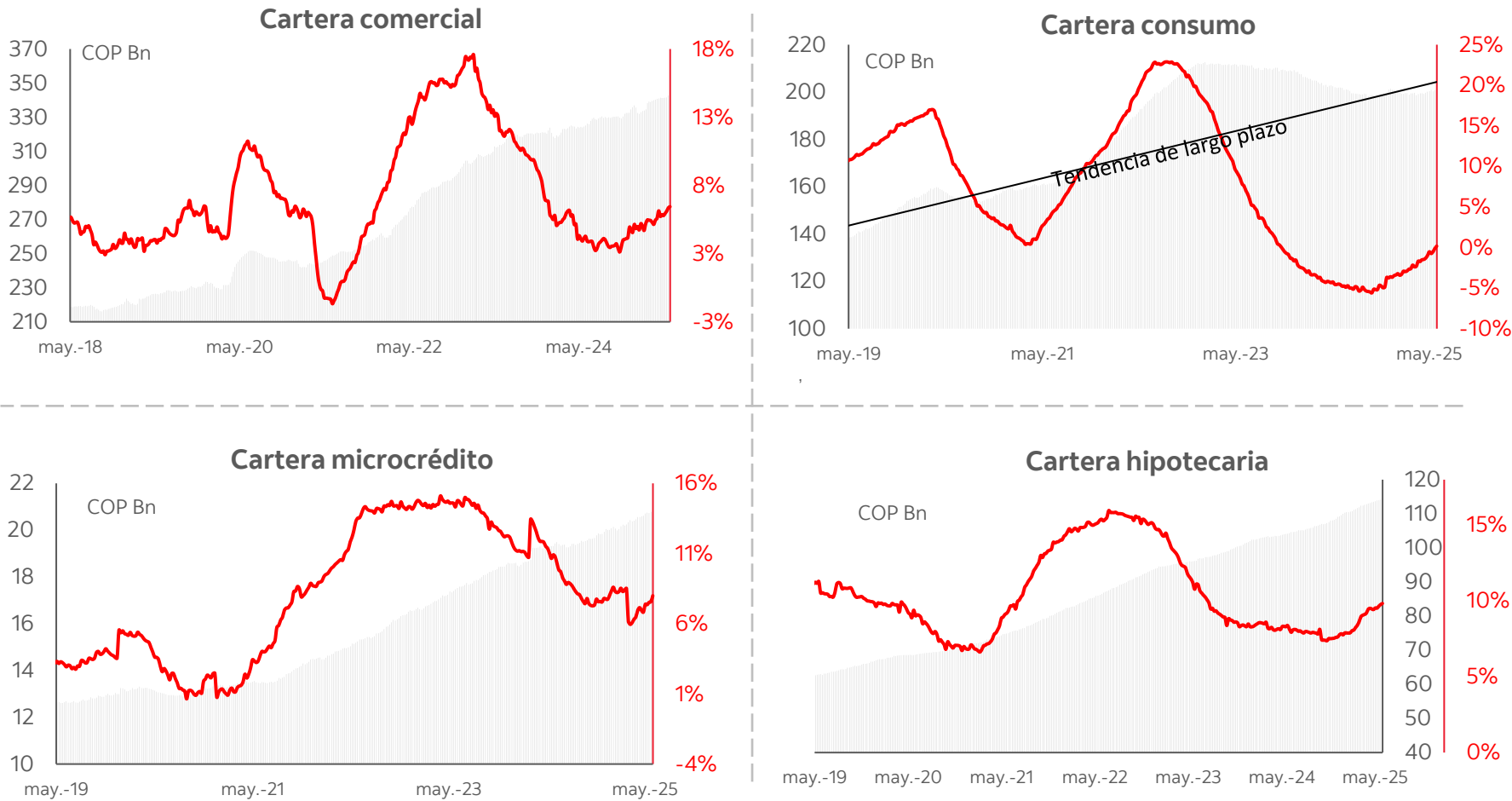
La calidad de la cartera continúa mejorando, especialmente la cartera de consumo

Indicador de calidad de cartera (%)



El progreso de la cartera es gradual

La cartera de consumo se sigue contrayendo, aunque a menor velocidad, sin embargo, su stock se alinea con la tendencia de largo plazo. La cartera hipotecaria está estable mientras que la comercial crece sin mejorar su calidad.

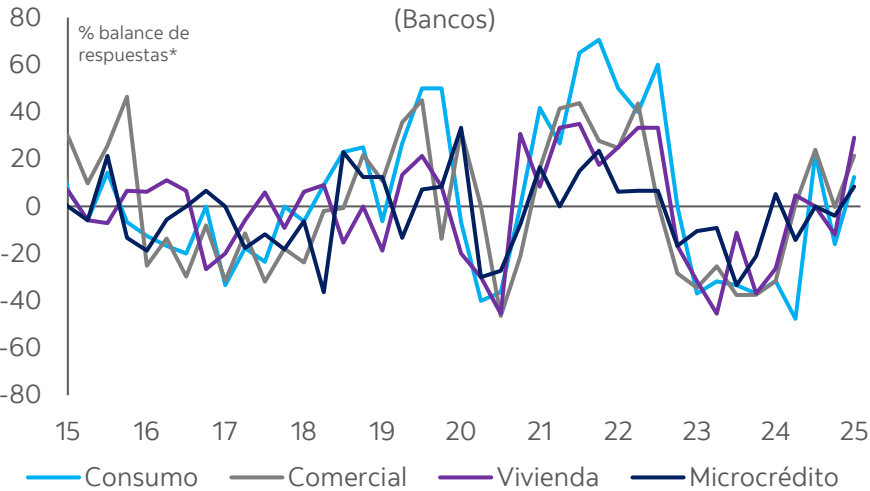


Fuentes: Banco de la República, Scotiabank Colpatría Economics

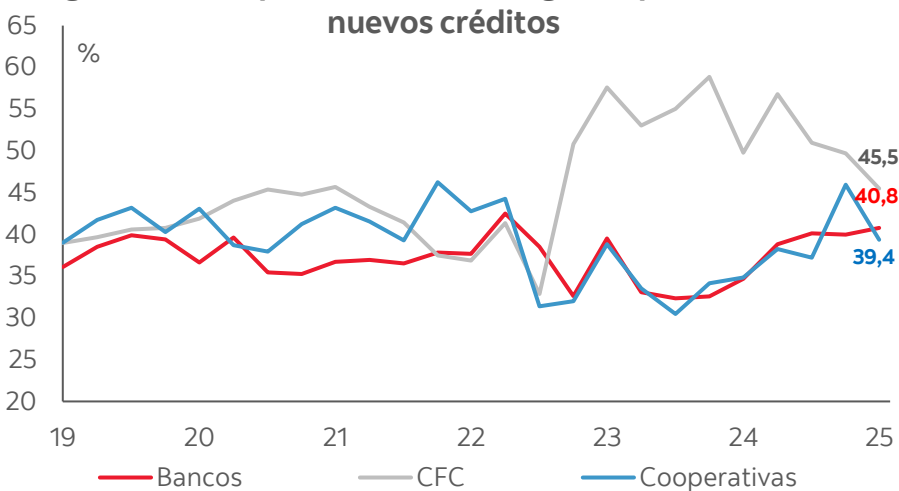
■ Volumen COP Bn — Var anual (%)

No obstante, condiciones menos restrictivas y un aumento en la demanda suponen continuidad de la recuperación del crédito.

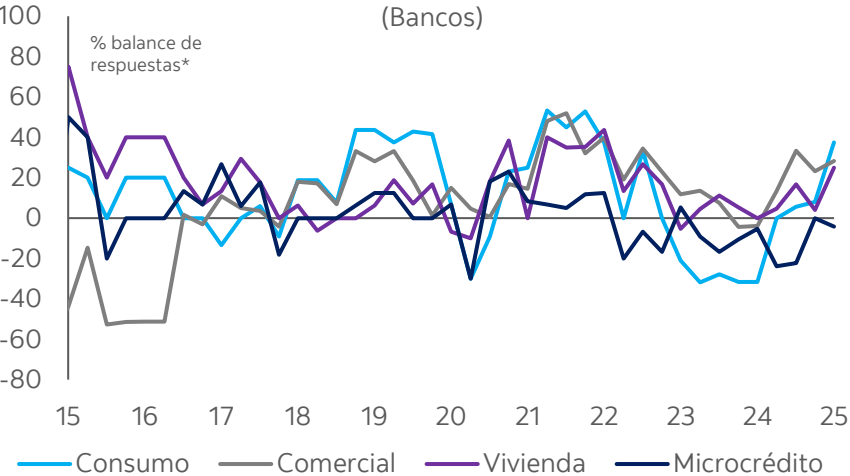
Cambio de la demanda de nuevos créditos



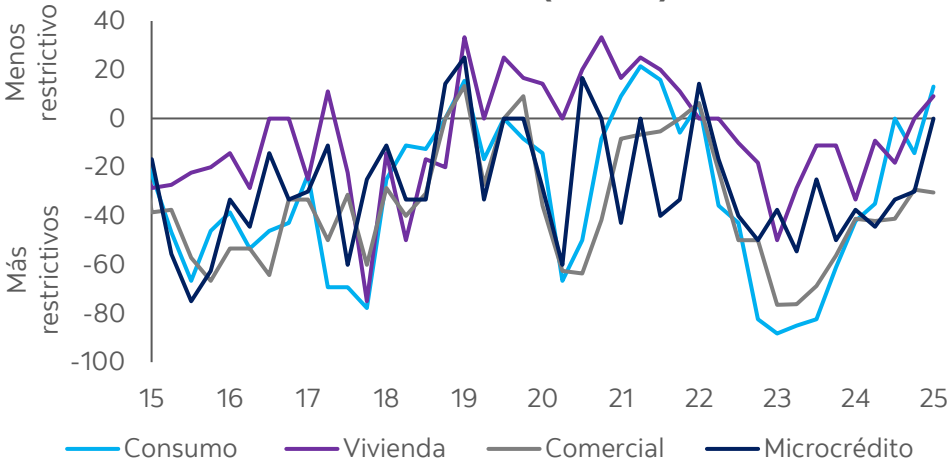
Carga financiera promedio de los hogares que accedieron a nuevos créditos



Cambio en la oferta de nuevos créditos



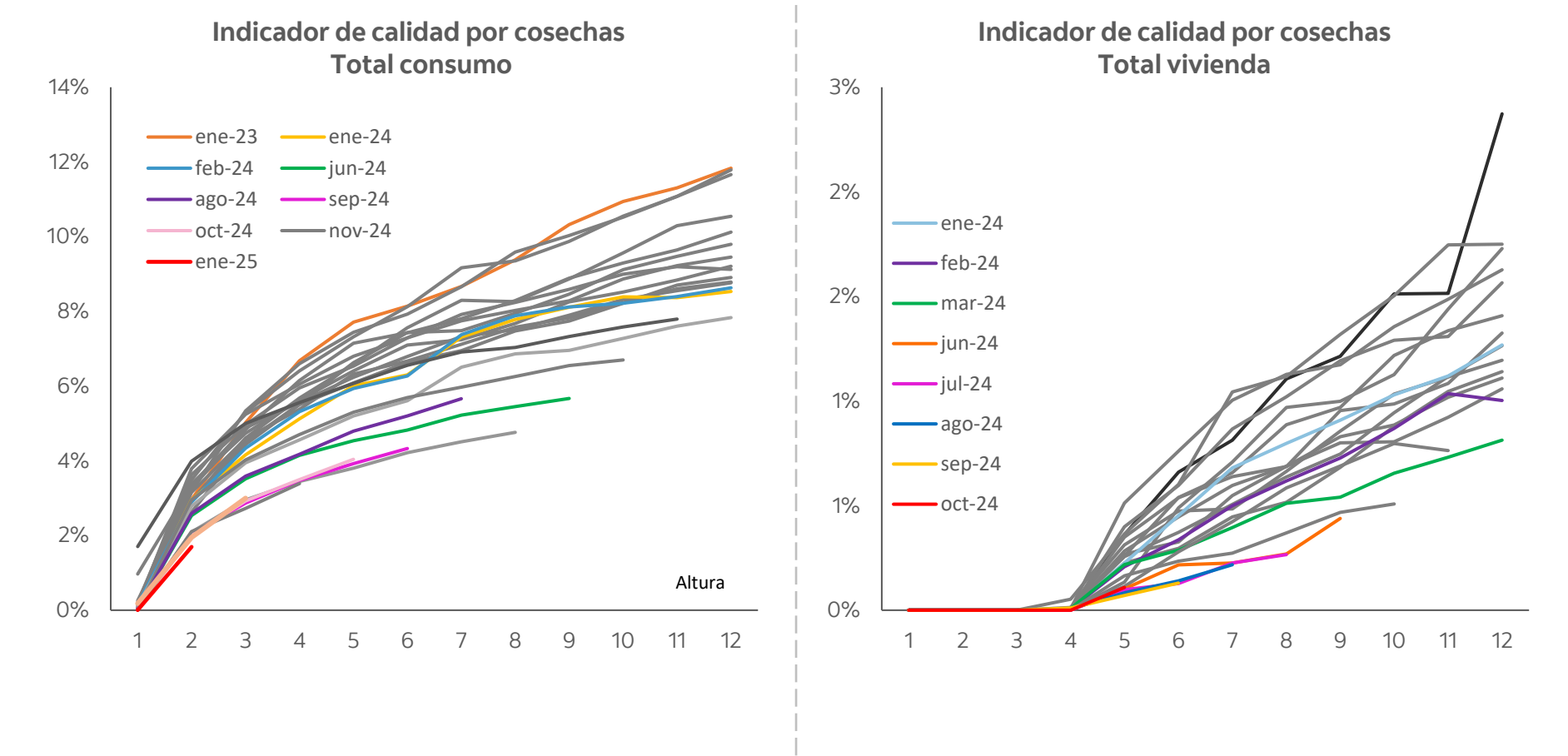
Indicador del cambio en las exigencias en el otorgamiento de nuevos créditos (bancos)



*Un resultado positivo del balance se interpreta como una percepción general de un aumento en la oferta, y viceversa.
Fuente: BanRep.

El pago de créditos mejora, suponiendo condiciones financieras más sanas en los hogares

Un menor nivel de consumo ha permitido normalizar el pago de la deuda de los hogares, se espera que la calidad de la cartera siga presentando un comportamiento favorable en medio de una menor carga financiera.

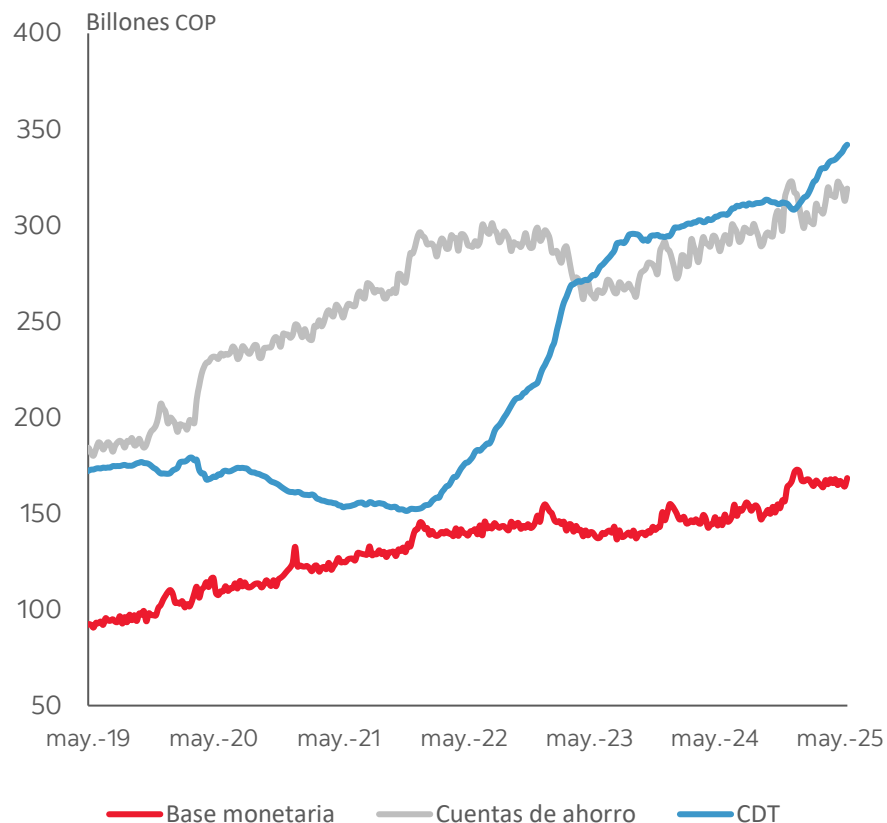


Fuente: Superintendencia Financiera, Scotiabank Economics.

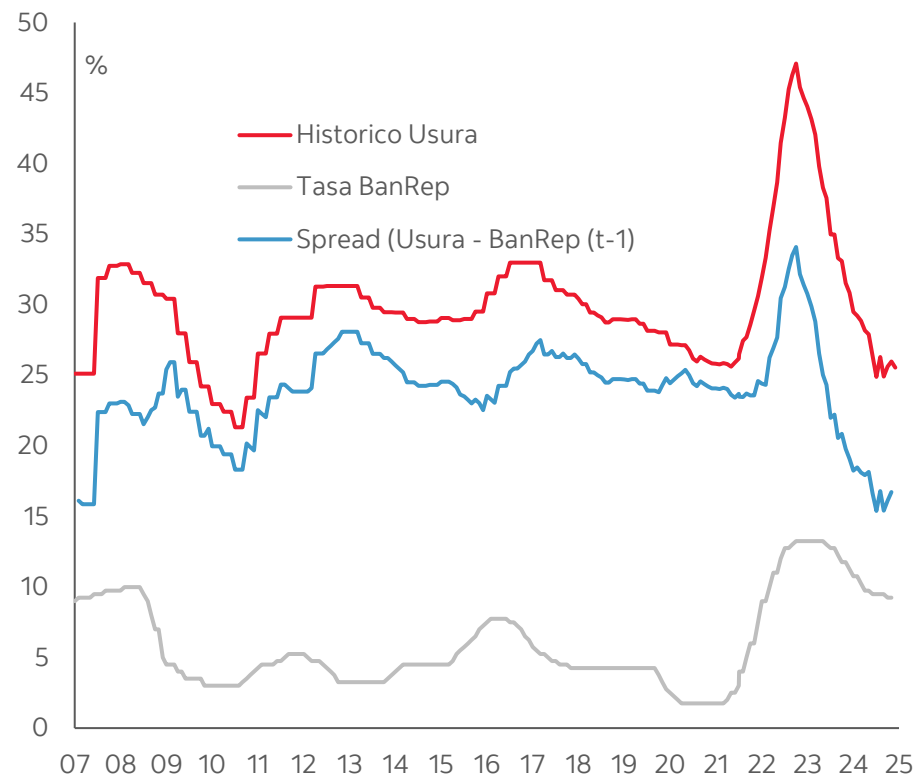
La expectativa de tasas altas sigue favoreciendo la opción de ahorro frente a la demanda por crédito. Por otro lado, la regulación adversa en la usura tardaría en cambiar.

Los depósitos en CDTs volvieron a repuntar. El stock de CDTs representa el 20% del PIB.

Evolución de la Base Monetaria, Cuentas de Ahorro y CDTs



Evolución de la tasa de usura vs tasa BanRep



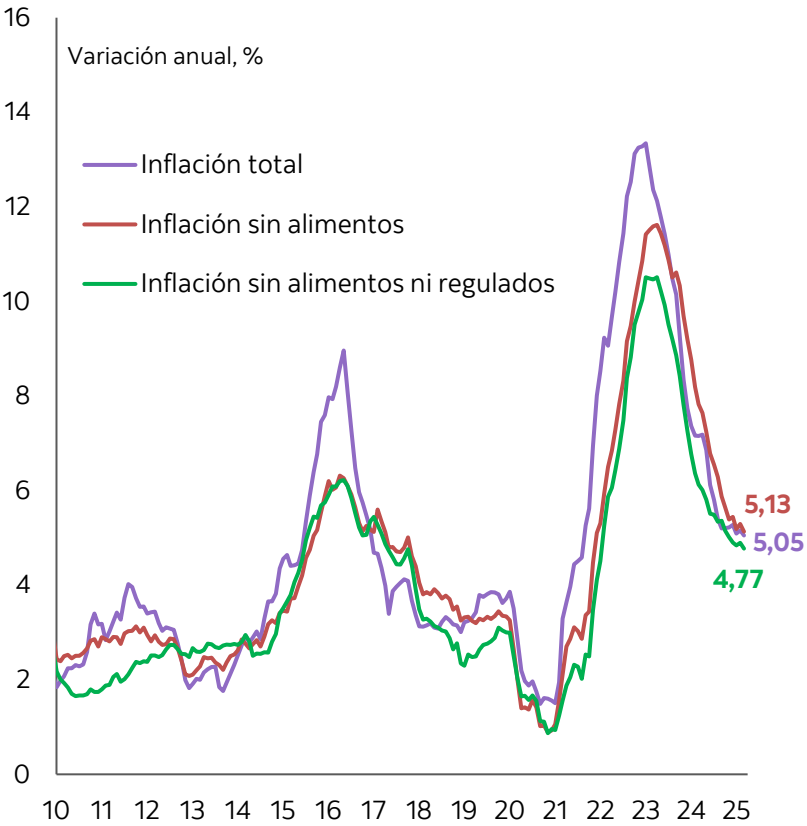
Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

Inflación

La inflación no llegaría al rango meta en 2025, lo que supone 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 suponen algunos retos en la trayectoria hacia la meta.

Evolución de la Inflación al consumidor



Efectos base en la inflación total



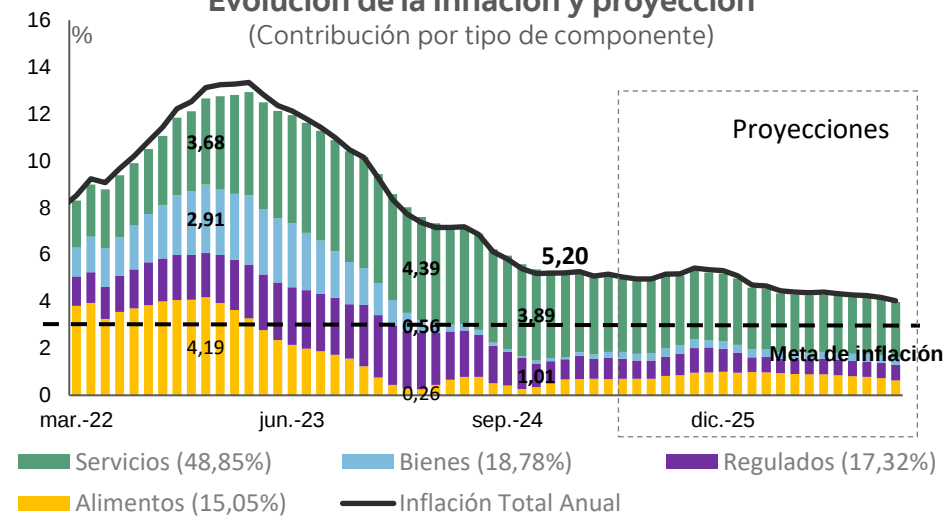
Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

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.

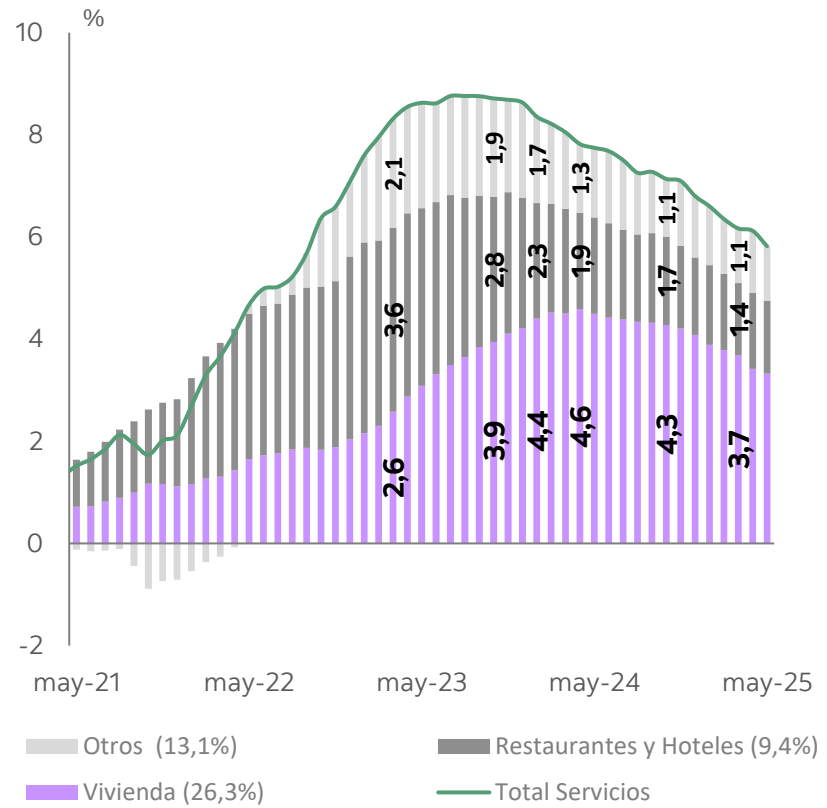
Evolución de la Inflación y proyección

(Contribución por tipo de componente)

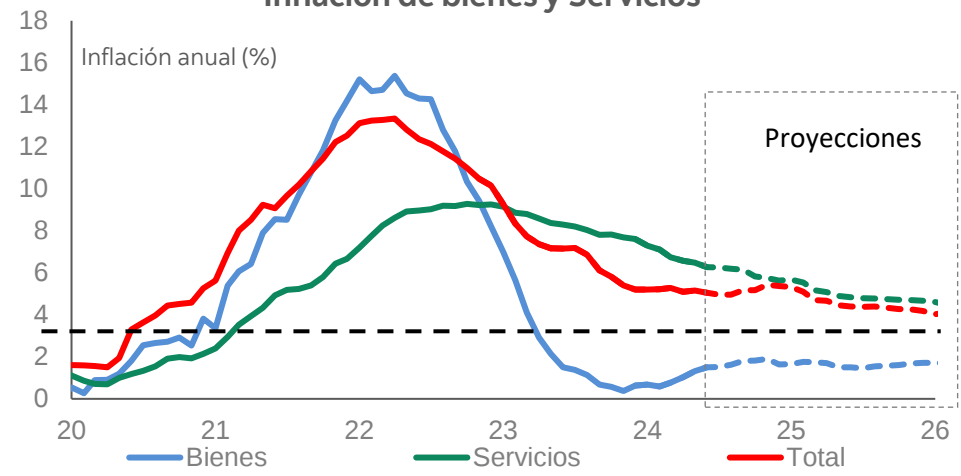


Inflación anual de servicios

(Contribución por componentes)



Inflación de bienes y Servicios



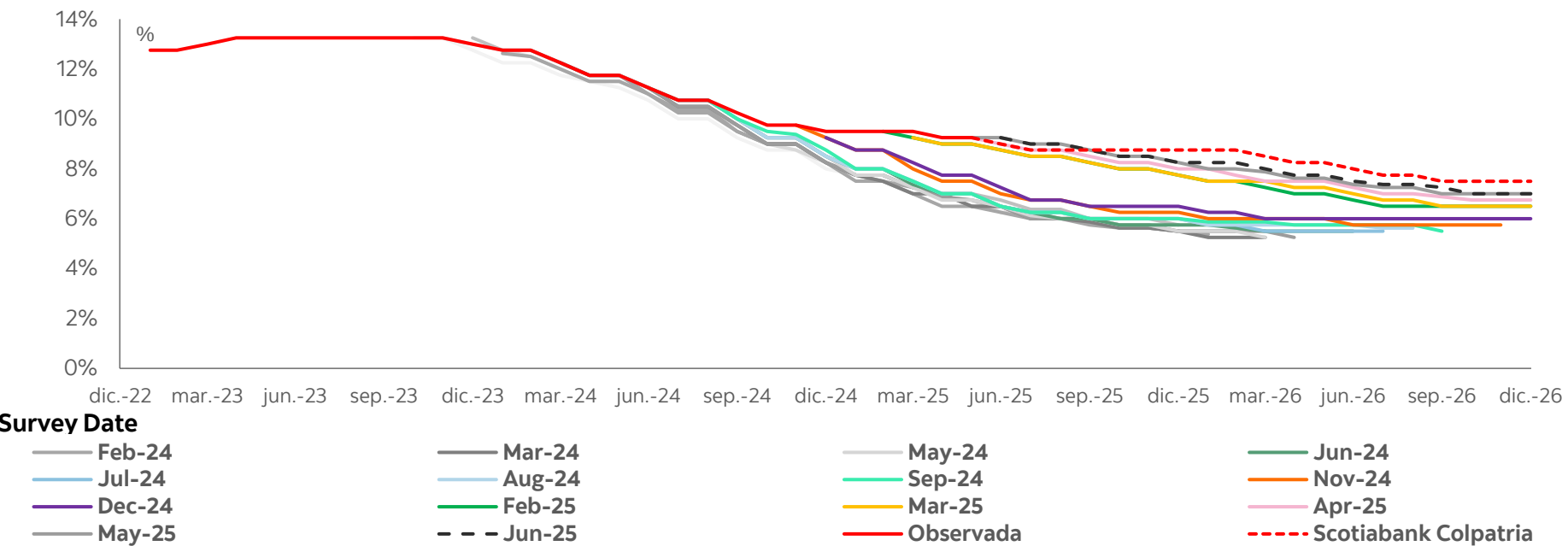
Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

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 / May 2025)



Composición de la Junta Directiva luego del cambio de dos codirectores

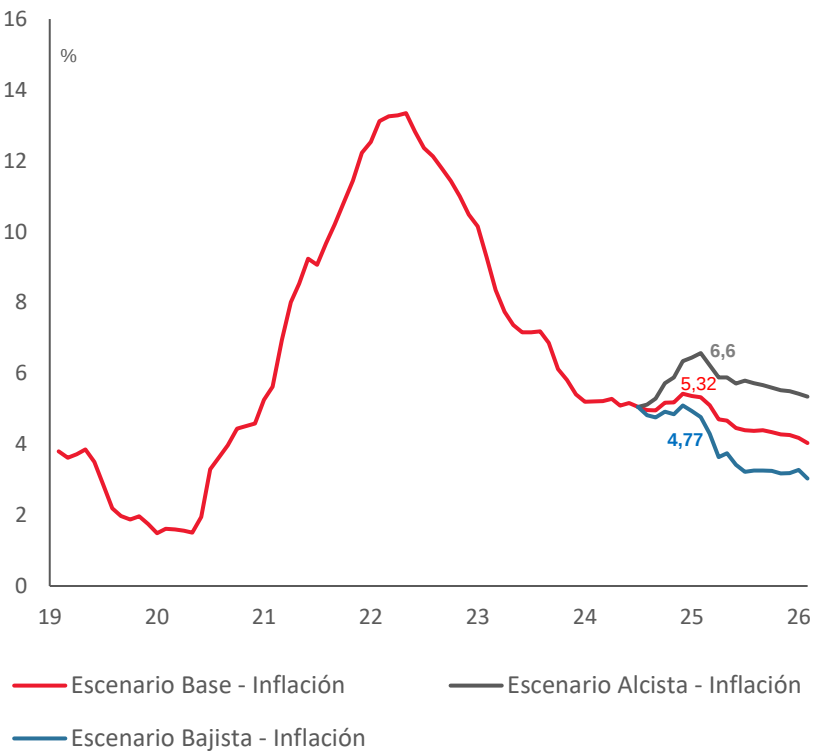
							
Ingreso a la junta	Mauricio Villamizar	Bibiana Taboada	Olga Lucia Acosta	Laura Moisa-Elicabide	Cesar Giraldo-Giraldo	Germán Avila	Leonardo Villar
	Febrero 2021	Febrero 2021	Enero 2023	Febrero 2025	Febrero 2025	Marzo 2025 Ministro de Hacienda	Noviembre 2024 – Reelecto

Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatria Economics.

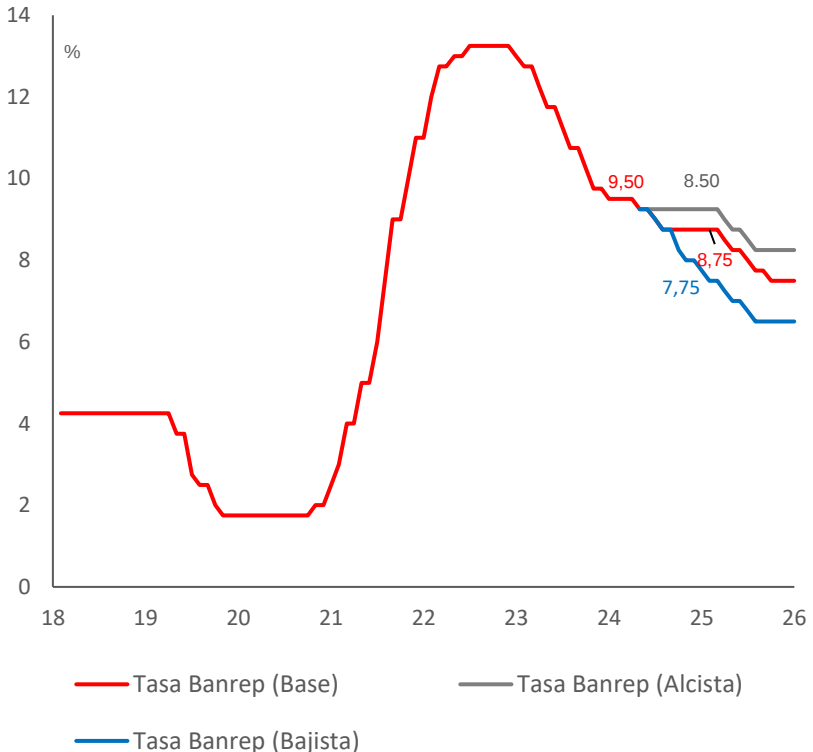
Política monetaria : El escenario de riesgos podría implicar un retraso significativo en la llegada a niveles neutrales de las tasas de interés.

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.

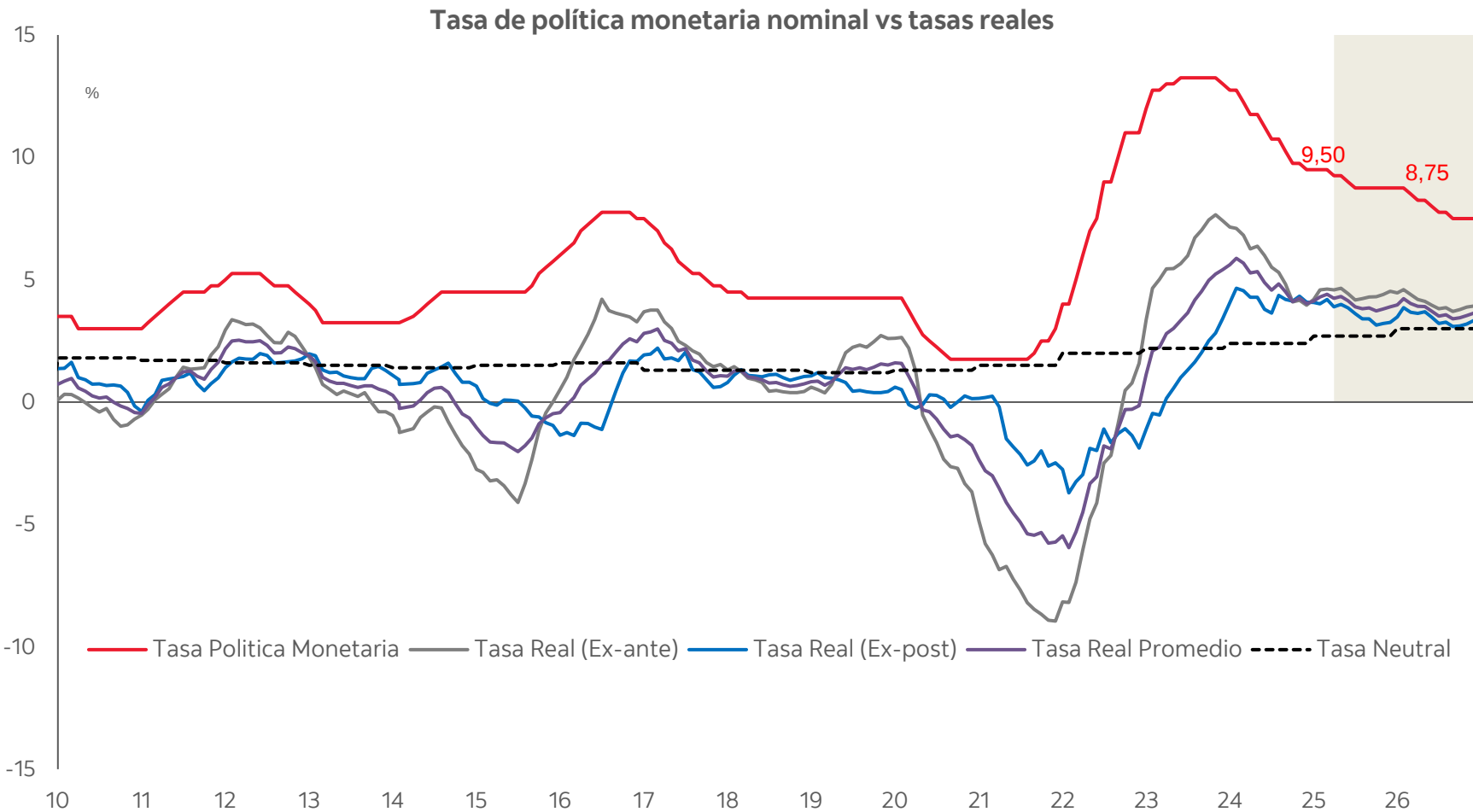


	2025												2026											
	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	dic
Tasa de interés	9,50	9,50	9,50	9,25	9,25	9,00	8,75	8,75	8,75	8,75	8,75	8,75	8,75	8,75	8,50	8,25	8,25	8,00	7,75	7,75	7,50	7,50	7,50	7,50
Inflación	5.22	5.28	5.09	5.16	5,05	4,97	4,96	5,17	5,18	5,43	5,36	5,32	5,10	4,70	4,66	4,46	4,40	4,37	4,40	4,34	4,28	4,26	4,17	4,03

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

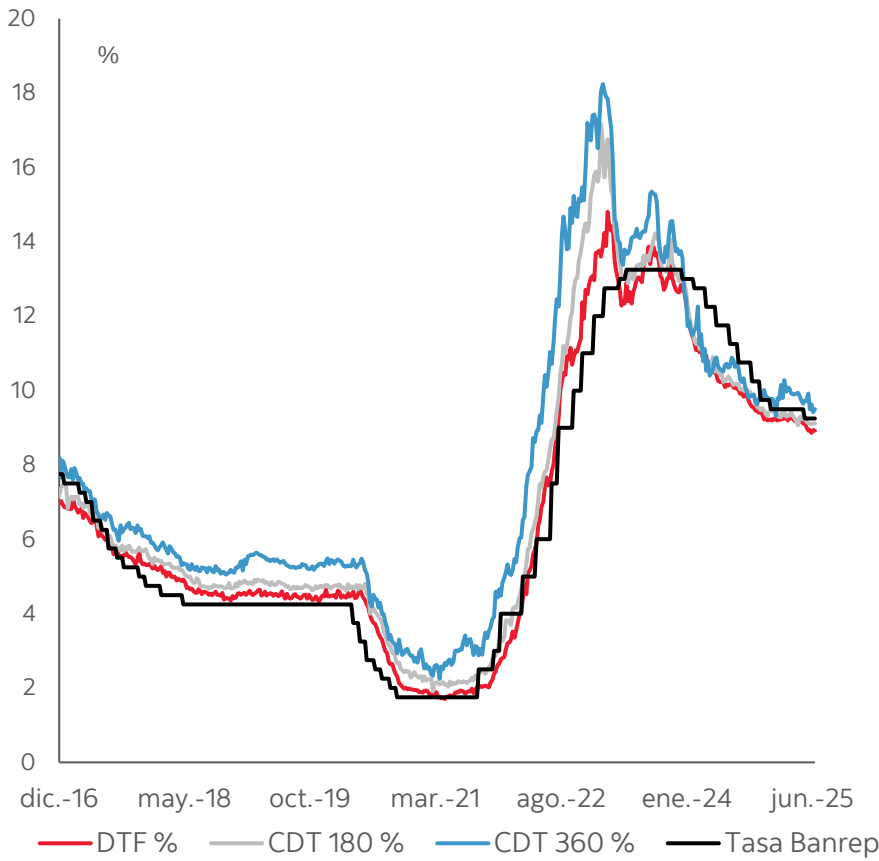


Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatría Economics.

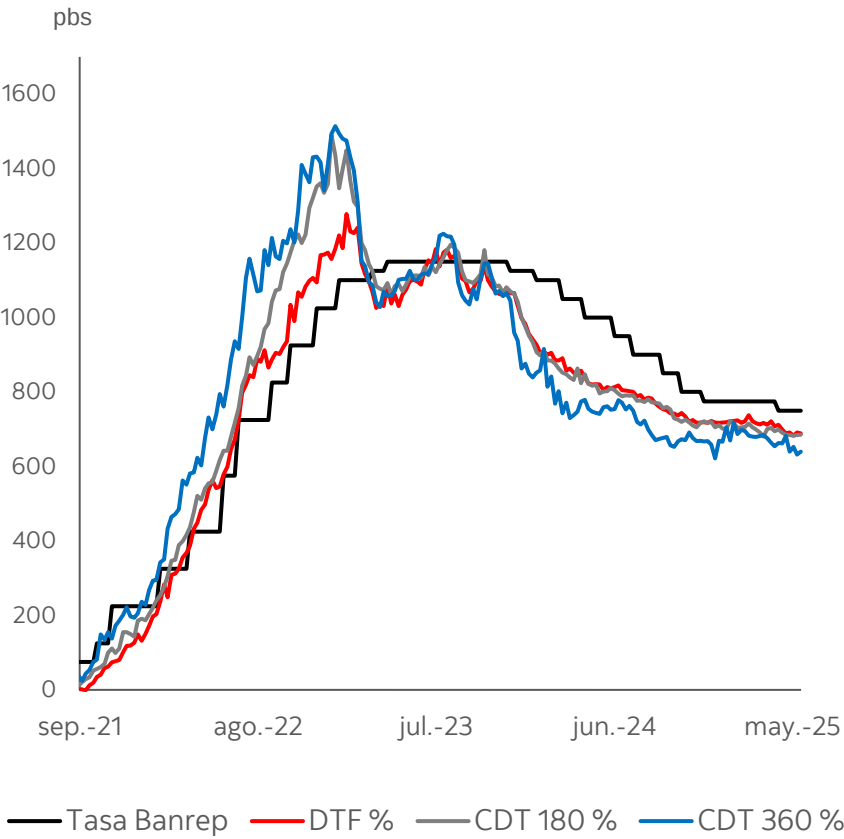
CDTS captación – Colocación – demanda crédito

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

Evolución tasas de captación vs tasa Banrep



Evolución de las tasas de captación desde el inicio en el ciclo alcista de tasas de interés (Septiembre 2021)



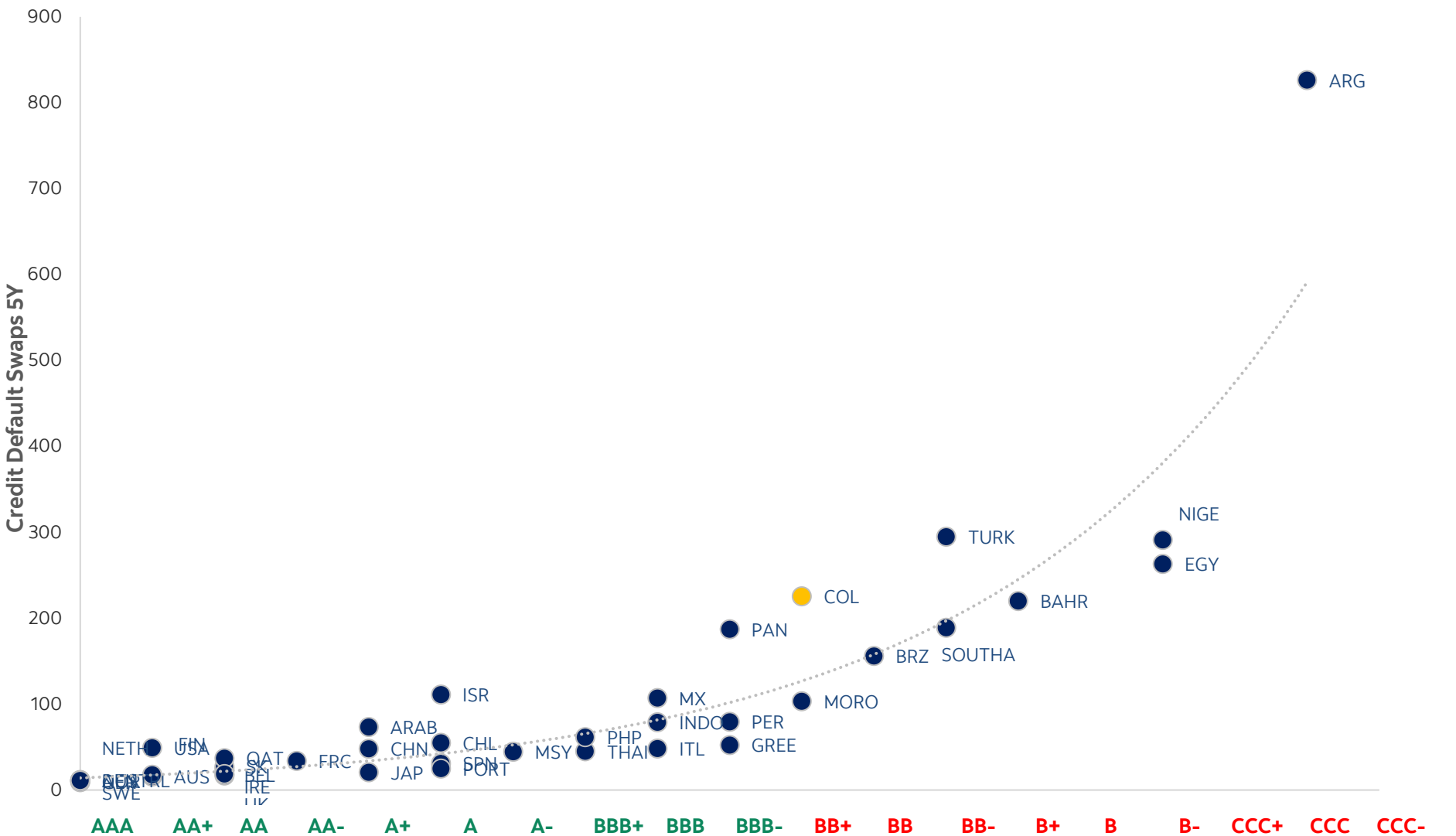
Fuente: Banrep, Scotiabank Economics

Gobierno y Política fiscal

Balance de proyectos del Gobierno

PGN 2025	Monto Presupuesto 2025: \$523 billones (+8,37% vs PGN 2024 recortado) Hay \$12 bln desfinanciados los cuales fueron aplazados del PGN en línea con el presupuesto de ingresos y rentas decretado (\$511 bln). / El gobierno anunció preliminarmente un nuevo aplazamiento presupuestal	Aplazamiento por 12 billones
Reforma del SGP Aprobada	Busca incrementar las transferencias a las entidades territoriales al 39% de los Ingresos Corrientes en un periodo de 12 años. Ha generado incertidumbre fiscal dada la duplicidad de competencias del gobierno central.	Depende de la Ley de Competencias
Reforma laboral Aprobada	Fue aprobada tanto en Cámara como en Senado. La Consulta Popular para impulsar este proyecto por parte del Gobierno no fue aprobada. Preocupa el impacto en los costos laborales al aumentar la inflexibilidad en el empleo.	Falta decreto presidencial
Nueva reforma de la salud En tramite	Busca transformar el sistema de salud para aumentar la cobertura de atención médica, en donde las EPS ya no manejaran recursos. Los altos costos de financiamiento serán el punto central de la discusión.	Se prepara para el tercer debate en Comisión 7 del Senado
Reforma política Archivada	Propone que los magistrados sean elegidos a través de convocatoria pública en donde el Congreso determine los magistrados luego de un concurso de mérito.	Archivada
Reforma pensional Aprobada	Se avanzó en la regulación necesaria para su ejecución. No obstante, la Corte Constitucional suspendió la reforma pensional (prevista para 1º de julio) y ordenó a la Cámara de Representantes debatir de nuevo el proyecto en 30 días hábiles, ya sea en sesiones ordinarias o extraordinarias.	Suspendida por la Corte Constitucional

En Colombia el riesgo de crédito de mediano plazo es significativamente superior a países con calificaciones crediticias similares



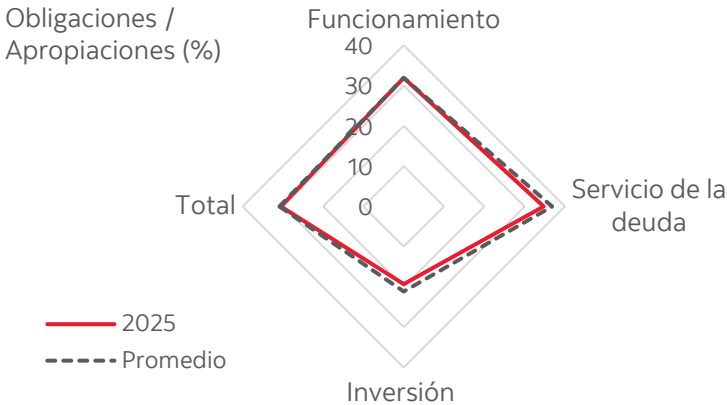
*Actualizado al 17 de junio de 2025.
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics

El inicio de 2025 ya mostraba un panorama retador para las finanzas públicas

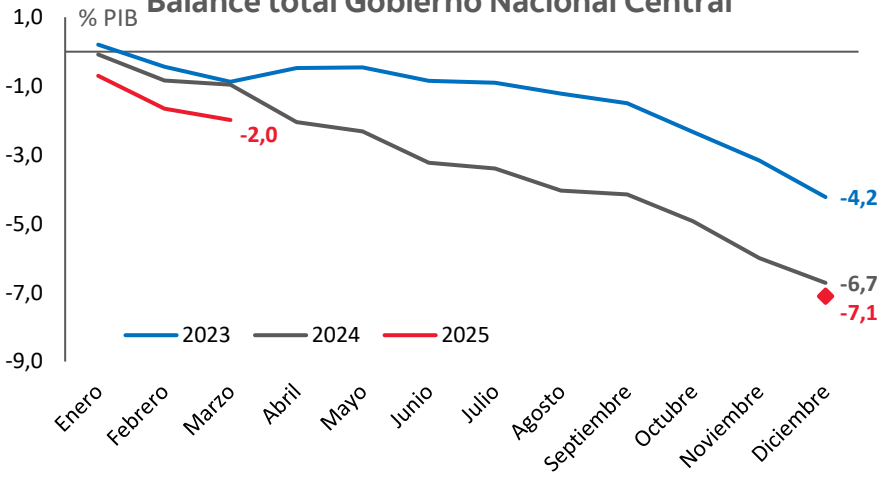
La ejecución presupuestal a corte de mayo de 2025 se ubicó en 31% donde la **inversión** presenta el mayor **rezago**.

Durante el primer trimestre del año el déficit primario (sin intereses) se ubicó en COP 35 bn (0,8% del PIB) superior al 2,4% del PIB esperado para todo 2025.

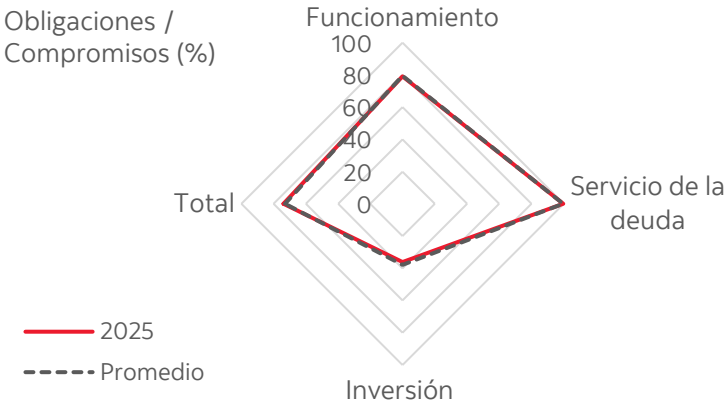
Ejecución PGN a corte de mayo



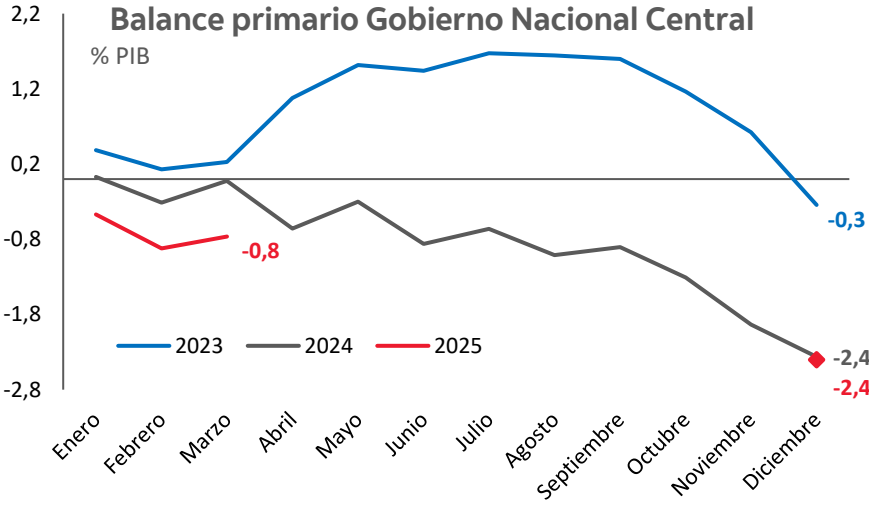
Balance total Gobierno Nacional Central



Rezago presupuestal a corte de mayo



Balance primario Gobierno Nacional Central



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

La activación de la cláusula de escape se usa en entornos excepcionales que pongan en riesgo la estabilidad macroeconómica del país

Cláusula de escape de la regla fiscal



Permite realizar un desvío temporal del cumplimiento de las metas fiscales. Su activación está en cabeza del CONFIS previo concepto no vinculante del CARF.



Solo se activa en situaciones y eventos extraordinarios

Parámetros para definir su activación

Decreto 1717 de 2021

Duración: No mayor a tres (3) vigencias fiscales consecutivas

Magnitud máxima del desvío

Senda de retorno al cumplimiento de las metas fiscales

Monitoreo de la situación que motivó la activación

Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025

Unanimidad de aprobación por parte del CONFIS. CARF emite concepto no favorable.

La inflexibilidad del gasto público sería un riesgo económico en el mediano y largo plazo

Parámetros que definen su activación según lo aprobado por el CONFIS

MFMP 2025

Duración: 3 vigencias fiscales consecutivas entre 2025 y 2027

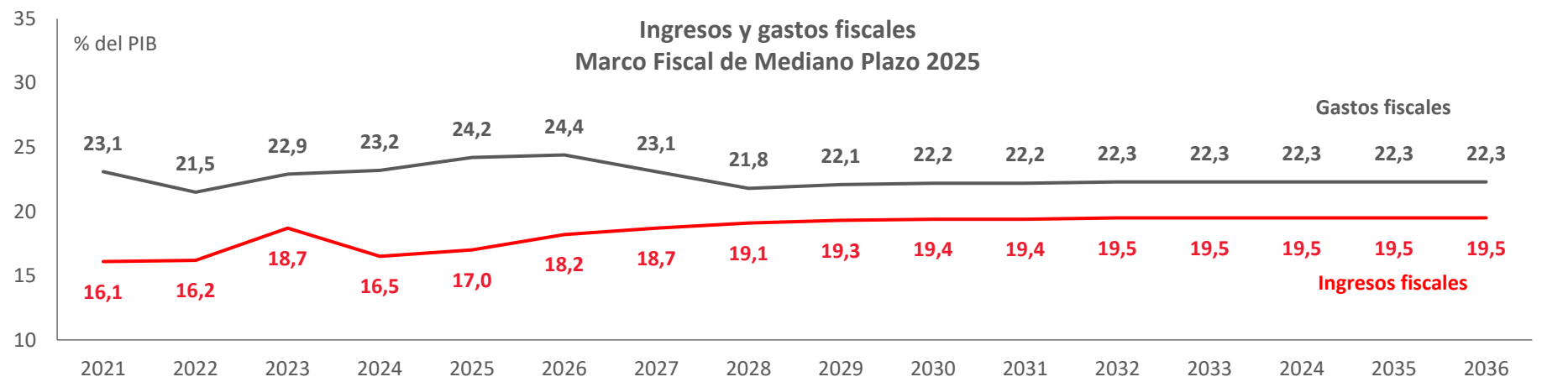
Magnitud máxima del desvío aprobada por el CONFIS: 2,1pps en 2025, 1,4pps en 2026 y 0,8pps en 2027

Senda de retorno entre 2025 y 2027 que incluye un “Pacto Fiscal”

Se espera que el Pacto Fiscal reduzca el gasto inflexible entre 1,0% y 2,5% del PIB entre 2027 y 2036

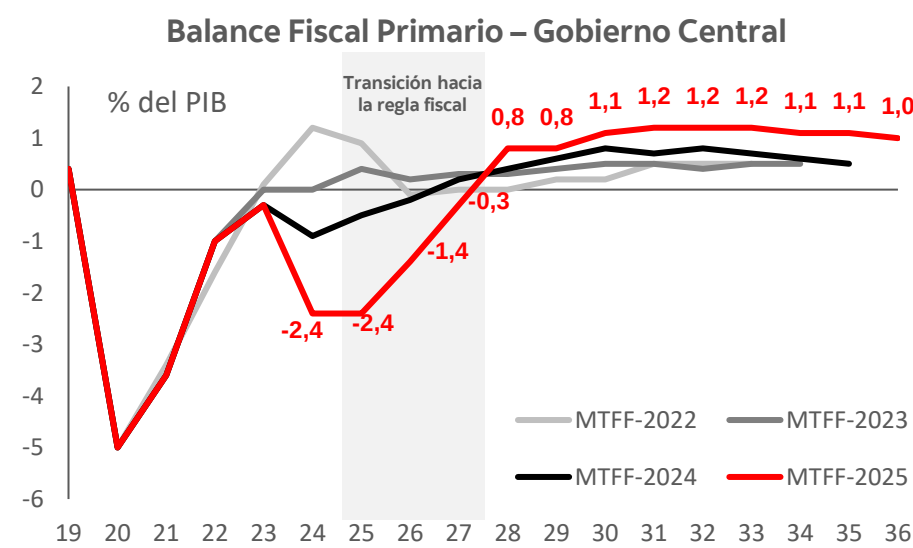
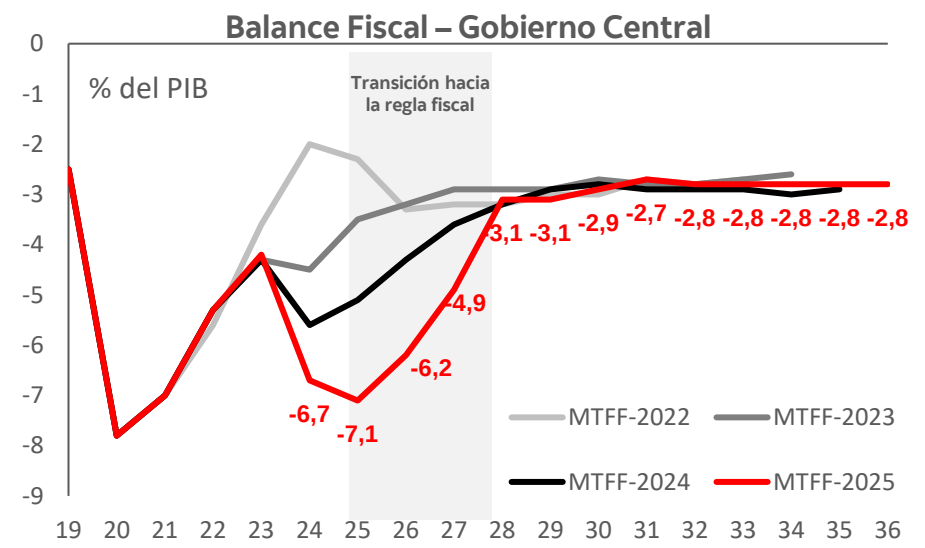
Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Economics.

Política Fiscal: El Gobierno confirmó la suspensión de la regla fiscal por tres años junto con el déficit fiscal más alto de la historia después de la pandemia



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.

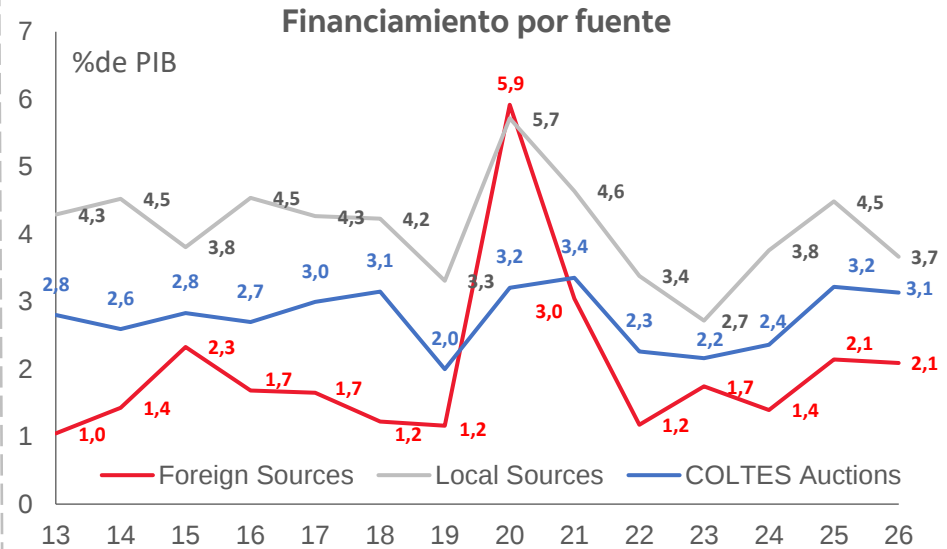
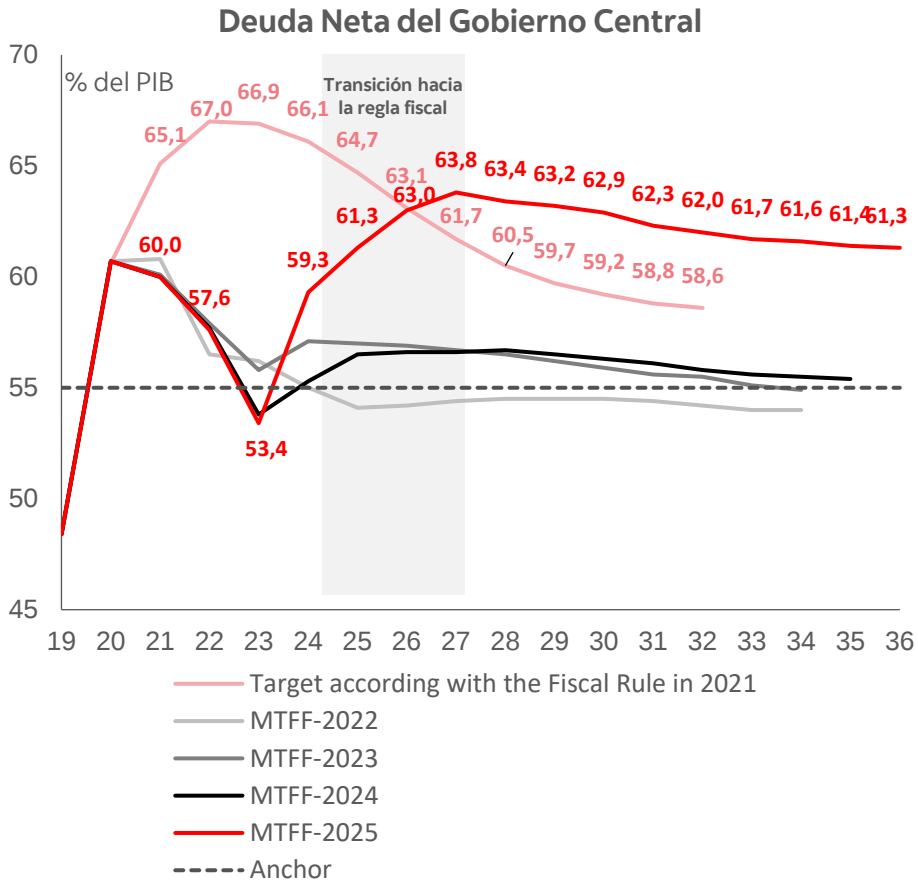
El gobierno espera que, de alcanzarse los objetivos propuestos en ingresos y gastos, se lograría retomar el mecanismo de regla fiscal desde 2028 junto con **superávits primarios**.



Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Economics.

Política fiscal: La deuda pública alcanzaría máximos históricos y cercanos al límite del 70% del PIB estipulado por la regla fiscal

- 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.
- Después del MFMP 2025 esperamos un pronto anuncio de las calificadoras de riesgo que, probablemente, lleven a una **rebaja** en la calificación crediticia.



Agencia Calificadora	Riesgo Crediticio	Perspectiva
FitchRatings	BB+	Negativa
S&P Global	BB+	Negativa
MOODY's	Baa2	Negativa

Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Economics,

Política fiscal: El Gobierno anunció necesidades de financiamiento adicionales por COP 57 bn, donde COP 38 bn financiarán déficit y COP 19 bn incrementarán la disponibilidad en caja

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	12,0			
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			

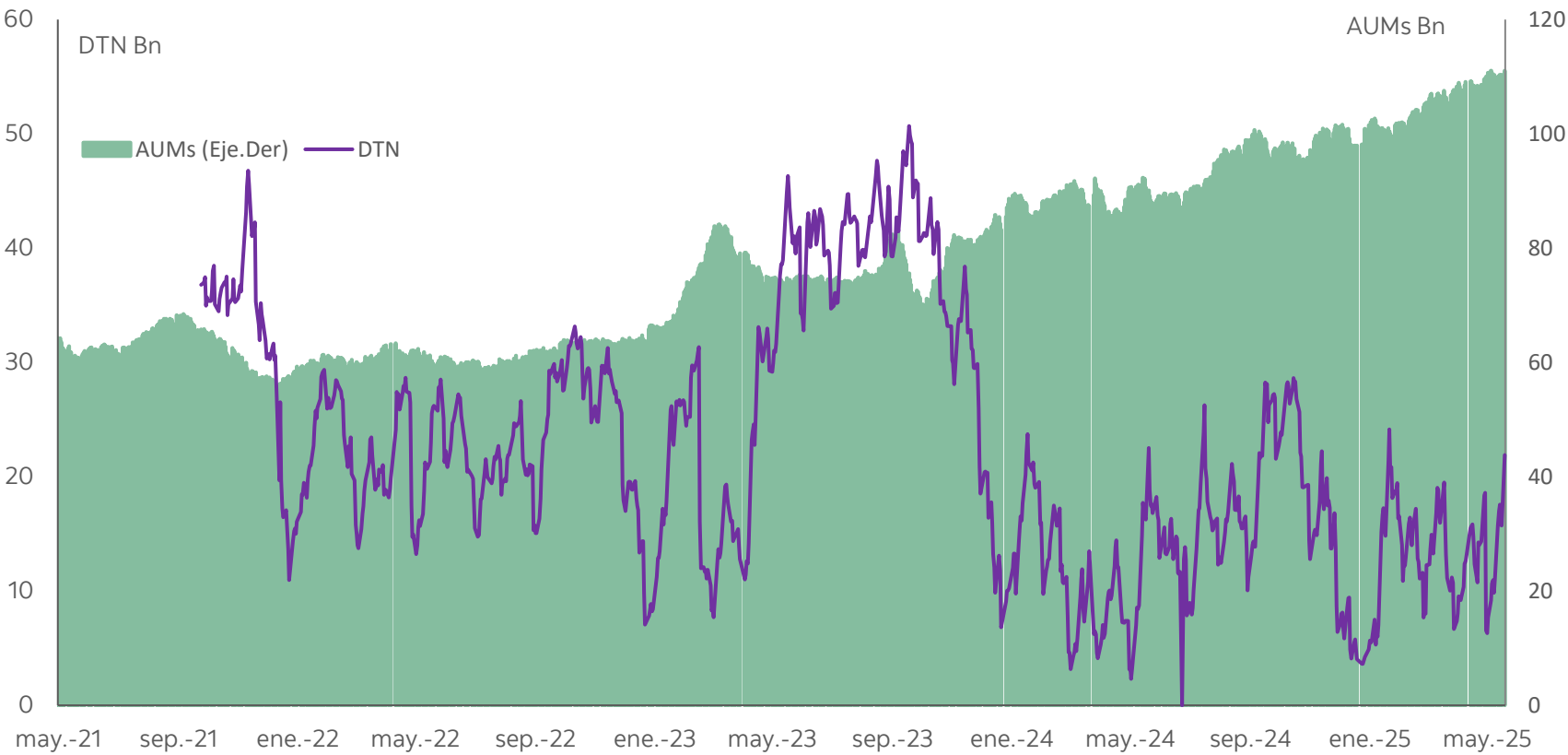
La nueva estrategia de financiamiento comprende:

- COP 12 bn en mayores subastas de deuda pública, principalmente en COLTES.
- COP 3 bn en mayores necesidades de financiamiento externo.
- COP 42 bn en operaciones de tesorería que incluyen: i) COP 16.7 bn en TCO, y realizarán swaps (TRS) utilizando COLTES como garantía donde estiman una tasa de 7.95% en COP, para luego comprar TES en el mercado secundario por COP 20 bn, ii) COP 14 bn con fondos administrados.

Fuente: MFMP 2025, Scotiabank Economics.

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

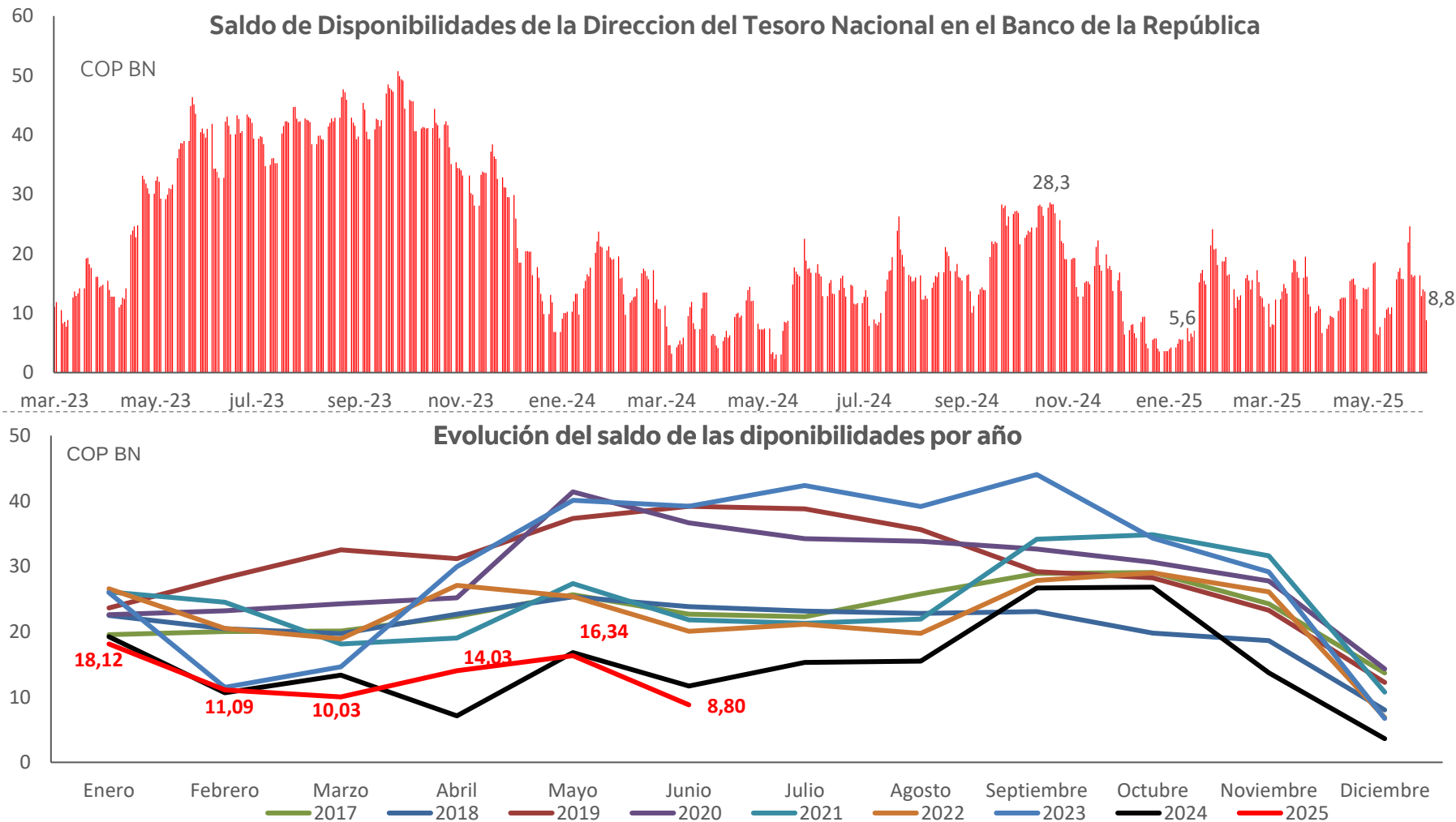
Saldo de Disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional en el Banco de la República
vs AUMs Fondos Fiduciarios



Fuente: Asofiduciarías, BanRep, Scotiabank Economics,

Liquidez

La caja del Gobierno nacional se mantiene por debajo de promedios históricos. Ante este panorama la estrategia del Gobierno se enfocaría en mayor emisión de deuda a corto plazo para incrementar los niveles de liquidez.

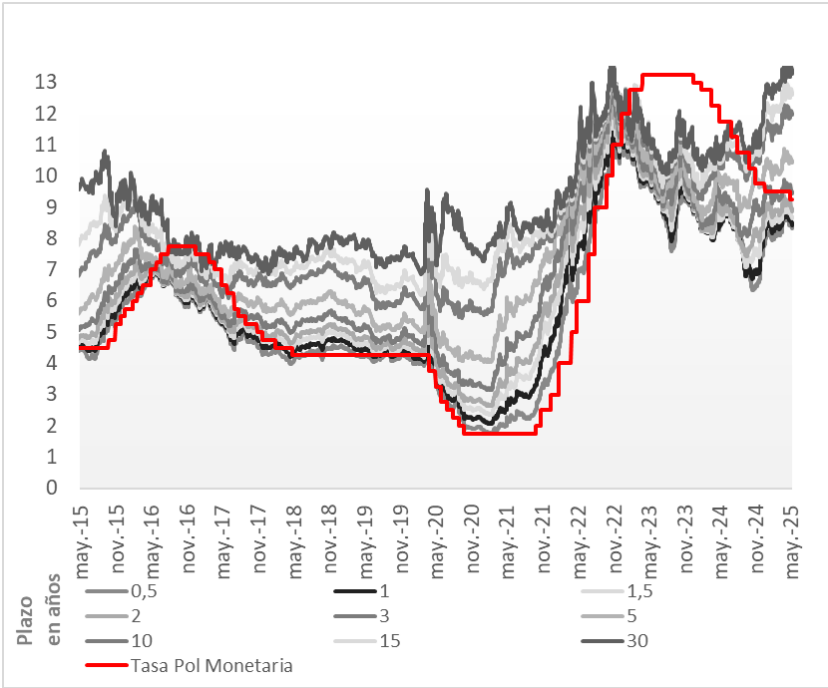


Fuente: Banco de la República, Scotiabank Economics.
*Información actualizada al 06 de junio de 2025

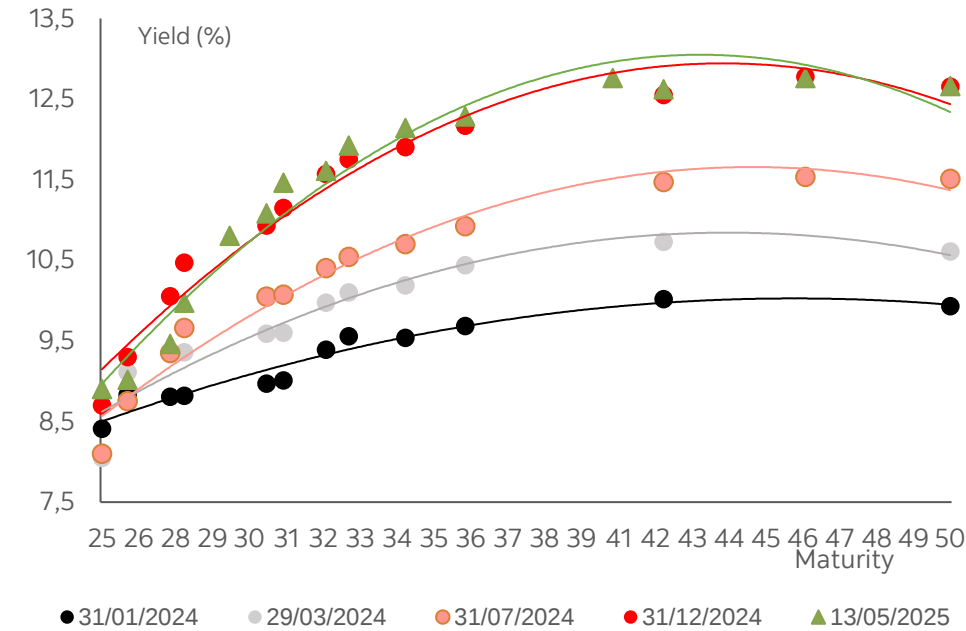
Renta fija

La renta fija sería el reflejo de los riesgos fiscales

Colombia Evolución de la curva cero cupón 2015-2025



Curvas COLTES pesos durante 2024 y 2025.



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

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	11,5
Bancos Comerciales	0,2	2,2	-0,7	7,1	4,8	0,9	7,1	5,7	4,0	-0,5	28,8	8,7
Fondos Extranjeros	18,5	6,9	21,0	10,2	9,6	-1,0	10,9	11,3	19,4	-10,4	-4,7	6,7
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	0,2
Banco de la República	0,0	0,0	8,4	2,2	-4,4	7,6	4,5	13,2	14,0	1,5	-14,7	0,2
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	7,6
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	7,9

*Año corrido a Mayo 2025

Fuente: Precia Bloomberg, Min Hacienda, Scotiabank Economics

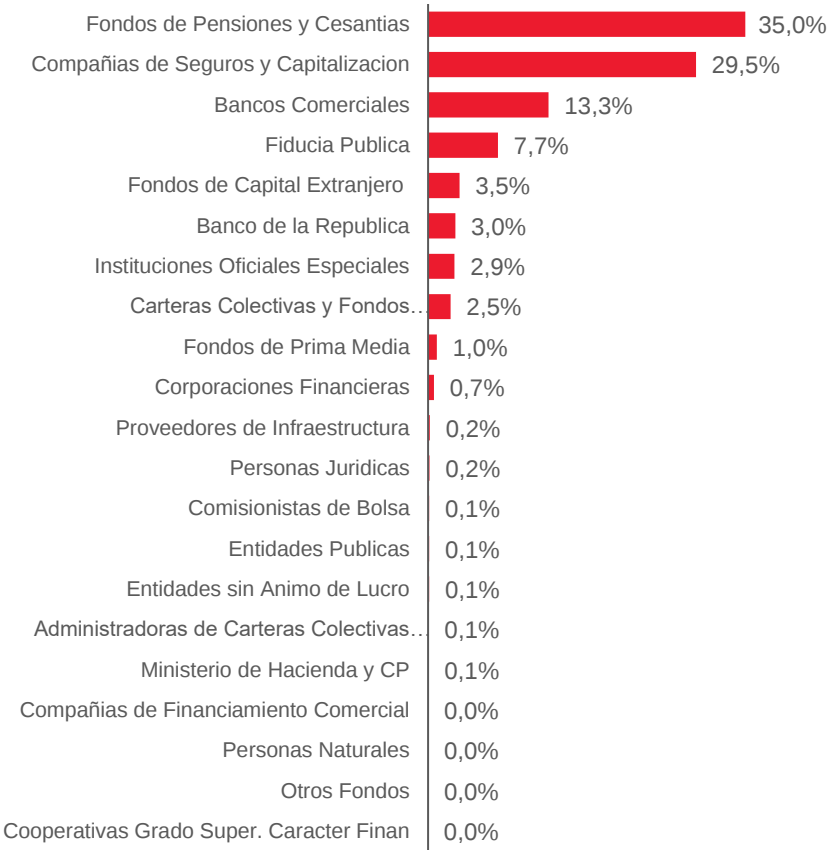
Los BEI se vuelven a desviar de la meta del BanRep

Los BEI promedian el 5,0% aumentando luego de que los riesgos inflacionarios surgieran de nuevo con la subida del salario mínimo y la depreciación de la tasa de cambio.

BreakEven Inflation vs Tasa de Política Monetaria

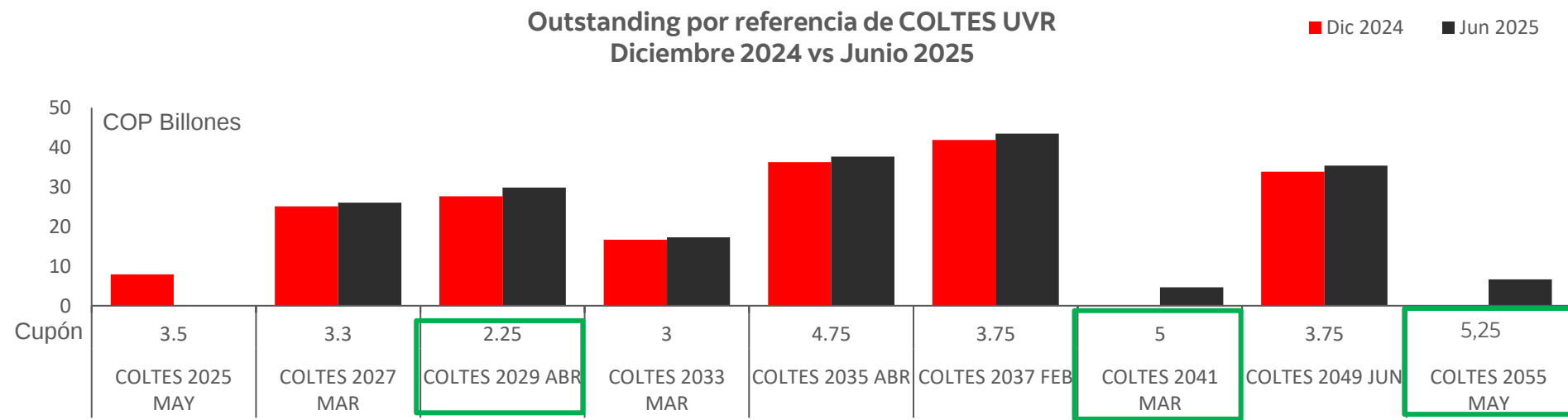
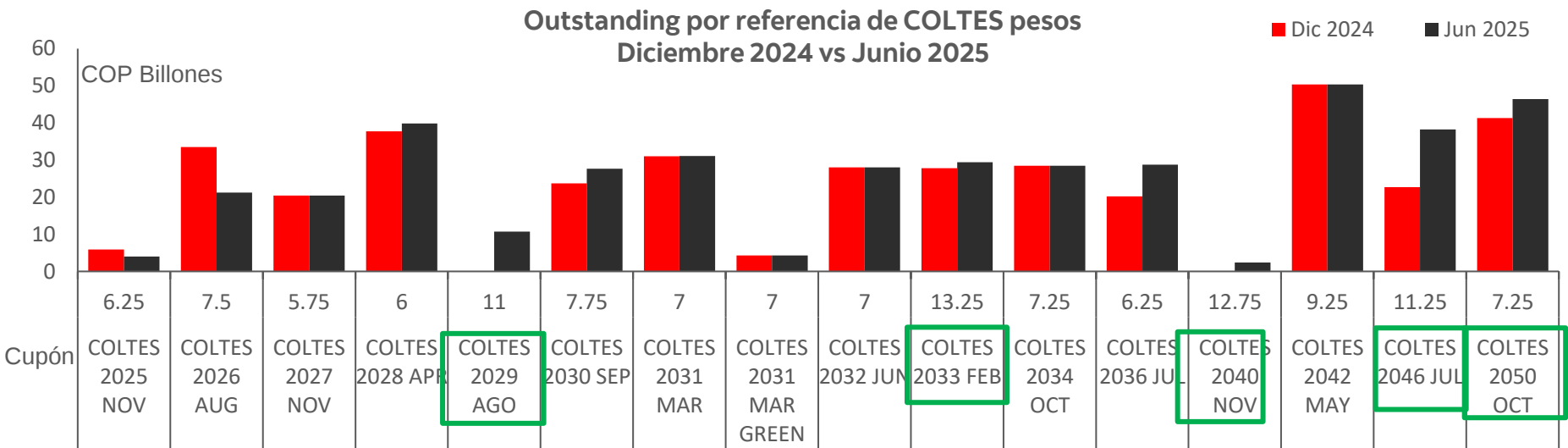


Participación por agente en las tenencias de COLTES UVR, mayo 2025



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics,

La nueva estrategia de financiamiento concentrará emisiones en la parte media de la curva.

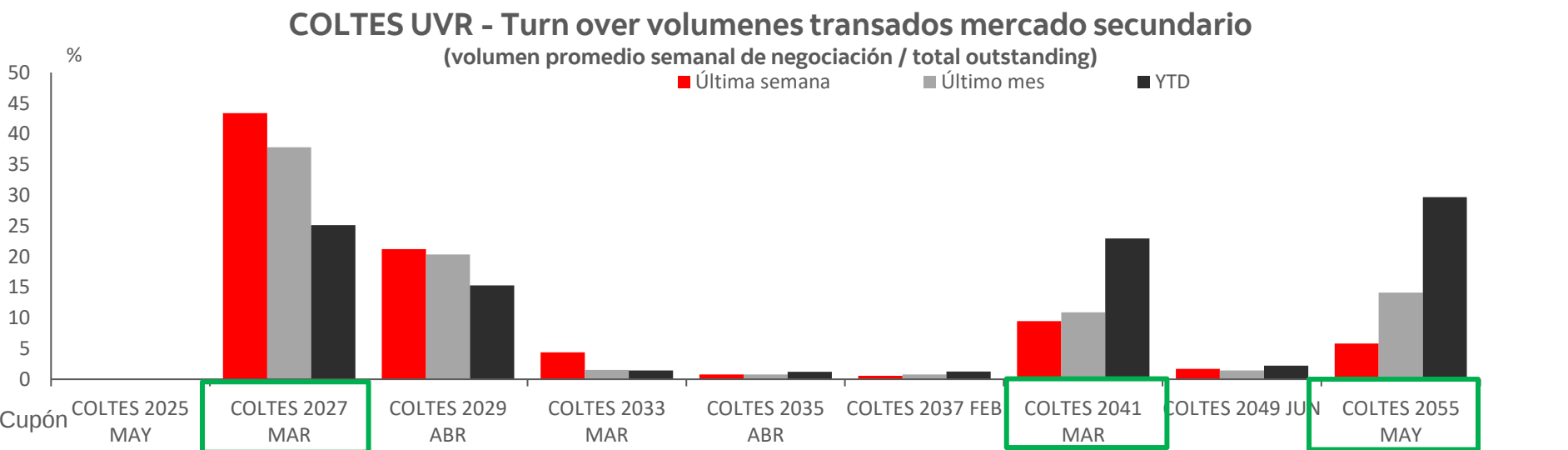
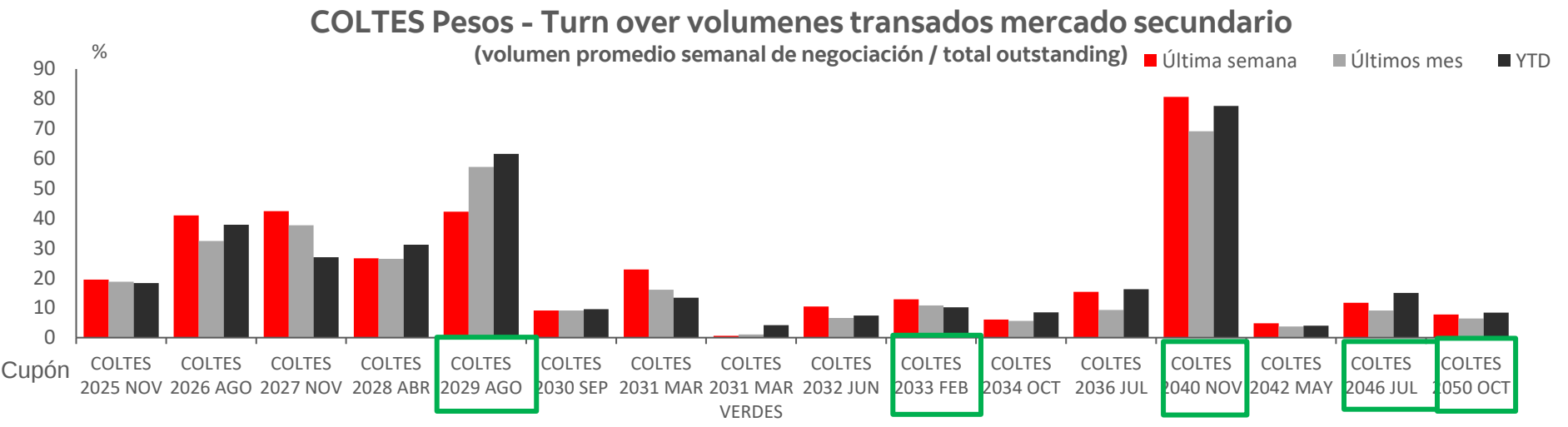


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
*Información actualizada al 13 de junio de 2025.

Bonos OTR



Las referencias de parte corta y parte larga de COLTES son las más dinámicas en negociación.

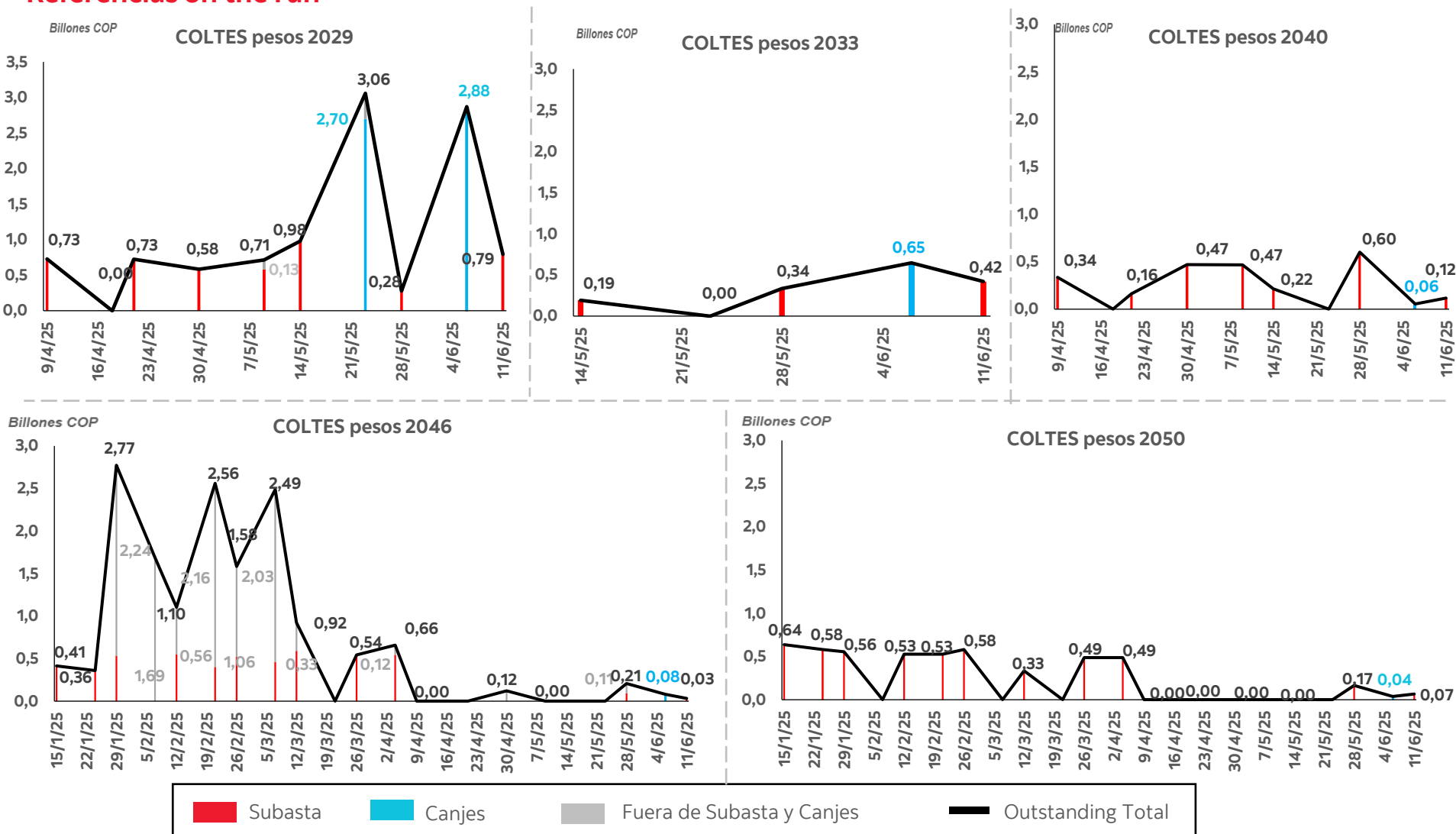


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
*Información actualizada a la semana del 13 de junio

Bonos OTR

Entre enero y mayo las emisiones de deuda pública en las referencias *on the run* han respondido en un 43% a instrumentos diferentes de subastas (en su mayoría canjes)

Referencias *on the run*

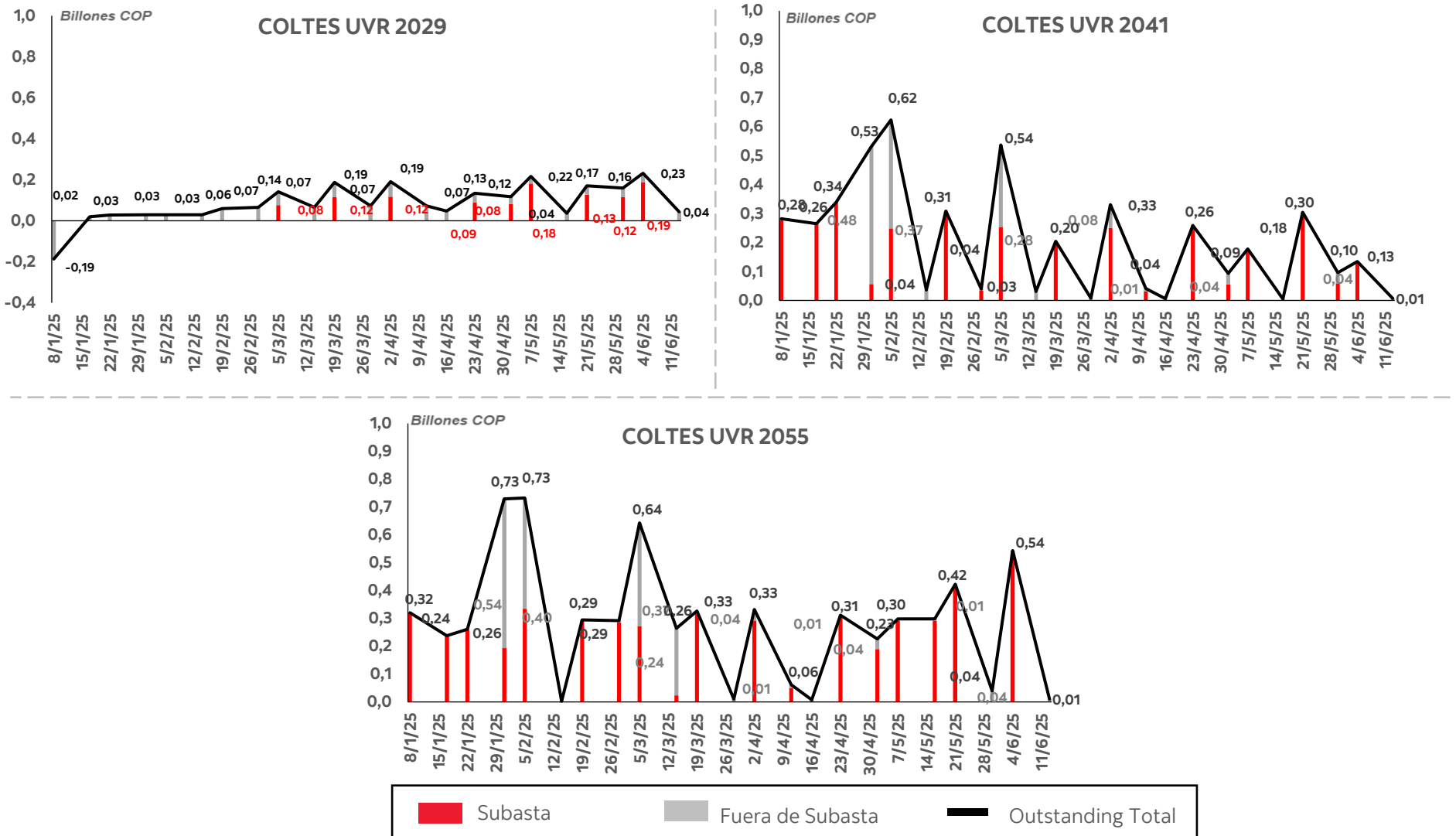


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.

*Información actualizada a la semana del 13 de junio.

Entre enero y mayo las emisiones de deuda pública en las referencias *on the run* han respondido en un 43% a instrumentos diferentes de subastas (en su mayoría canjes)

Referencias on the run

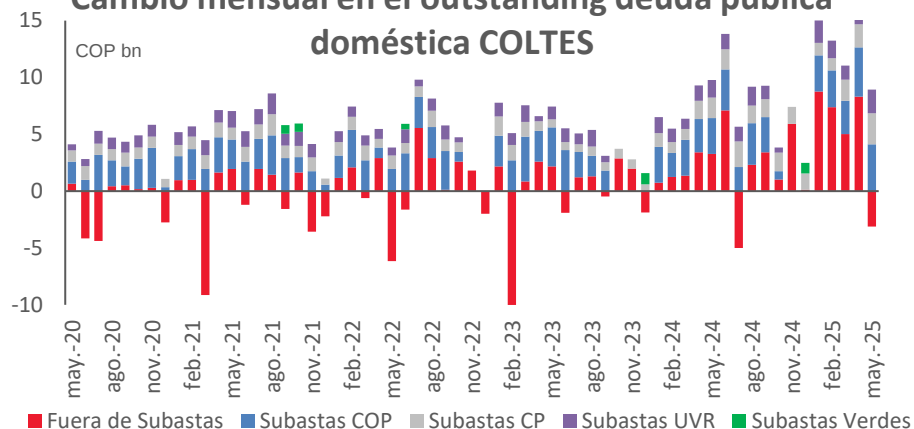


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
 *Información actualizada a la semana del 13 de junio.

En lo corrido del año el Gobierno nacional ha cumplido con el 45% de la meta de emisión de COLTES del año

Entre enero y mayo de 2025 se ha emitido más de COP 17 bn en COLTES tasa fija. Hasta el momento se ha completado el 45% de la meta de subastas para 2025 (COP 58 bn).

Cambio mensual en el outstanding deuda pública doméstica COLTES



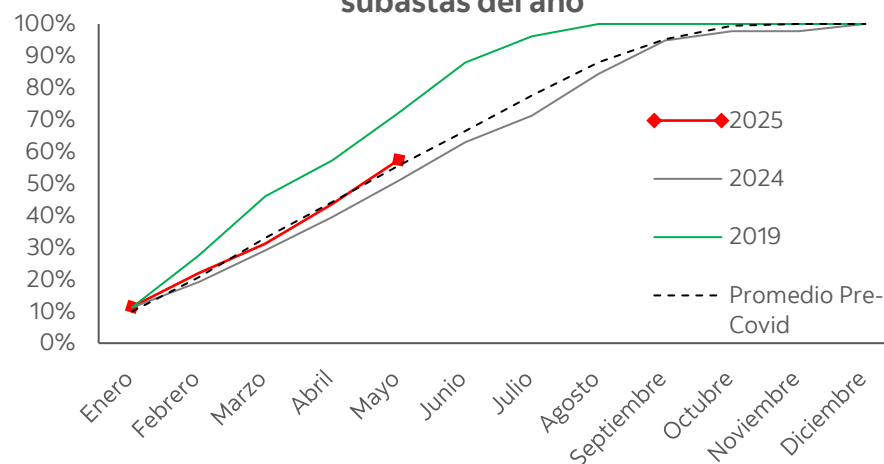
Cambio en el outstanding deuda pública doméstica



Subastas COLTES largo plazo como porcentaje de las subastas del año



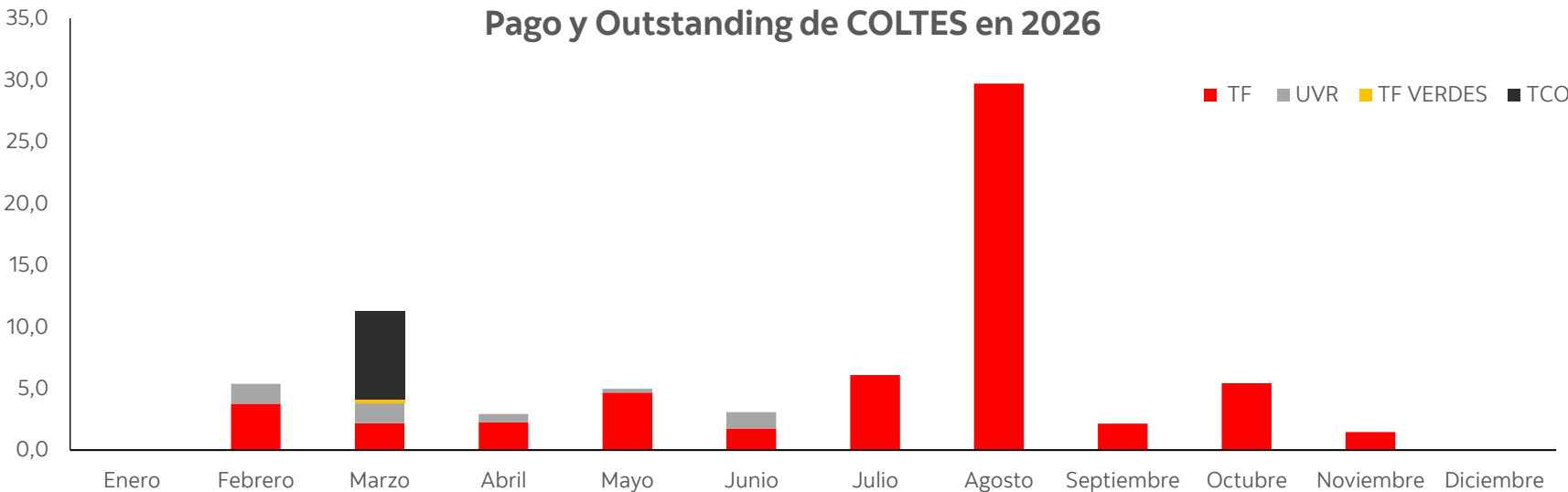
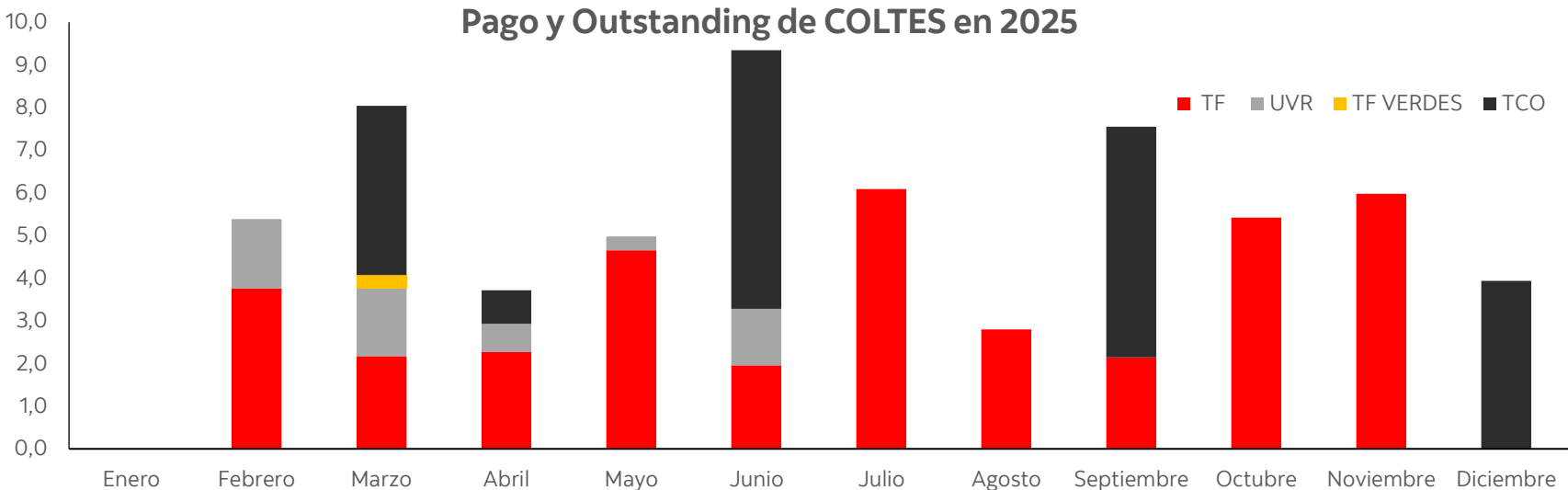
Subastas en COLTES largo plazo como porcentaje de las subastas del año



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

**Información actualizada al 31 de mayo de 2025.

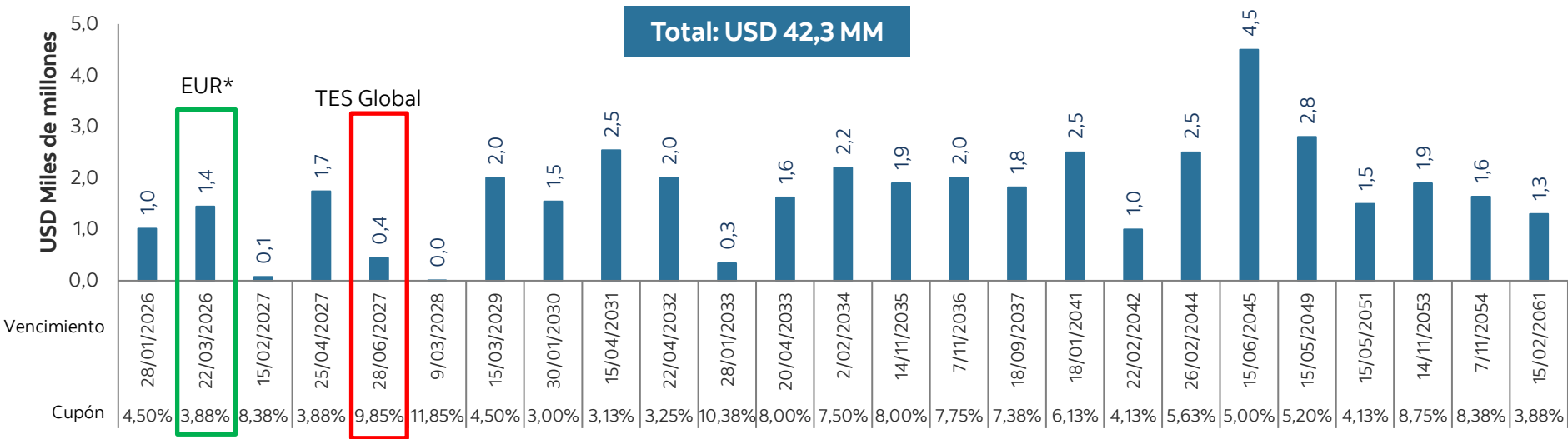
La caja del Gobierno presentará la mayor presión en junio de 2025. Por ahora se confirmó la continuación de canjes de deuda con Creadores de Mercado en lo que queda del año



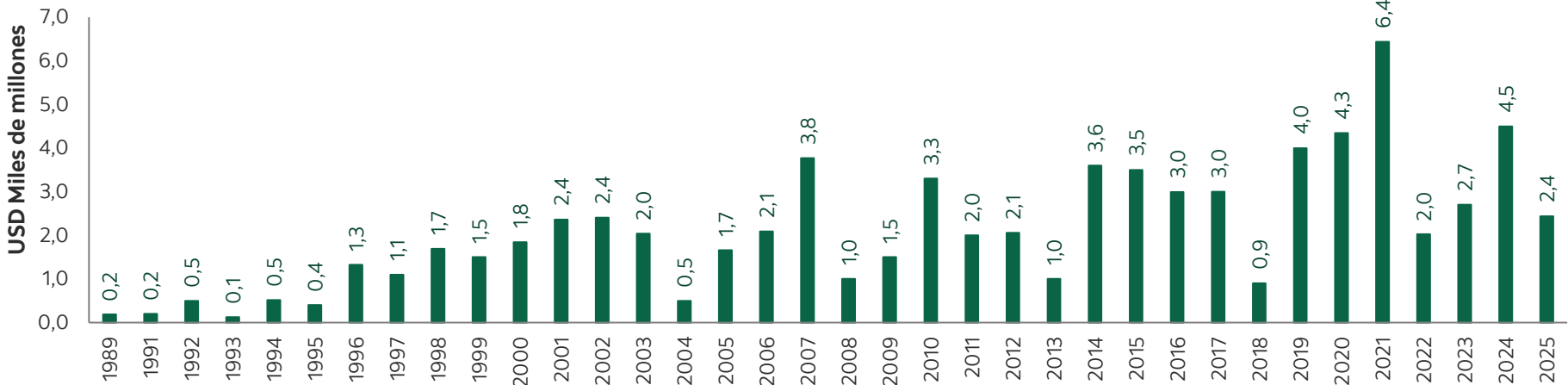
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
*Estimación de pago y outstanding sin canjes en 2026. Información actualizada al 30 de mayo de 2025.

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

Outstanding Deuda en Moneda Extranjera



Emisiones en moneda extranjera para financiamiento del año correspondiente



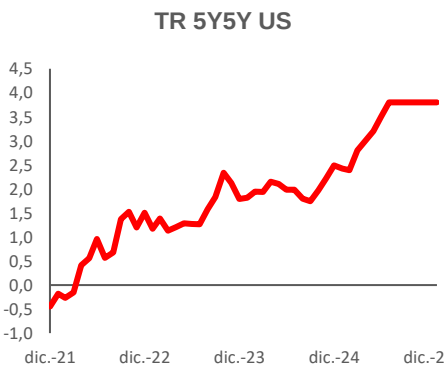
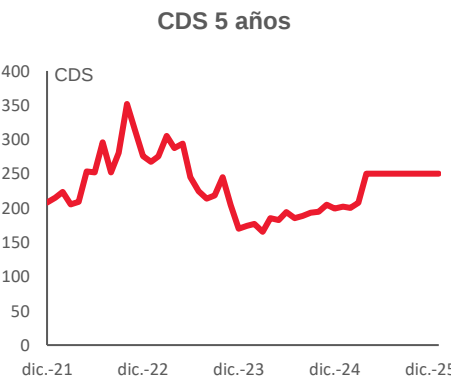
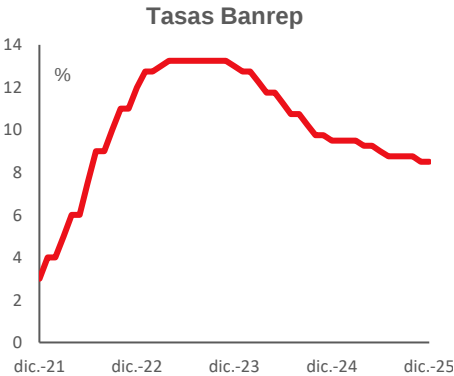
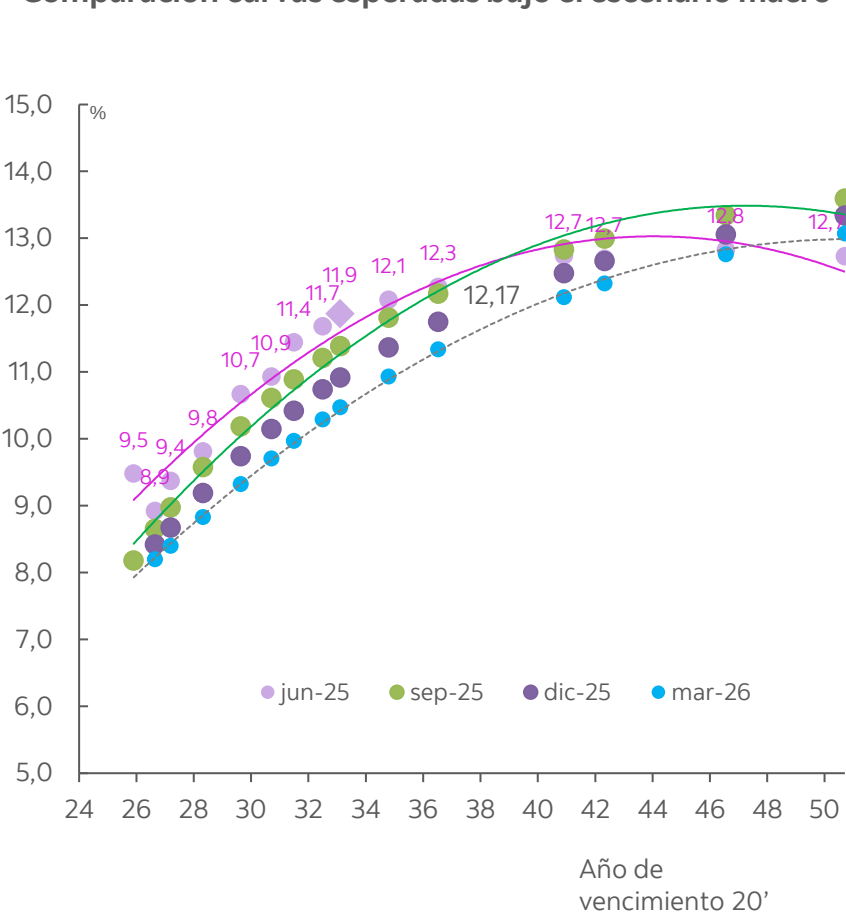
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.

*Moneda de origen Euros

Escenario – Renta Fija

El potencial de valor provendría de una tendencia bajista de la tasa de política monetaria. Por ahora, **el efecto de empinamiento** puede ser contrarrestado por la nueva estrategia de financiamiento del Gobierno en el que se conduciría a un aplanamiento significativo: Los COP 20 bn provenientes de bancos offshore (mediante Total Return Swaps) probablemente se destinarán a la compra de bonos a largo plazo, lo que reduciría los rendimientos en dicho plazo. Por otro lado, la nueva emisión de COLTES se centrará en la parte corta, aumentando la oferta y manteniendo la presión alcista sobre los rendimientos en esos plazos.

Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro

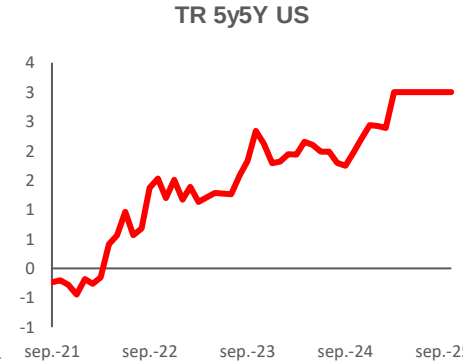
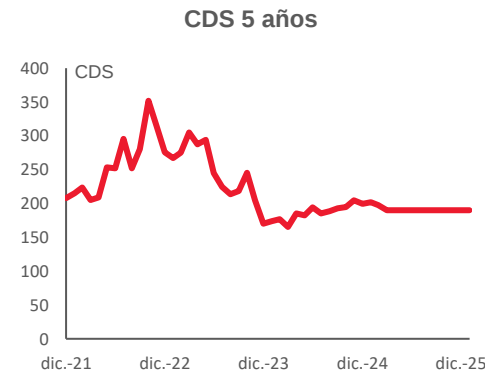
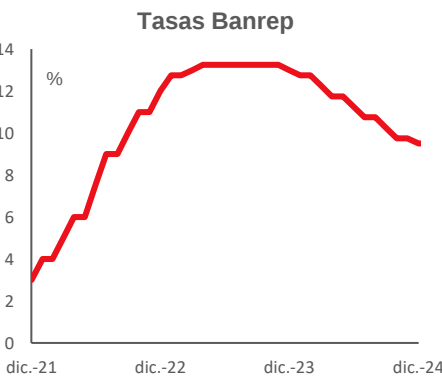
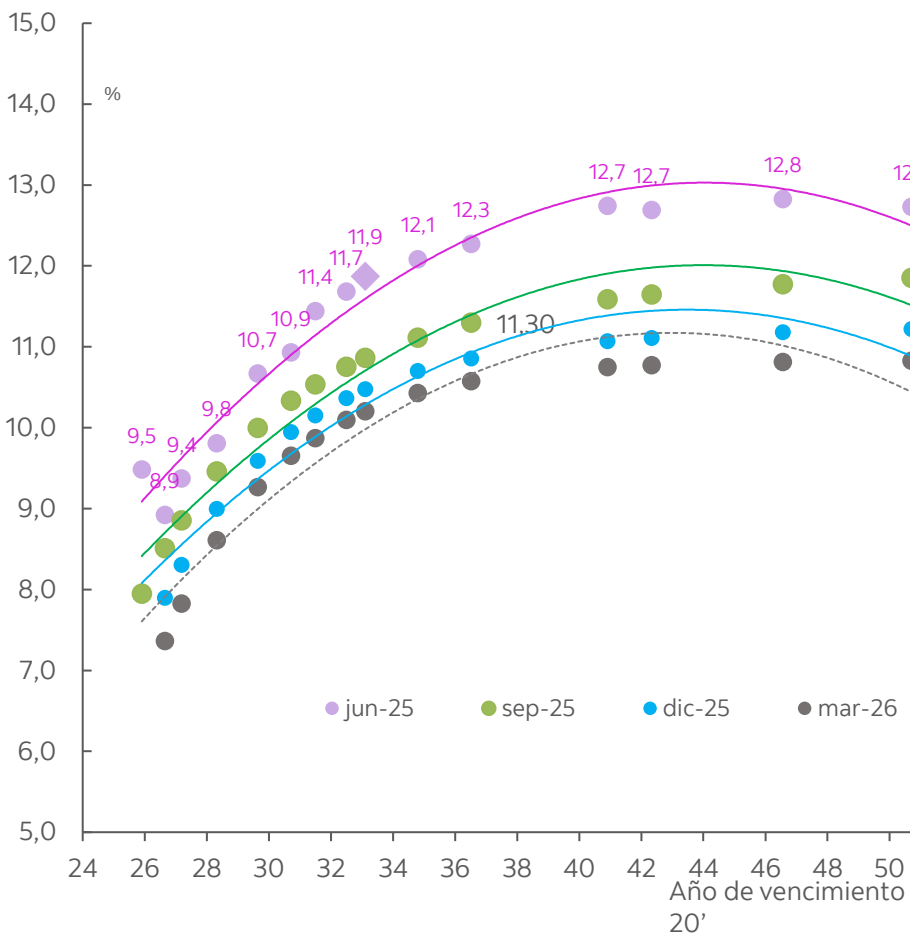


Fuente: Scotiabank Colpatría Economics.

Escenario Positivo – Renta Fija

En el escenario positivo se daría en el contexto **de continuidad en los recortes de tasas del banco central** de forma acelerada cerrando el año en 7,75% y una estabilidad en la prima de riesgo fiscal, la curva podría encontrar más valor por el ciclo de política monetaria. No obstante, se deben tener en cuenta los efectos de la nueva estrategia de financiamiento del MoF.

Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro



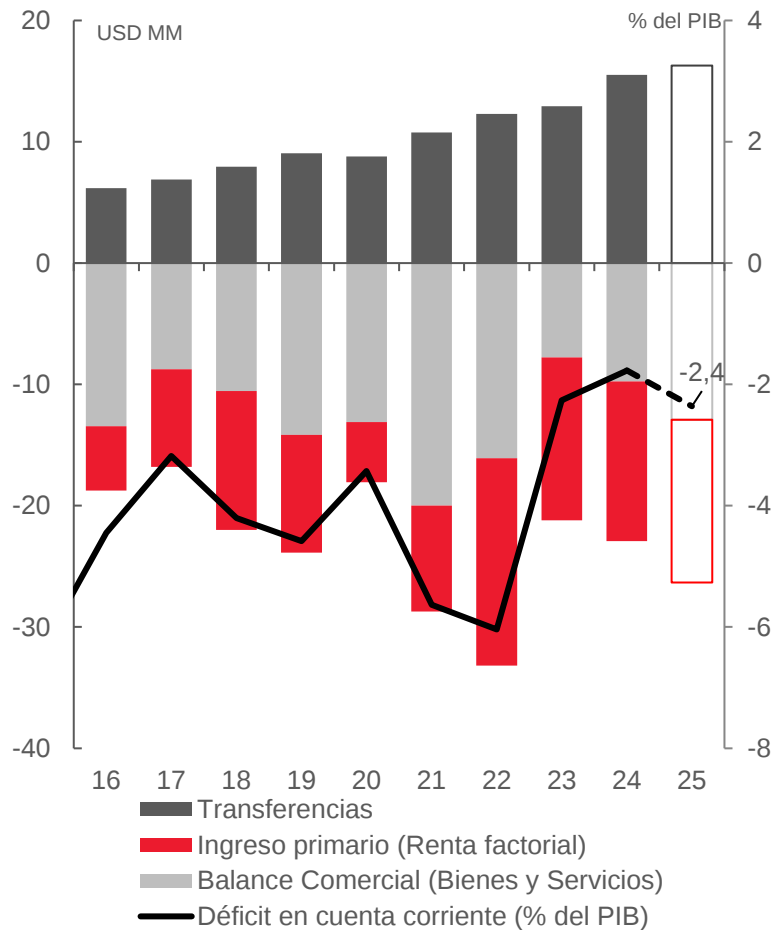
Fuente: Scotiabank Colpatría Economics.

Tasa de Cambio

Balanza de Pagos: Cuenta Corriente

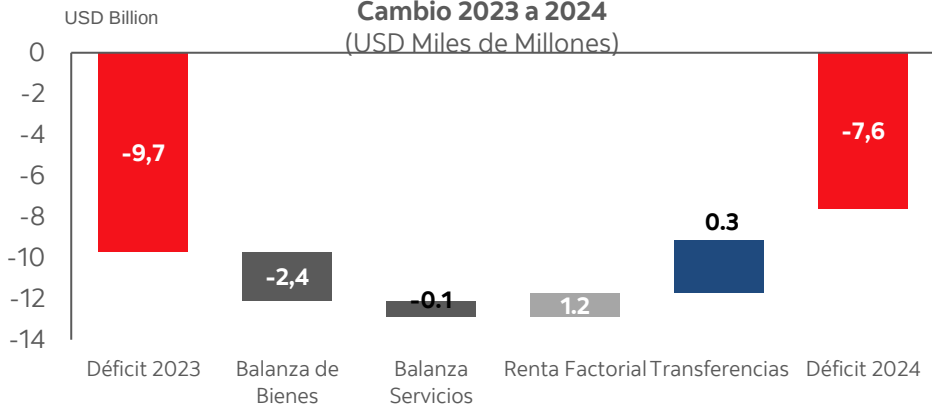
Pese al bajo nivel de déficit en cuenta corriente, el financiamiento no ha sido fluido.

Déficit en cuenta corriente

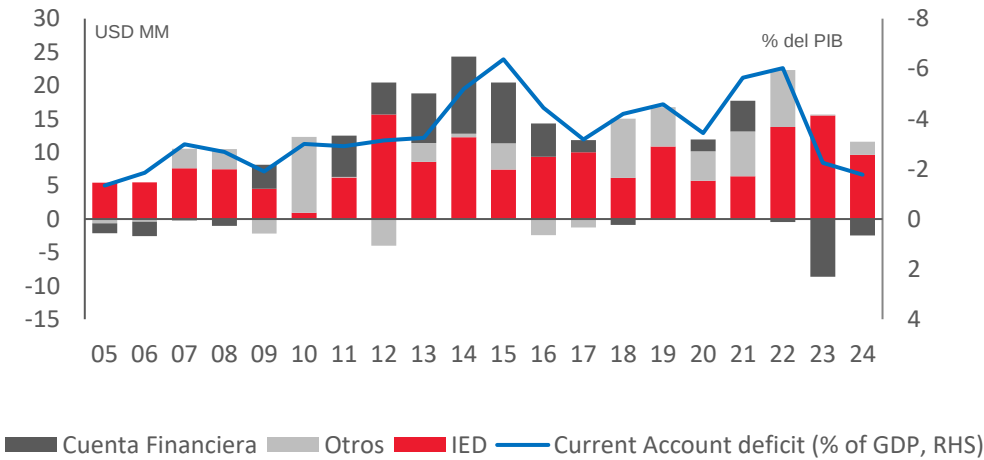


Sources: Banrep, Scotiabank Economics.

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



Déficit en cuenta corriente y financiamiento

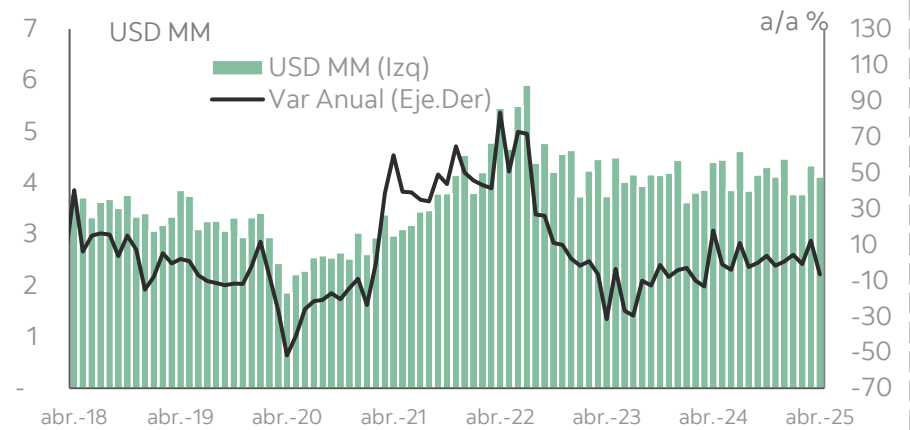


Fuente: Scotiabank Colpatría Economics, BanRep,

Comercio Internacional

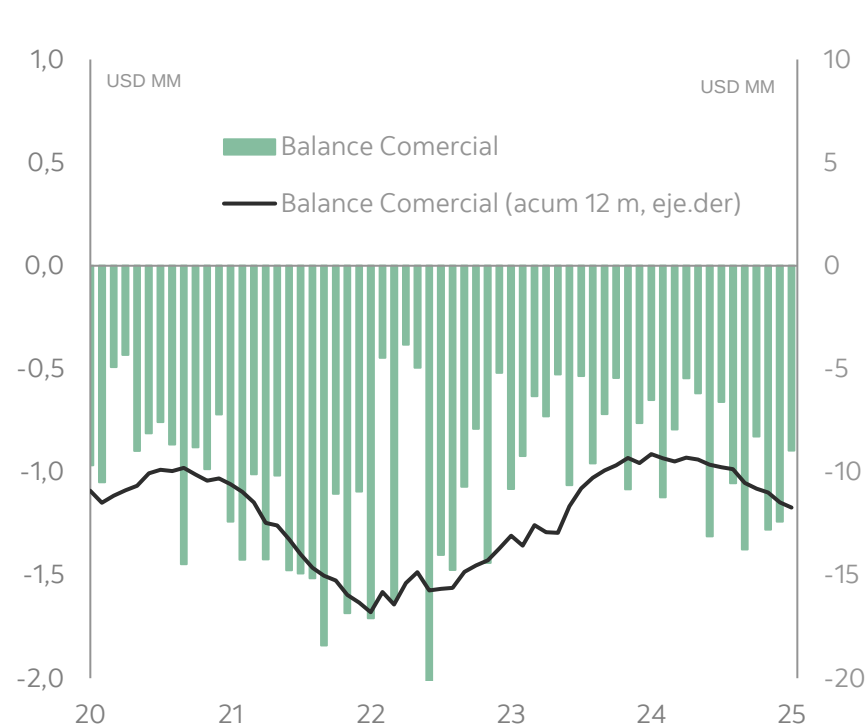
El repunte de las importaciones está dando señales de reactivación. Una ampliación del déficit apoya la posibilidad de mantener una tasa de cambio mayor a la del pasado.

Exportaciones

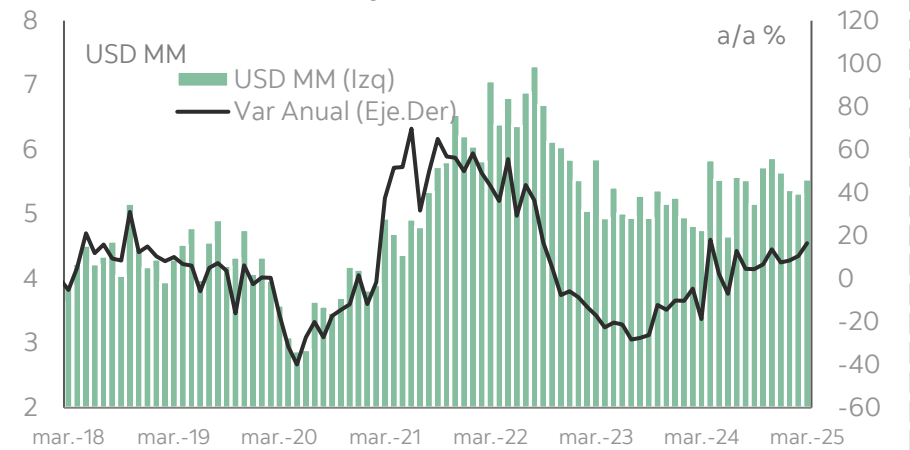


El desequilibrio entre exportaciones e importaciones podría mantener una presión alcista sobre la tasa de cambio.

Balanza Comercial



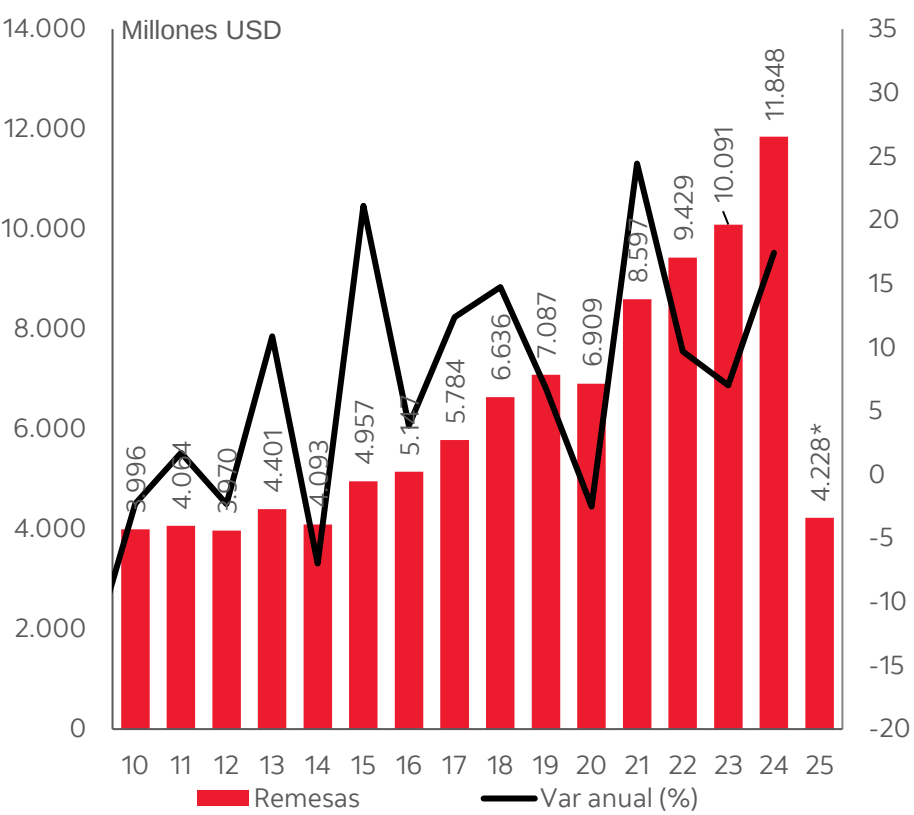
Importaciones



Remesas

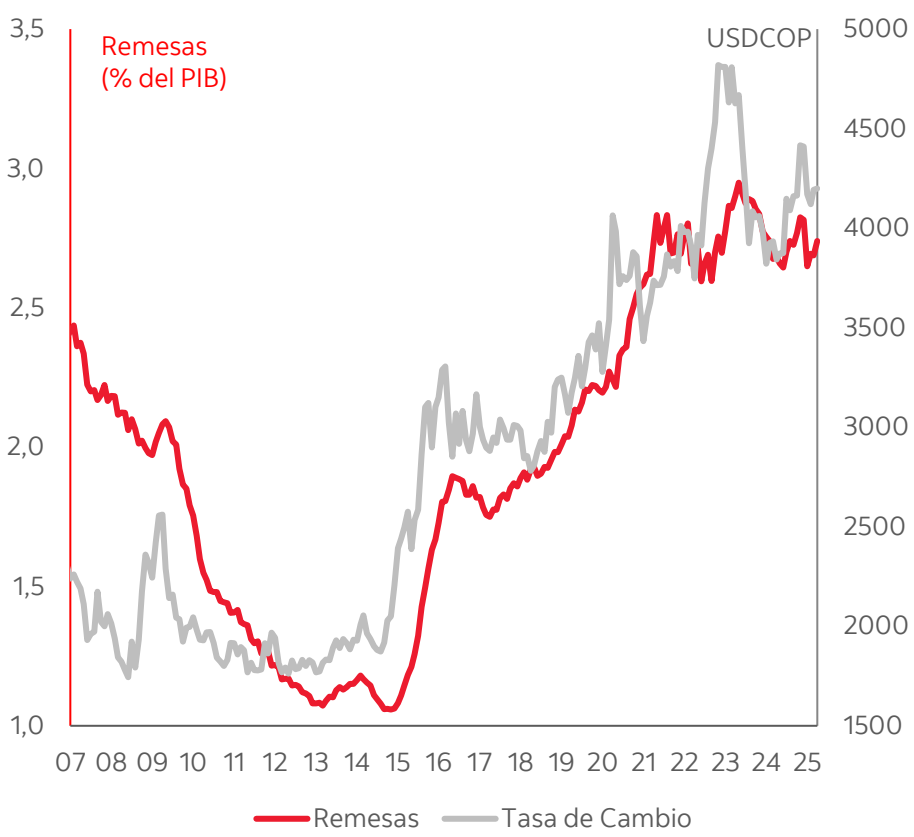
La entrada de remesas se mantiene en niveles históricamente altos representando una parte importante en el ingreso de los hogares. Se proyecta un nivel de USD 12.000 en el año.

Remesas por Año



*Acumulado a abril de 2025
Fuente: Banrep, Scotiabank Economics,

Remesas como % del PIB vs USDCOP

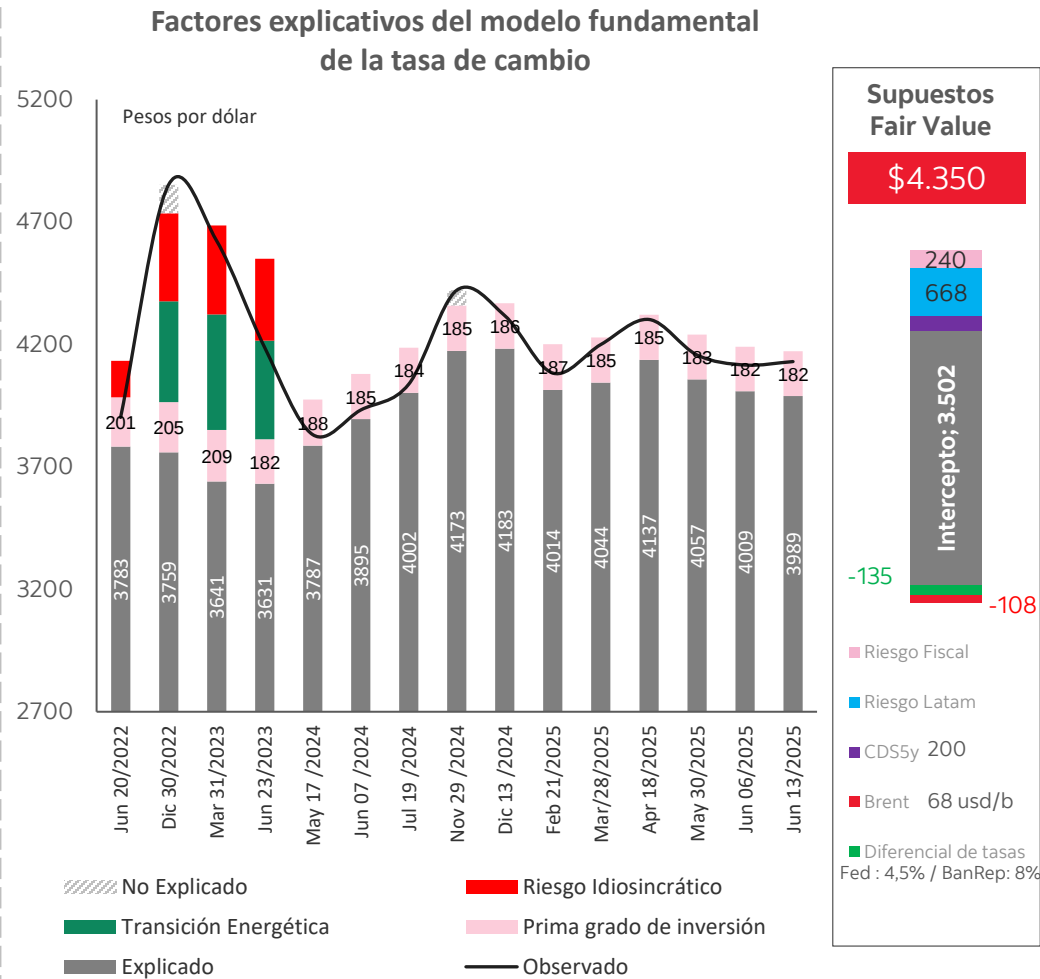


Tasa de cambio

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*.



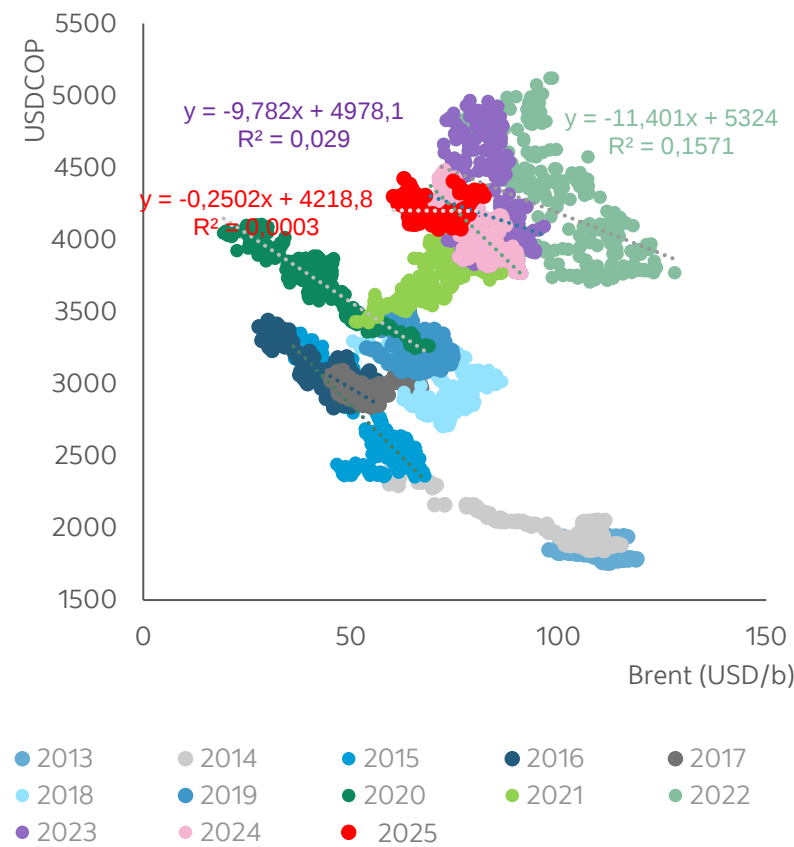
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,



La asociación entre la tasa de cambio y el precio del petróleo se ha debilitado en un contexto internacional volátil.

La sensibilidad de la tasa de cambio al precio del petróleo Brent no es constante lo cual sugiere una mayor influencia de factores externos.

Relación USDCOP vs Precios del Brent



USDCOP vs precio Brent



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	2,8
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,9	10,4	-3,9	2,0	3,7	4,0
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	14,0	9,4	1,0	1,4	2,2	3,9
Privado (a/a, %)	4,0	-4,9	15,2	11,0	0,9	1,6	2,6	3,8
Gobierno (a/a, %)	5,5	-0,8	10,0	2,0	0,3	-0,5	0,8	4,3
Formación bruta de capital (a/a, %)	2,4	-21,5	14,5	16,2	-26,3	5,2	11,3	4,6
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	13,4	3,4	2,5	1,0	1,1
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	24,8	-14,8	4,4	6,3	6,9
Mercado Laboral								
Desempleo (% , promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	9,7	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	5.32	4,03
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6.63	5.18	4,43
IPC sin alimentos (a/a, %, fin periodo)	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	5.60	5,29	4,25
COP (\$, fin periodo)	3297	3422	4077	4850	3902	4405	4367	4364
COP (\$, promedio)	3281	3694	3766	4254	4322	4153	4334	4353
BanRep tasa de política (% , fin periodo)	4,25	1,75	3,00	12	13,0	9,50	8,75	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 de 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

Daniela Silva

Profesional I de Research

daniela1.silva@scotiabankcolpatria.com

Santiago Ramirez

Estudiante en práctica de Research

santiago1.rivera@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.

Legal Notices

****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