
Perspectivas Macroeconómicas Mayo 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. 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 la tasas cerrarían en 8.75%.

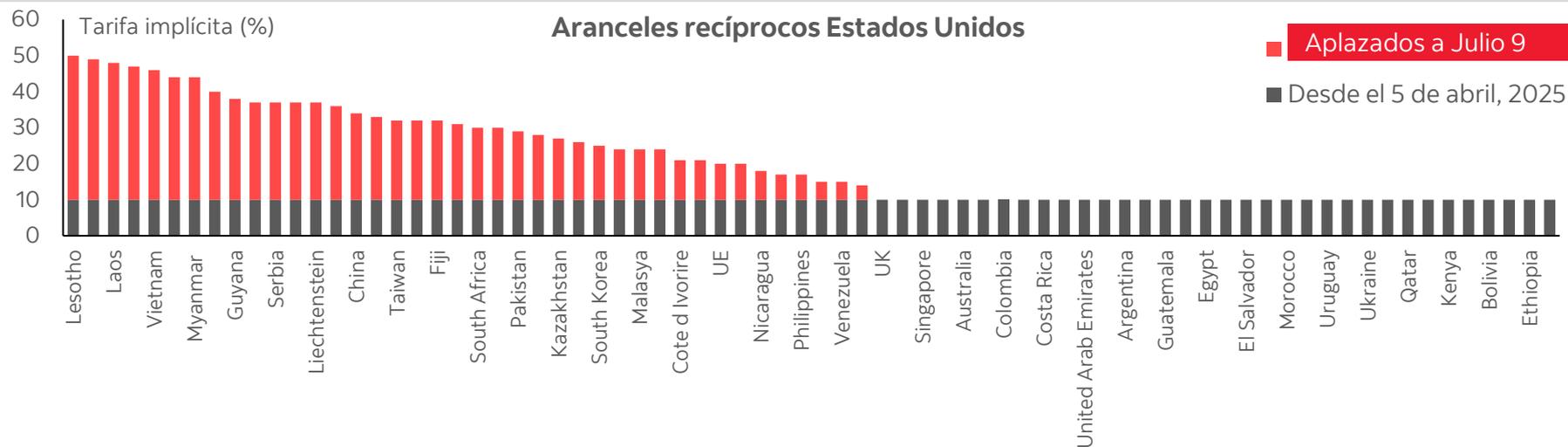
Los mercados se mantienen expectantes al sinceramiento de las cuentas fiscales, mientras que las emisiones de deuda están implicando un mayor riesgo de reinversión. La curva de rendimientos permanecería empinada. La tasa de cambio respondió a la volatilidad internacional y el nivel de 4.350 pesos se percibe como un ancla macrofundamental de mediano plazo.

Global

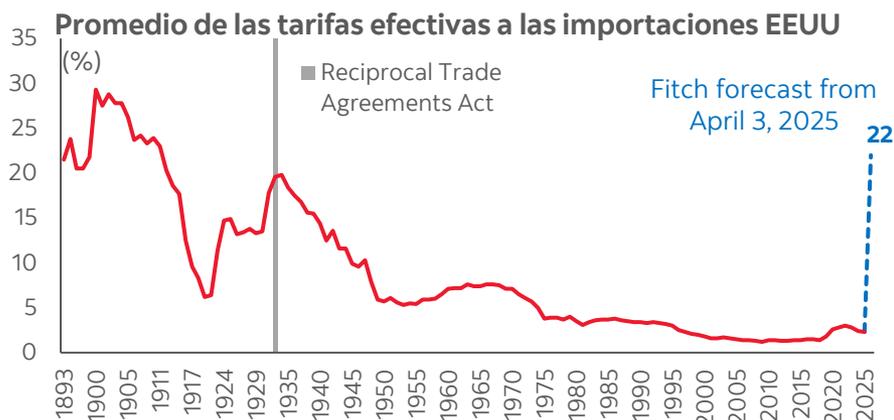
Las amenazas de guerra comercial imprimen volatilidad en medio de los debates por la sostenibilidad fiscal.

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

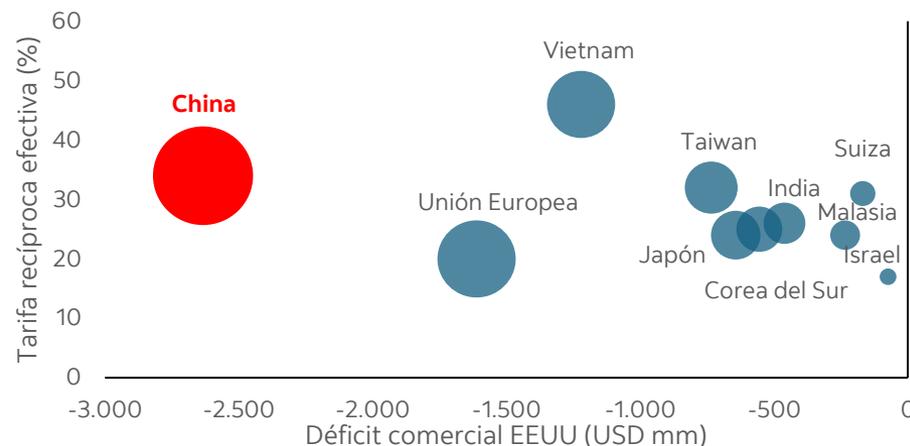
Las tarifas arancelarias impuestas por el Gobierno de Donald Trump estarían buscando “promover” la industria local y corregir los “desequilibrios externos”. Por ahora, Canadá y México no fueron incluidos en los aranceles recíprocos.



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



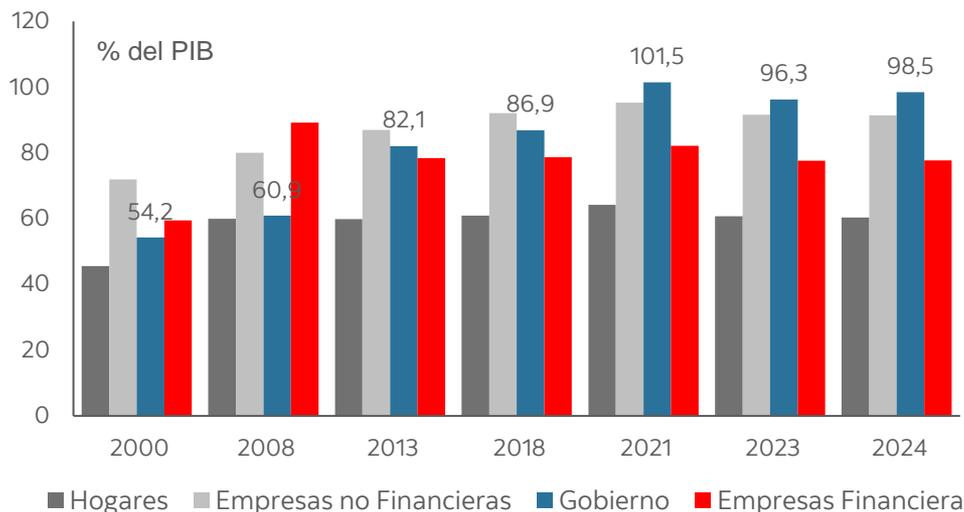
Las economías que mantienen una profunda relación comercial con Estados Unidos podrían verse impactadas negativamente, principalmente en mercados difíciles de diversificar.



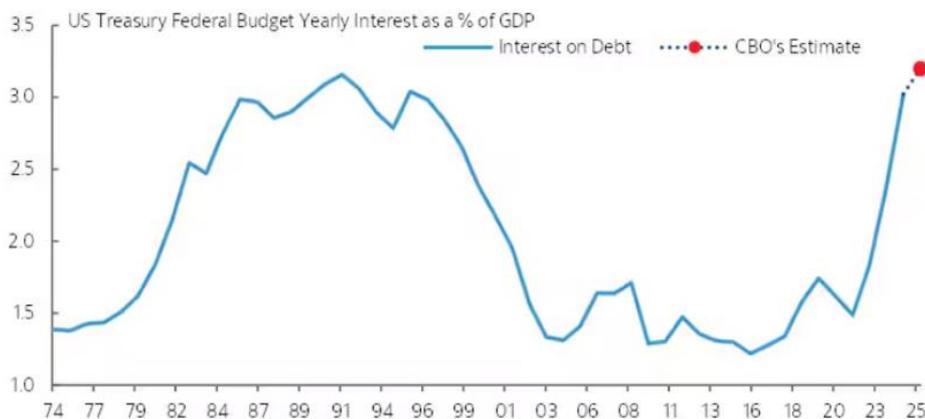
Fuente: BEA, U.S. International Trade Commission, Fitch Ratings, Scotiabank Economics.

La incertidumbre por la política económica de EEUU está poniendo presión a los mercados e incertidumbre en el sector real. Todo lo anterior en un contexto de fuertes presiones fiscales

Evolución de la Deuda Global



Uncle Sam's Interest Burden is Only Just Starting to Rise



Sources: Scotiabank Economics, US Treasury, CBO.

Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics Global.

Política Comercial EEUU



Justin Wolfers
 @JustinWolfers

Siguiendo

Tariffs are on/off/paused, and are targeted/universal, applied to our friends/foes/everyone, starting sooner/ later. They'll be in place for the short/ long run because they are a useful policy/bargaining chip, and will solve our problem with fentanyl/deficits/ manufacturing/revenue

[Traducir post](#)

9:47 a. m. · 11 mar 25 · 405K Visualizaciones

Actuaciones de EEUU en el escenario geopolítico.

1. Decisión de distanciarse de los grupos de cooperación internacional.
2. Busca de acuerdos con Rusia + Intensión de dominancia territorial (Panamá – Groenlandia)
3. Aranceles como fuente de financiamiento: +25% Aluminio y Acero.

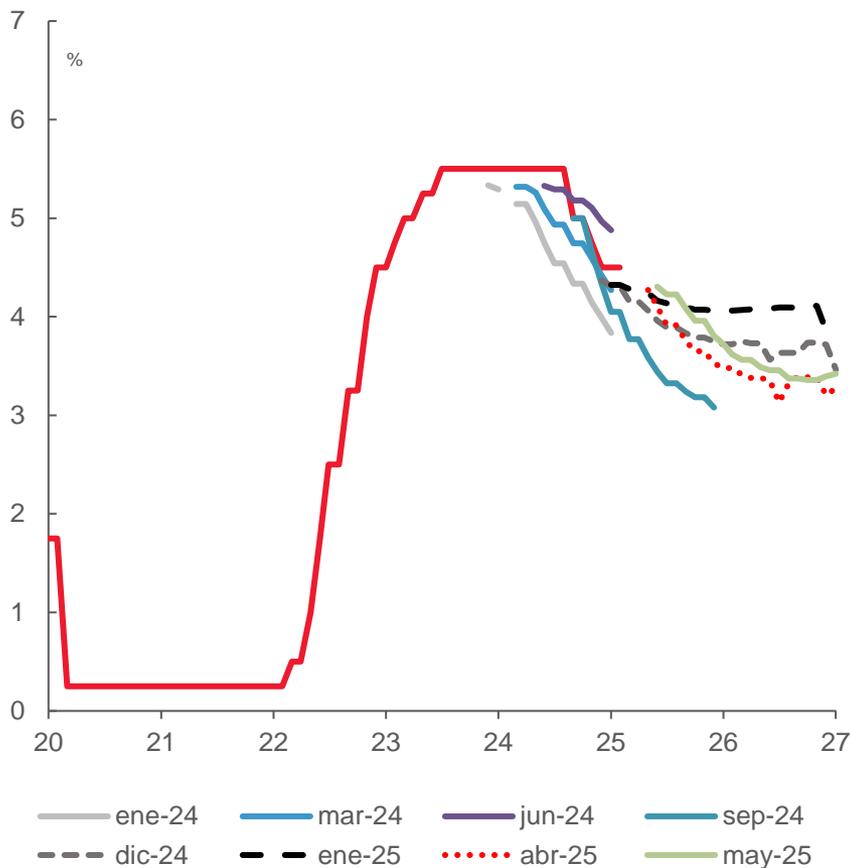
Retos a los planes de Trump

1. Retaliaciones China, Canadá y Europa
2. Tendencia a aislar programas de defensa en países Europeos.
3. **Menor espacio macroeconómico para cometer errores.**

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 2025

Evolución de las Expectativas de recorte de la Reserva Federal

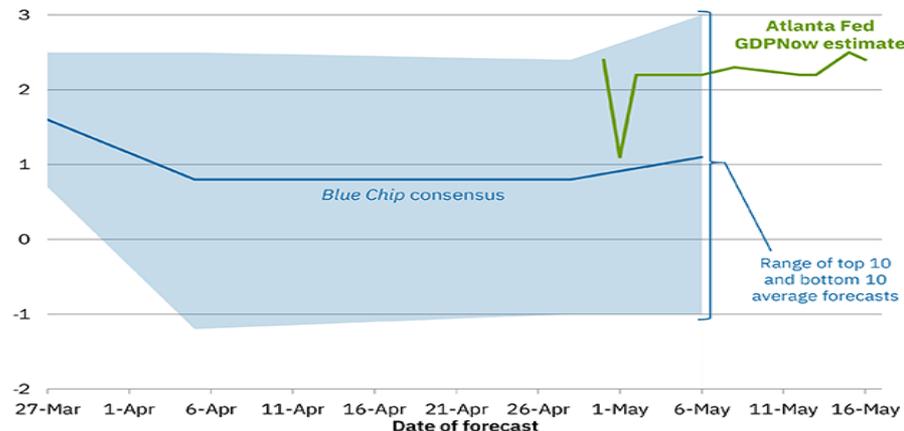


Fuente: Bloomberg, BanRep, Scotiabank Economics.

De cara a al segundo trimestre se ha aliviado la presión negativa señalada por el indicador GDP now de la Fed de Atlanta

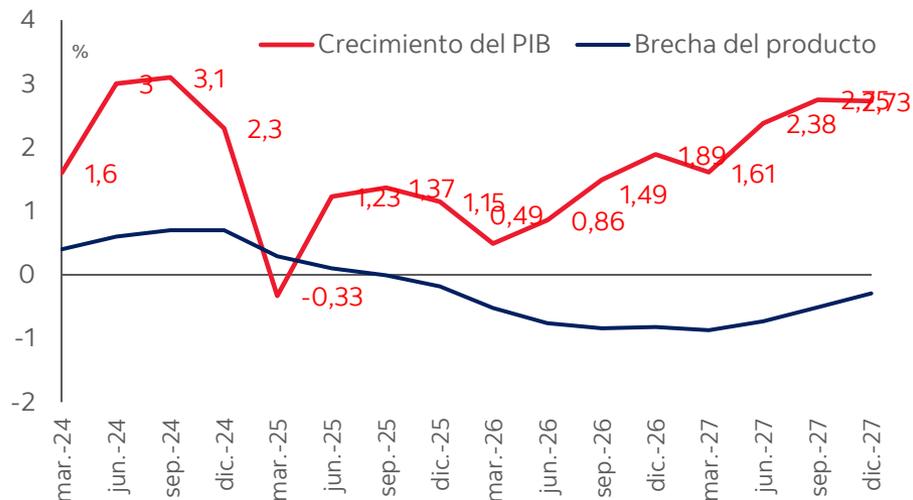
Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2025: Q2

Quarterly percent change (SAAR)



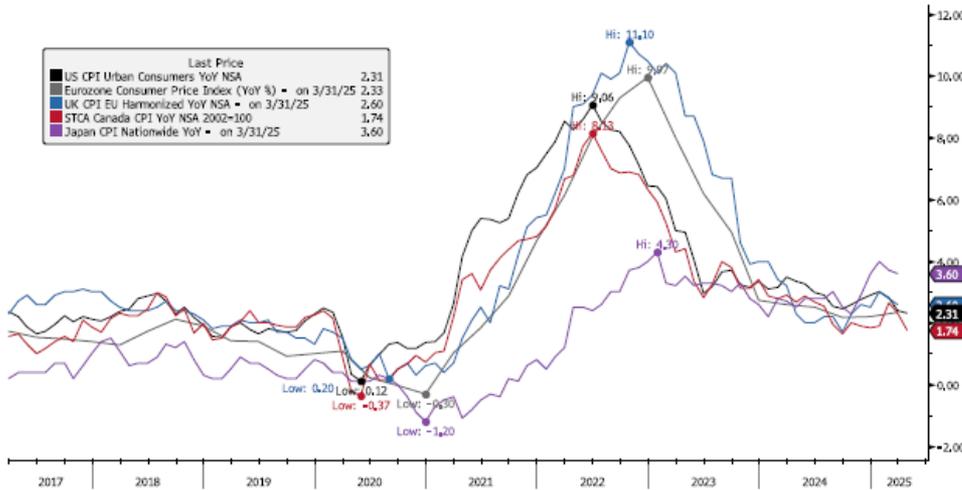
Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts
 Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

Crecimiento del PIB y Brecha del Producto proyectada para EEUU

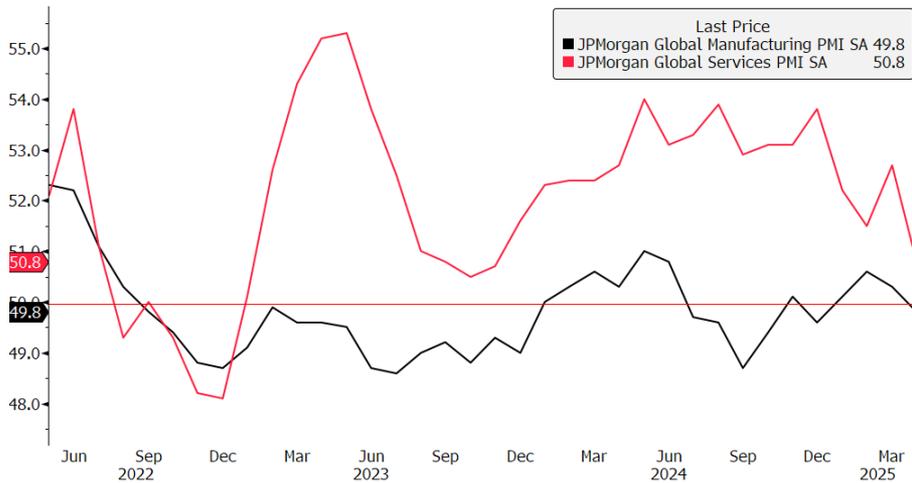


La inflación tardaría más en converger a las metas de los bancos centrales, mientras que el costo en el crecimiento sería incierto.

Evolución de la inflación total países desarrollados

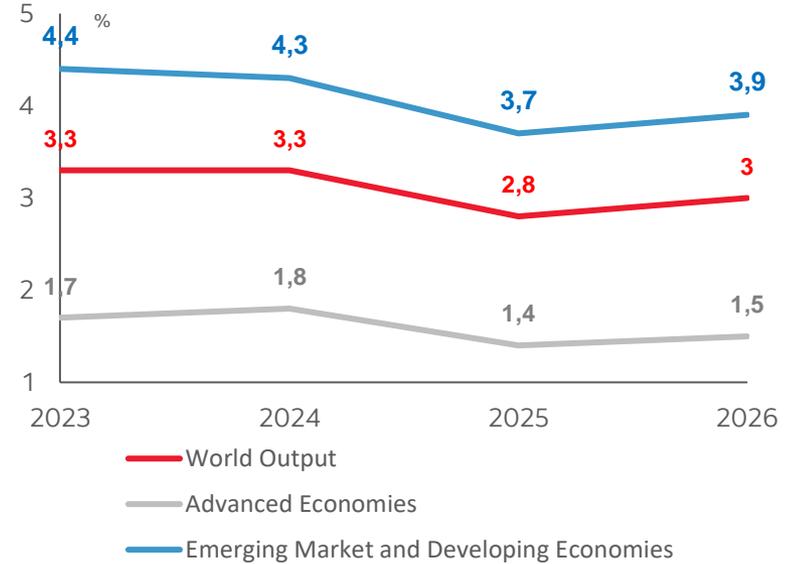


Evolución PMI Global – Servicios y Manufacturas



Fuente: Bloomberg, FMI, Scotiabank Colpatría Economics.

Proyecciones de Crecimiento Económico Fondo Monetario Internacional – Abril 2025



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?

En medio de la incertidumbre, las restricciones fiscales definen el escenario.

The New York Times

Merz Challenges Germans to Make a Bold Strategic Shift. Will They Do It?

The likely next chancellor has staked his government on a move to increase military spending. But the window for change is closing fast.

The package would rip away Germany's signature limits on government spending and allow for hundreds of billions — or potentially trillions — of euros in new efforts to rebuild the country's aging infrastructure and military.

NBC NEWS
Trump signs funding bill to avert a government shutdown
 Trump signed the bill into law on Saturday, averting a government shutdown.

CNBC
U.S. budget deficit surged in February, passing \$1 trillion for year-to-date record

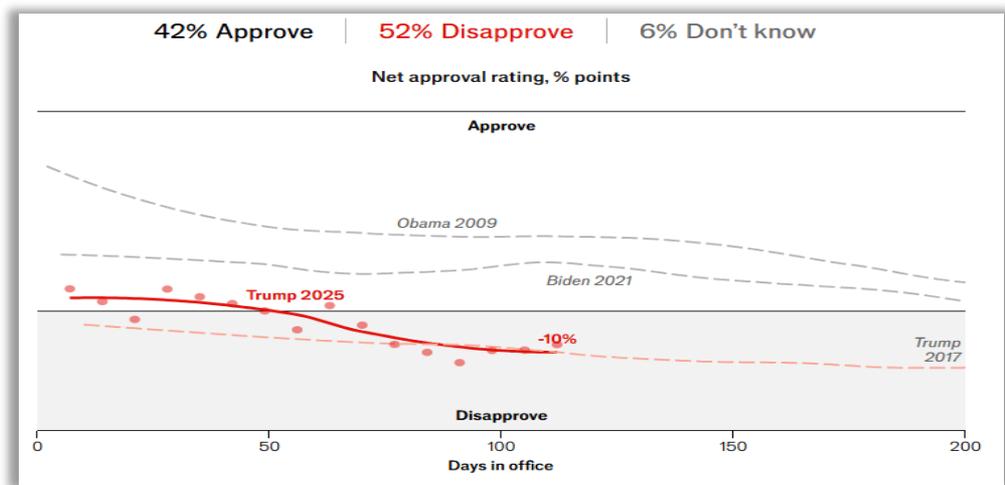
PUBLISHED WED, MAR 12 2025-2:05 PM EDT | UPDATED WED, MAR 12 2025-2:35 PM EDT

China raises budget deficit target to levels not seen since at least 2010 to shore up growth

PUBLISHED TUE, MAR 4 2025-7:28 PM EST | UPDATED TUE, MAR 4 2025-9:24 PM EST

Fuente: Bloomberg, The New York Times, NBC News, CNBC.

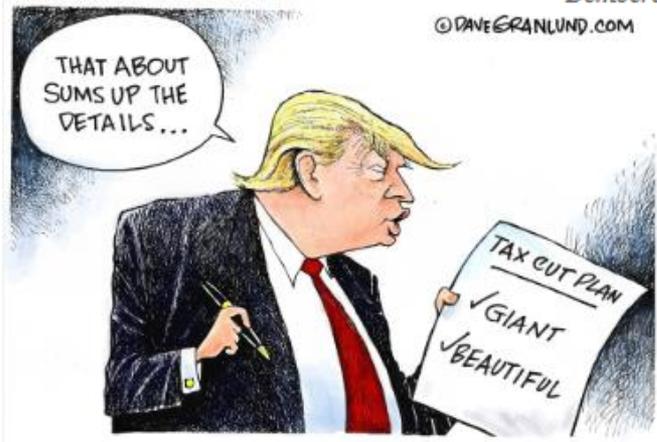
Popularidad de Trump



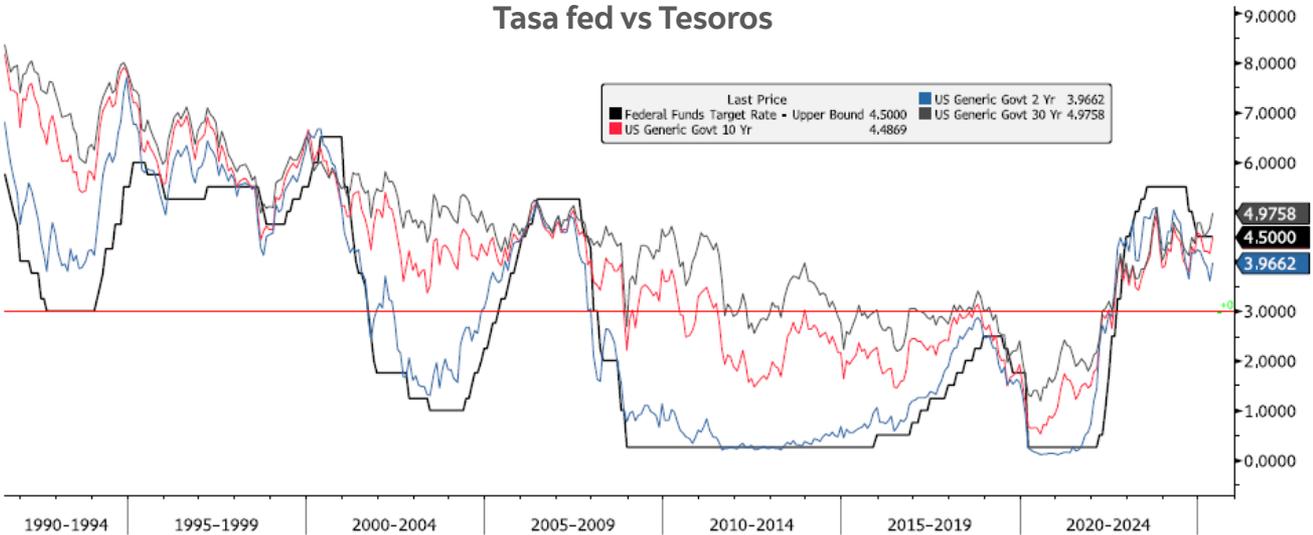
House Republicans launch marathon hearings to push ahead with Trump's big bill

Tax breaks tallying more than \$5 trillion

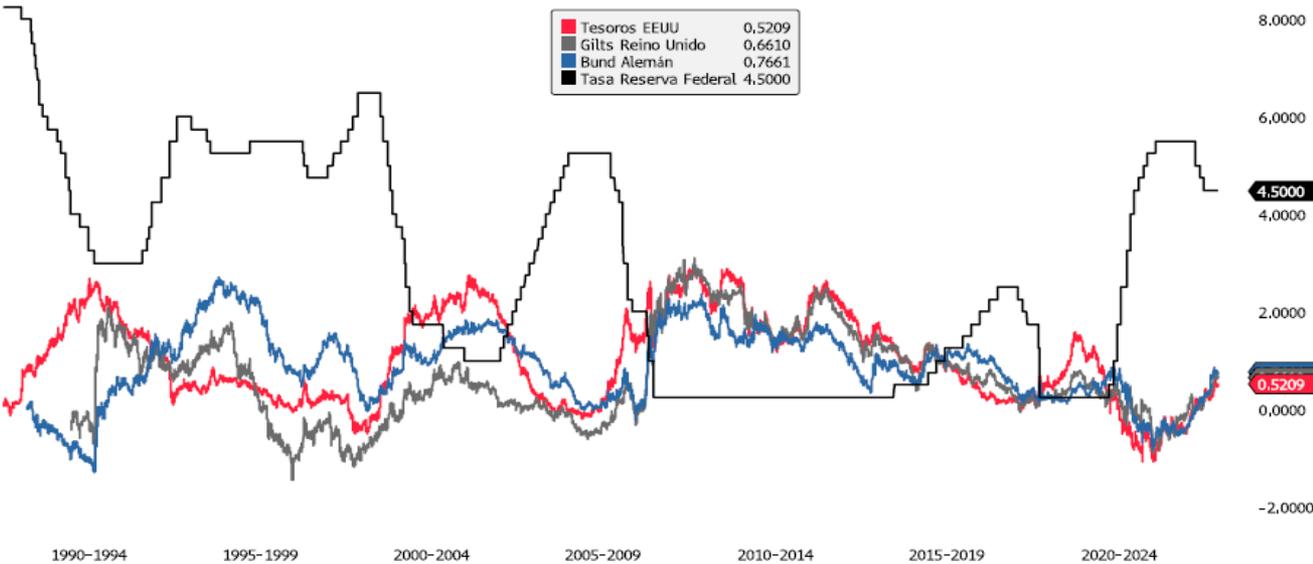
The Washington Post
 Democracy Dies in Darkness



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

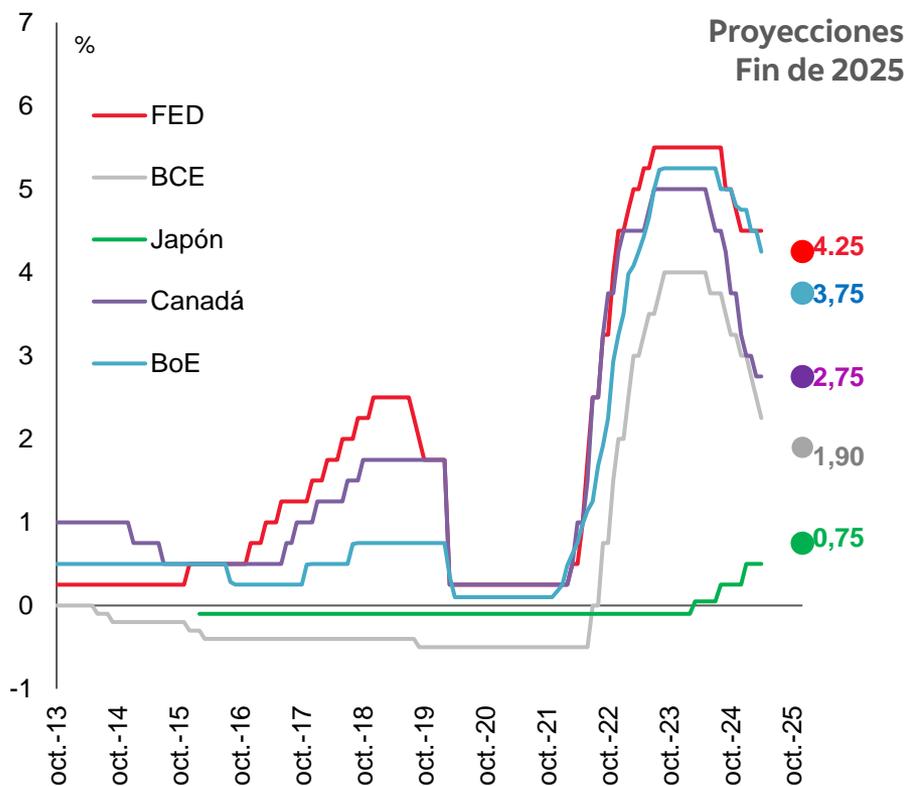


Empinamiento de las curvas de la deuda pública Mercados Desarrollados



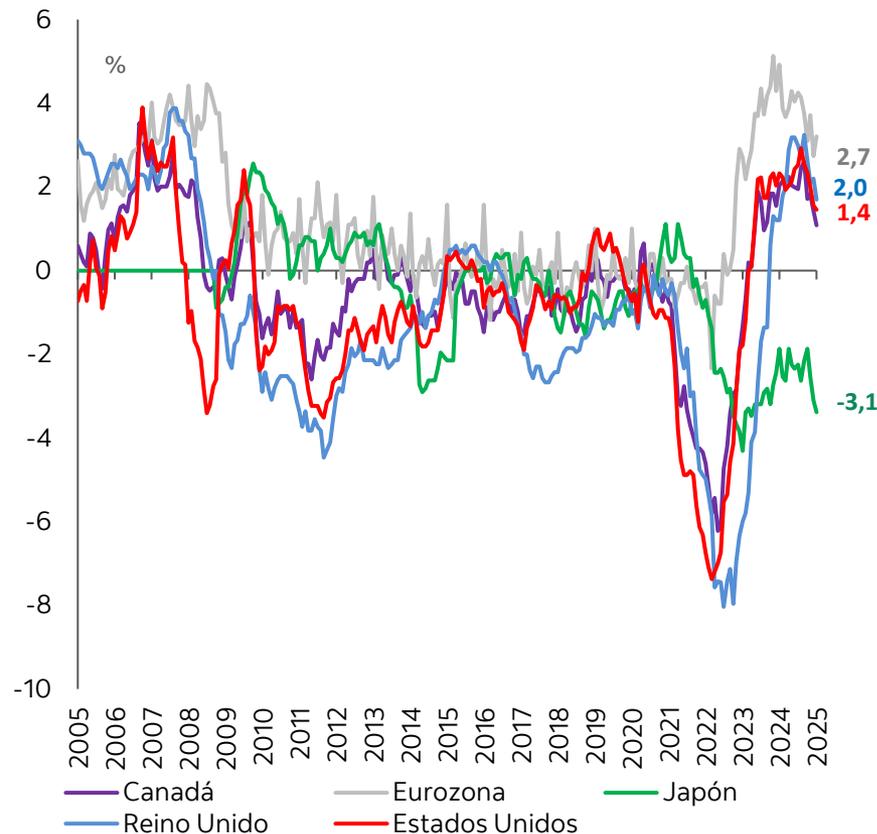
En la medida que las tasas de interés real se mantienen altas, la discrepancia entre los ciclos de política monetaria dependerá del impacto de la guerra comercial en el crecimiento económico.

Tasa de interés Bancos centrales de economías desarrolladas



Tasas de interés reales

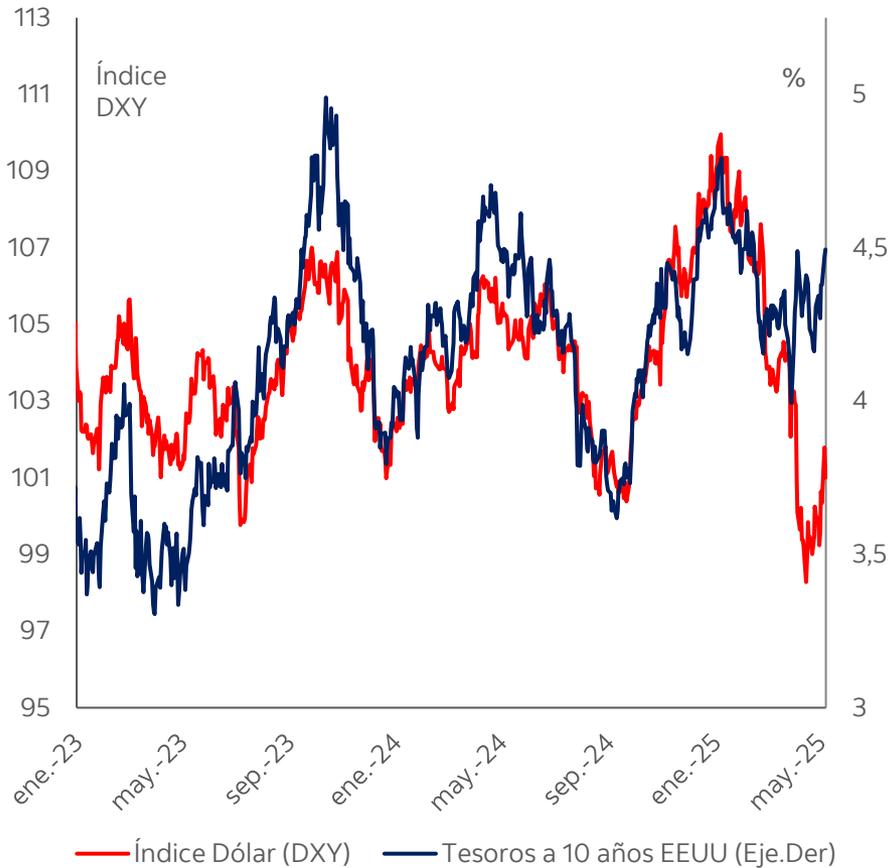
Tasa de política monetaria deflactada con inflación actual



Fuentes: Haver, Scotiabank Colpatría Economics.

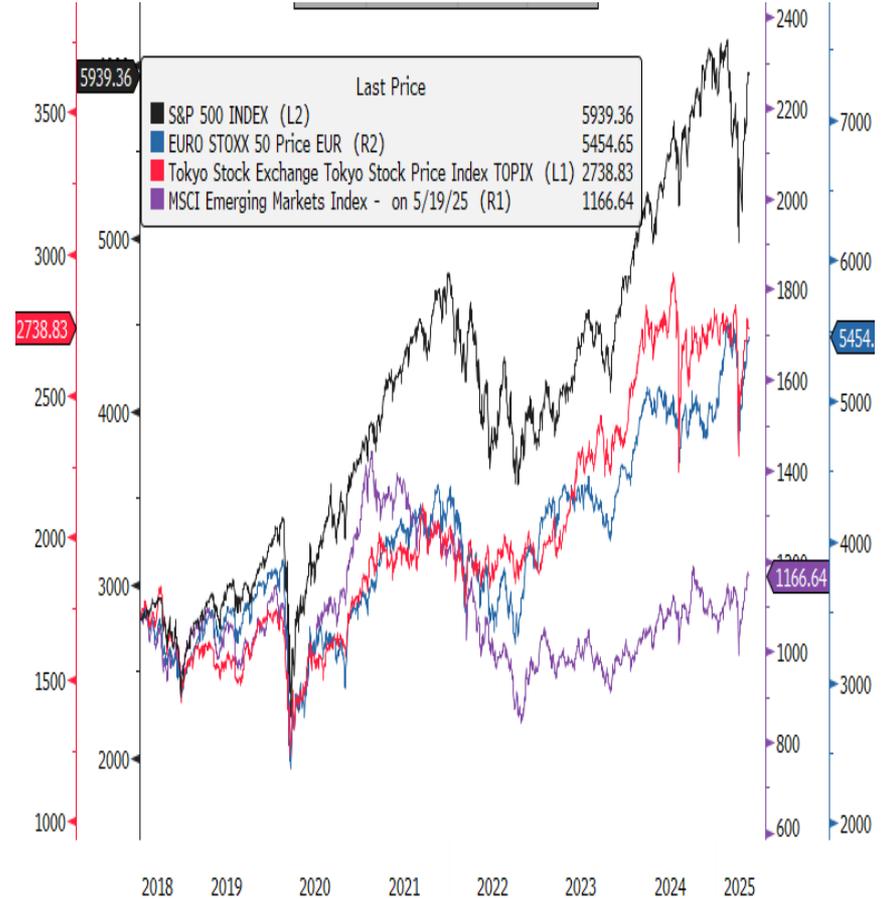
En medio de la confusión, el mercado trata de descubrir su apetito estructural por activos estadounidenses.

Evolución índice DXY vs Tesoros a 10 años



Evolución Índices Bursátiles

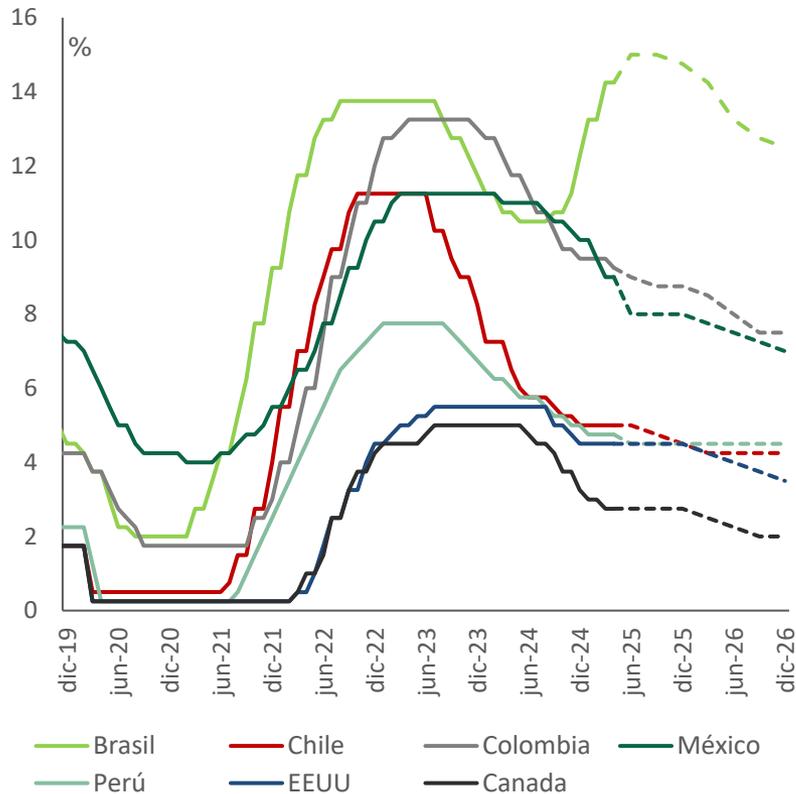
S&P 500, EuroStoxx 50, Tokyo SE, MSCI EM.



Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics,

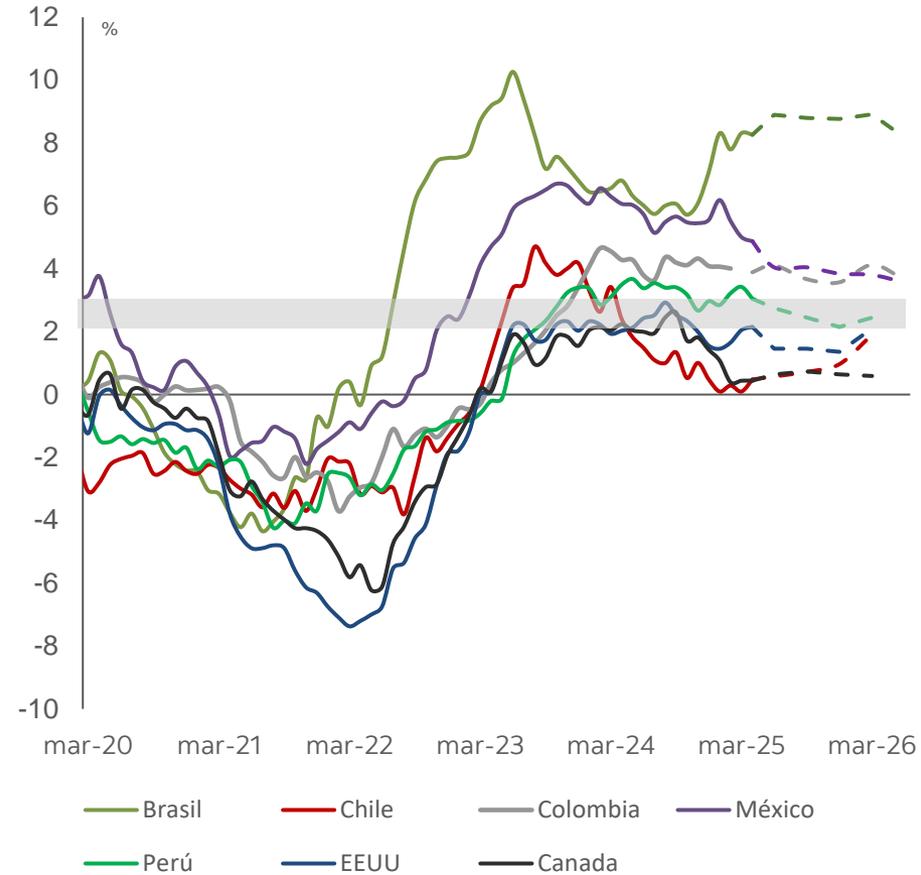
En Latinoamérica las tasas reales reflejan la percepción de riesgos fiscales y salvaguardan el movimiento de la moneda.

Expectativas de Tasas de Interés Latinoamérica



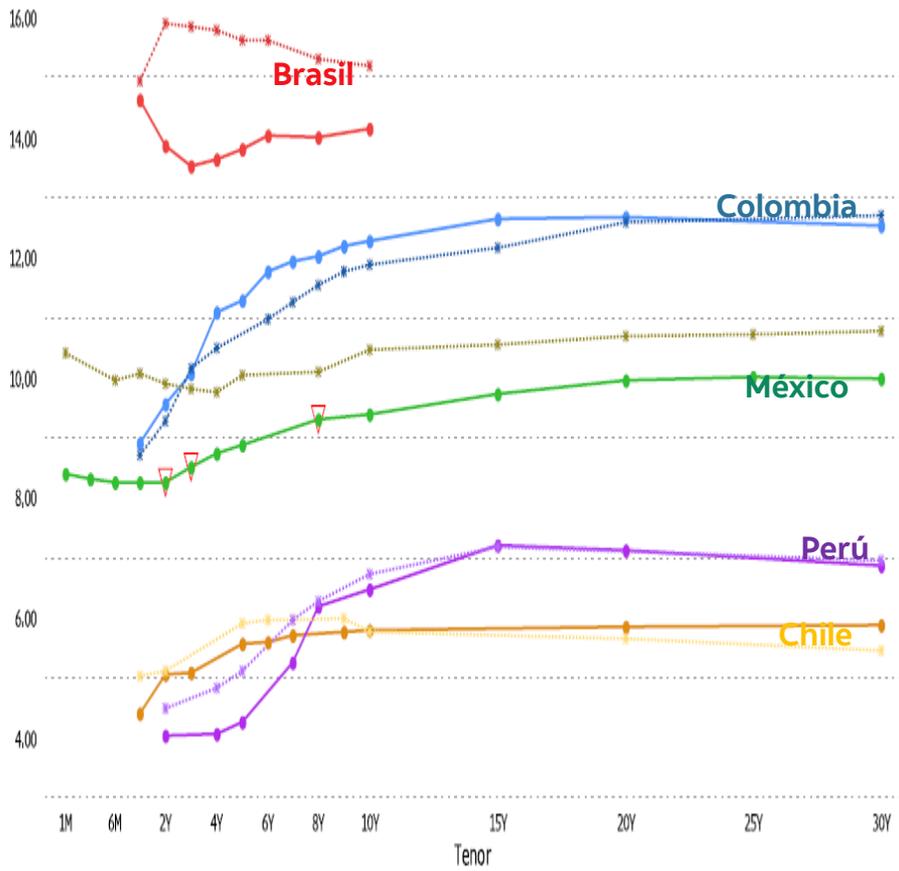
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

Evolución de la tasa de interés real



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

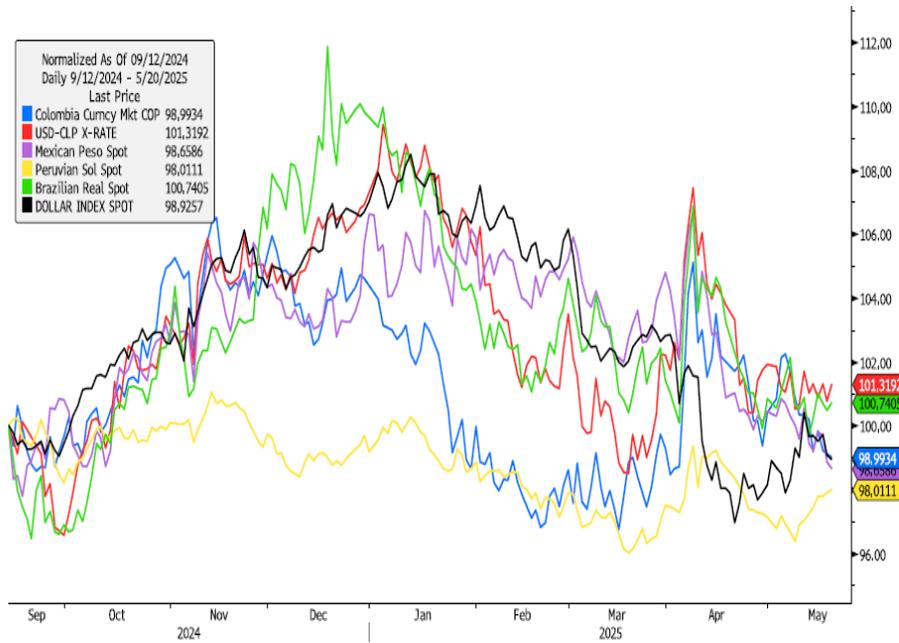
Curvas de rendimiento
Deuda Pública - LatAm



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
5,16%
Abril 2025

La inflación tuvo una aceleración importante durante el mes evidenciando fuertes 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.

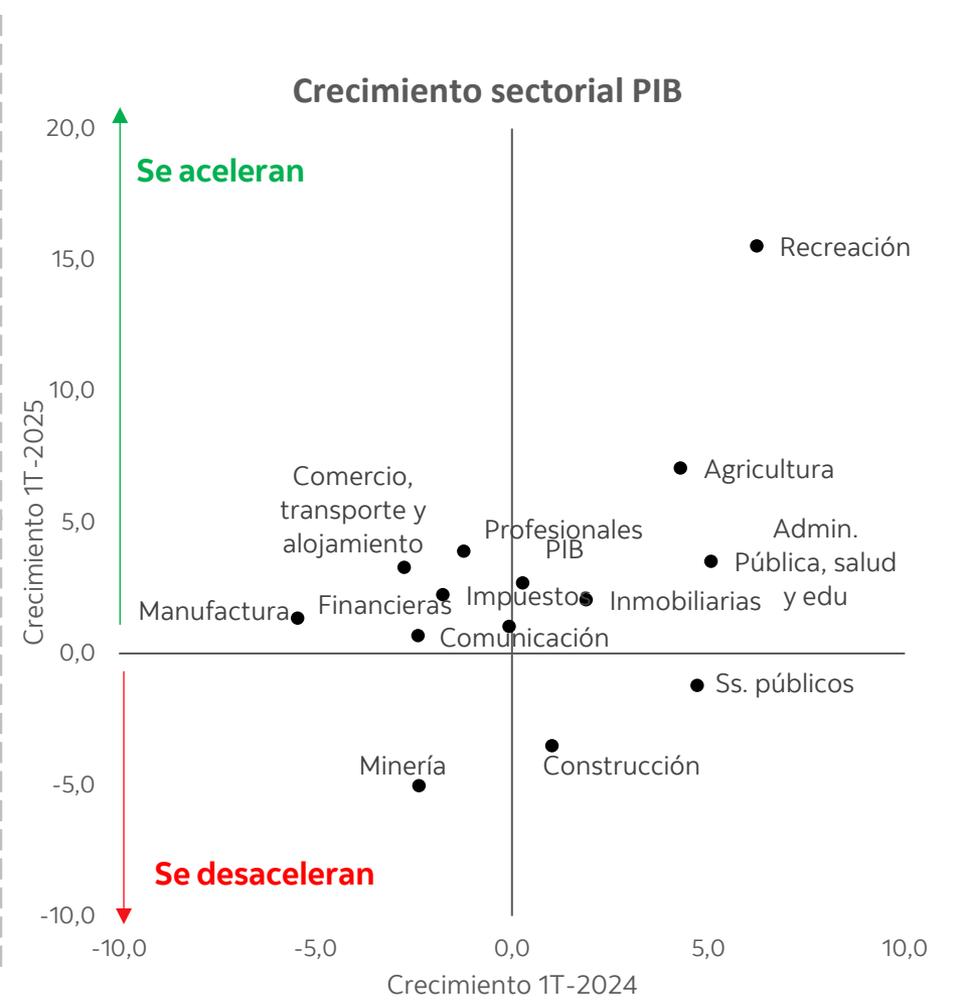
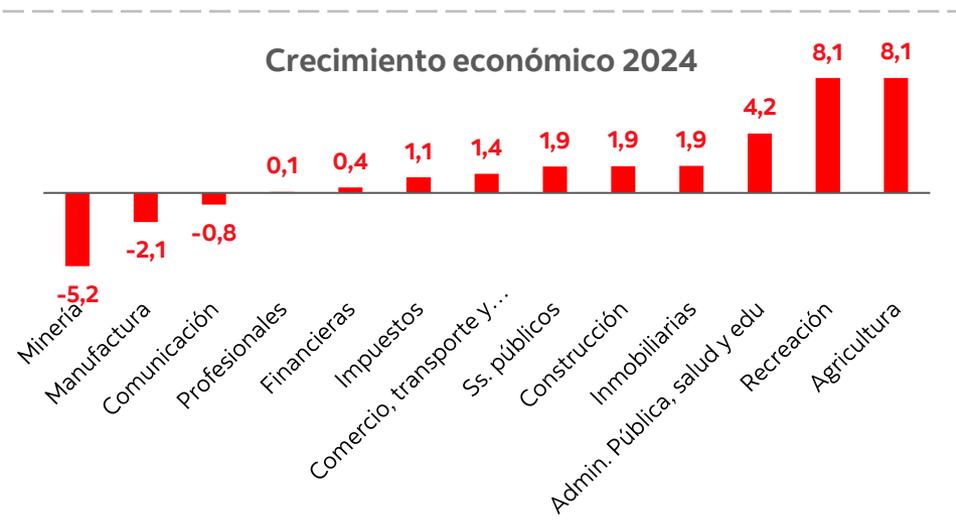
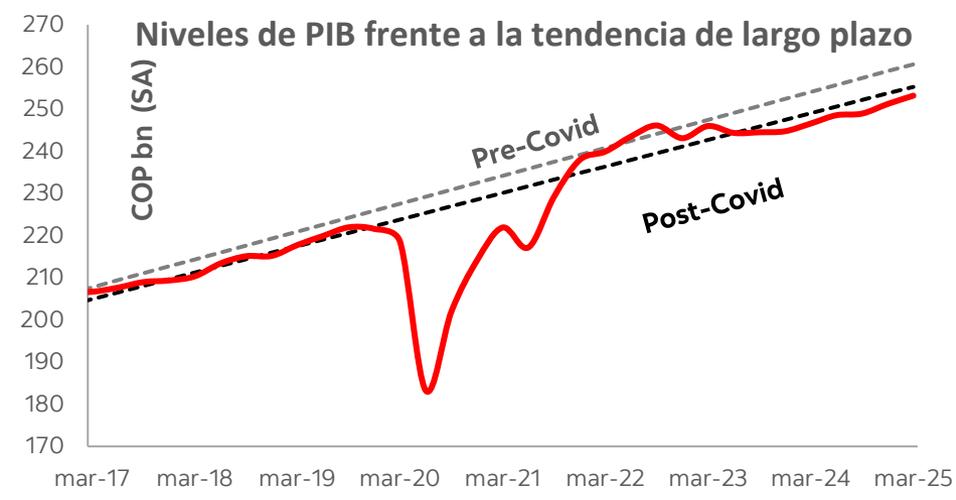
En abril la Reserva Federal mantuvo inalterado su rango de fondos federales y afirmó un ajuste de tasas de interés más gradual durante 2025, lo cual será un factor que genere cierta volatilidad en los activos de riesgo.

Eventos próximos

7 Mayo	Decisión de tasas de interés Fed
Jun 13 2025	Marco Fiscal de Mediano Plazo 2025
Junio 20 2025	Fin de la Legislatura
27 Junio	Decisión de tasas de interés BanRep
Julio 1	Entrada en Vigencia Reforma Pensional

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

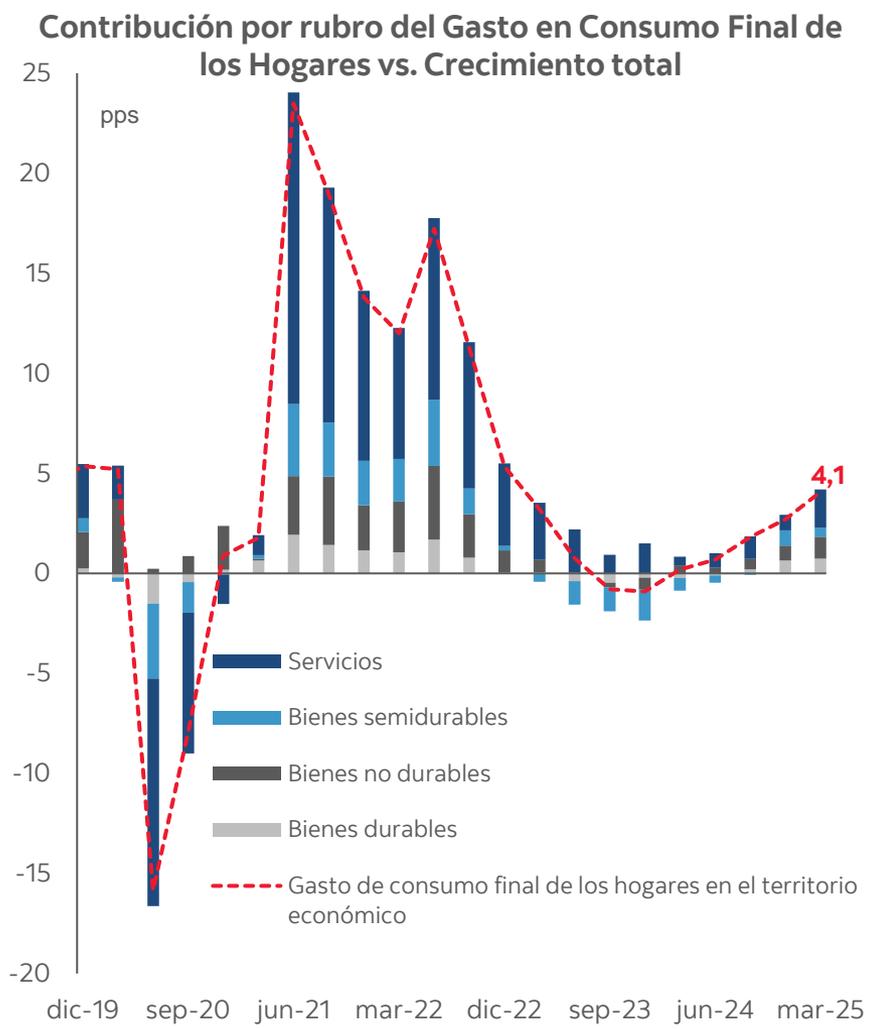
En el primer trimestre del año los sectores de servicios han continuado con una contribución importante, aunque perdiendo terreno frente al comercio.



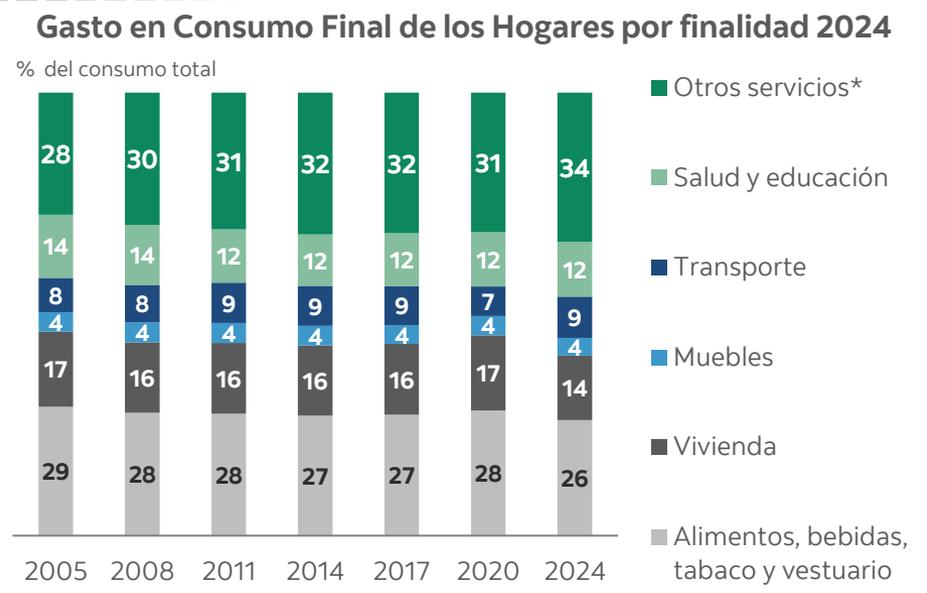
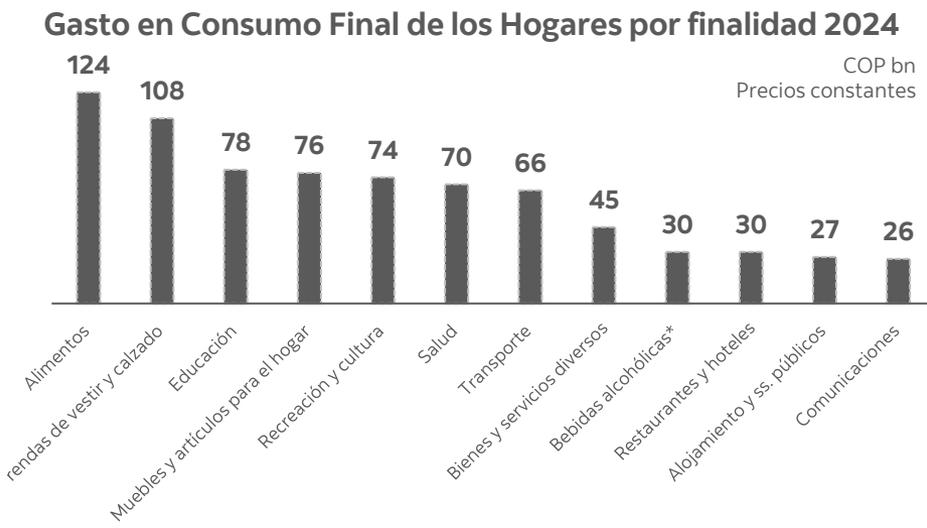
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

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.



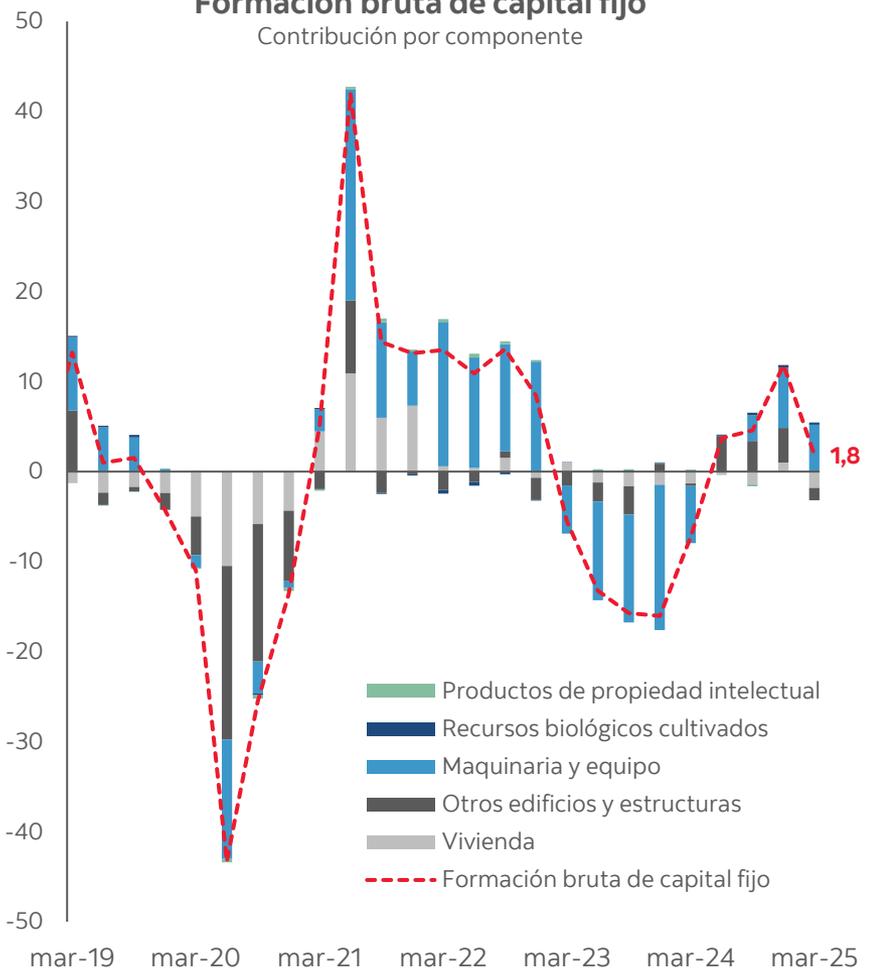
La inversión fija ha vuelto a su tendencia negativa, principalmente en edificaciones.

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).

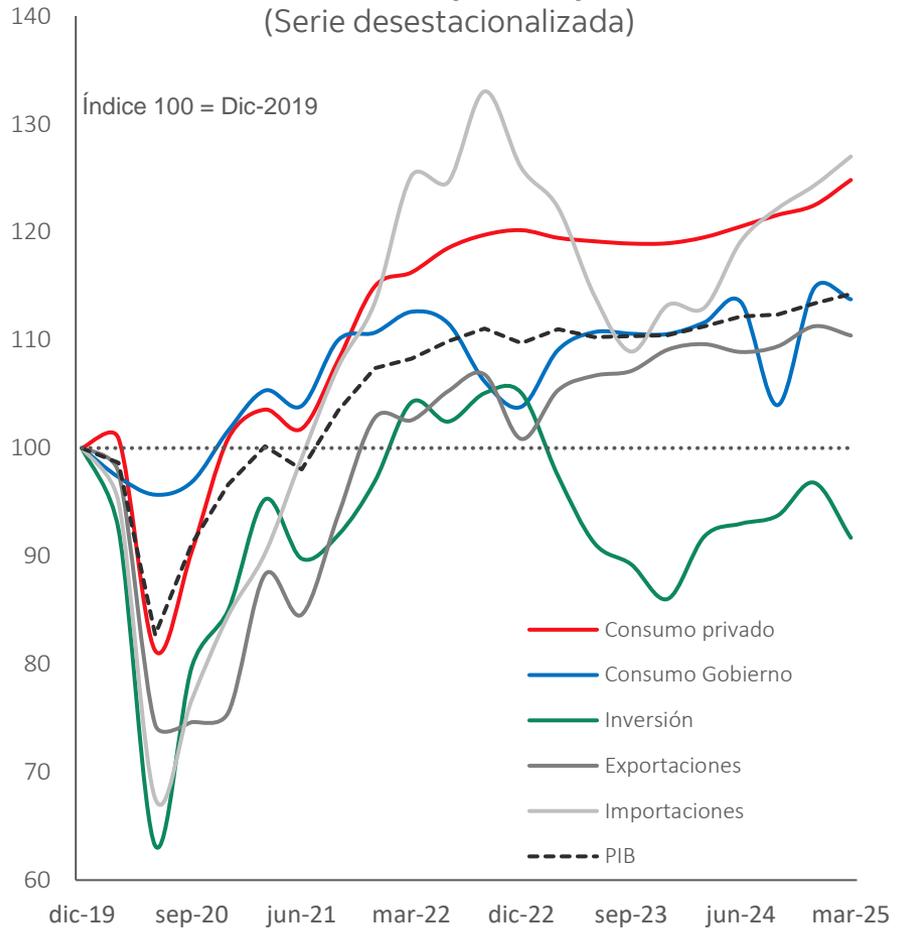
Formación bruta de capital fijo

Contribución por componente



Evolución de la demanda por componentes del PIB

(Serie desestacionalizada)



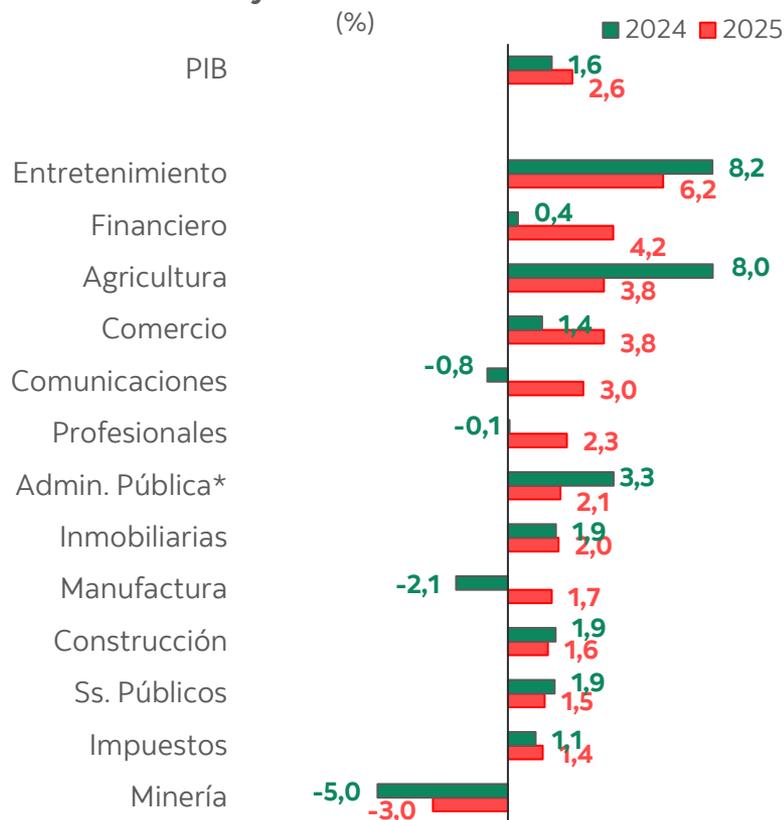
Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

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

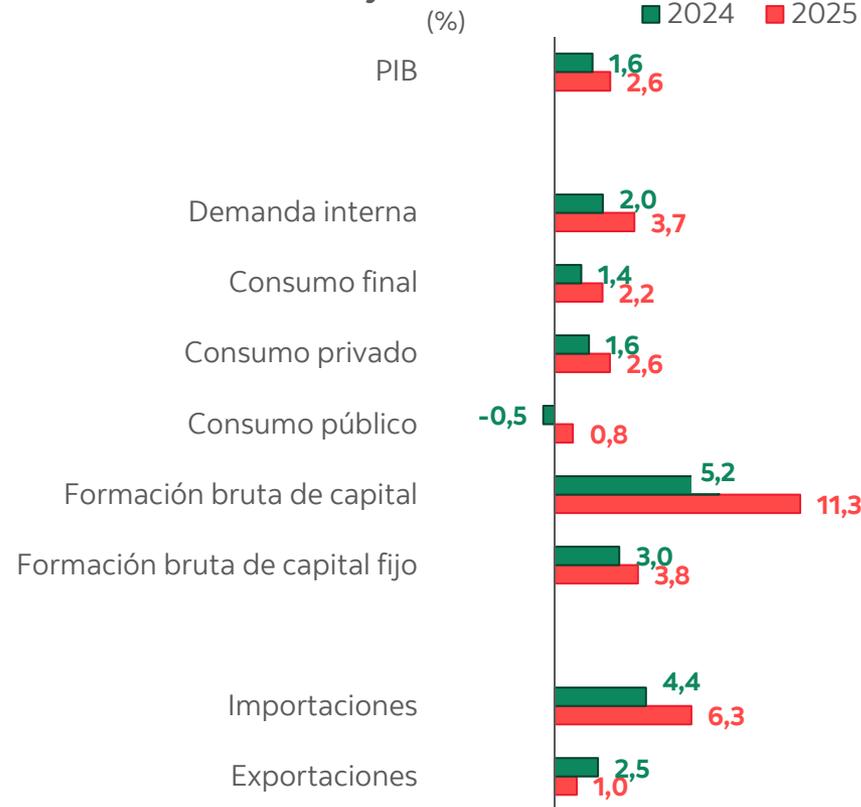
Sectores como entretenimiento y agricultura seguirán contribuyendo al crecimiento durante 2025, al tiempo que **la manufactura continuaría con su senda de recuperación**. En medio de restricciones fiscales, la reactivación dependerá del grado de dinamismo del sector privado.

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

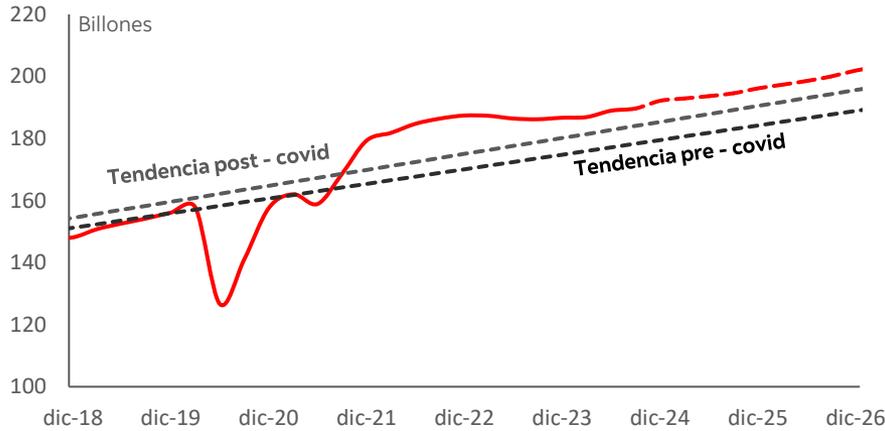


*Administración pública, educación y salud.

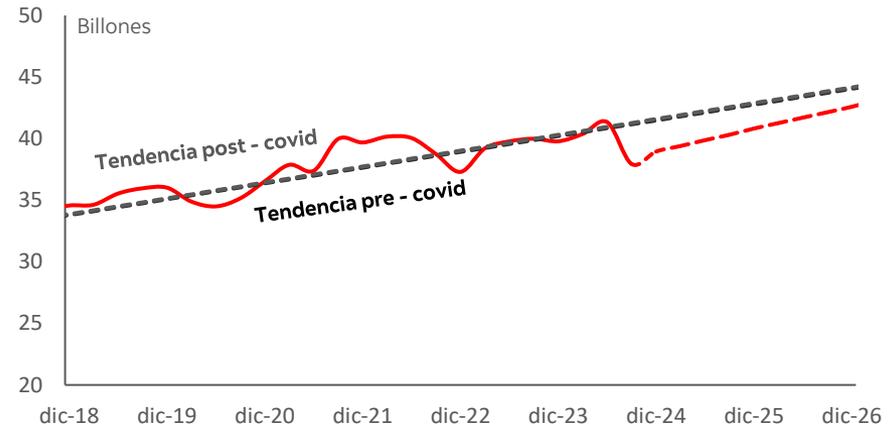
Fuentes: Scotiabank Economics.

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

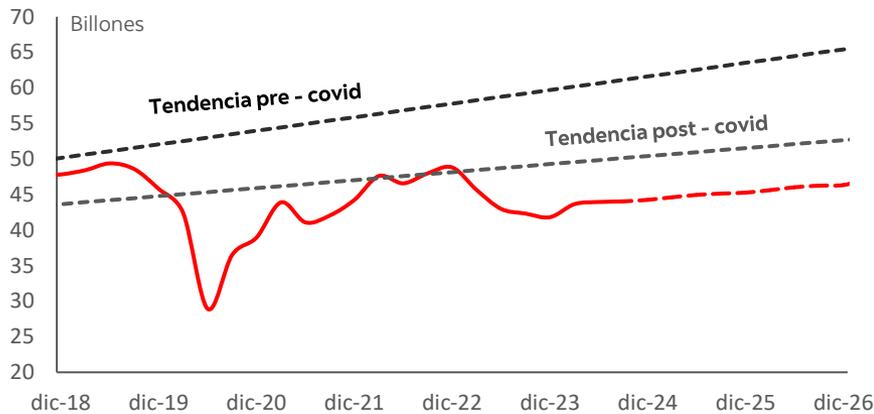
Consumo privado



Consumo público



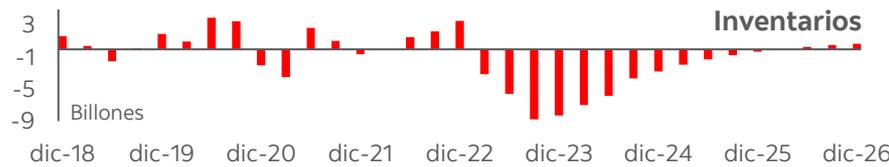
Formación bruta de capital fijo



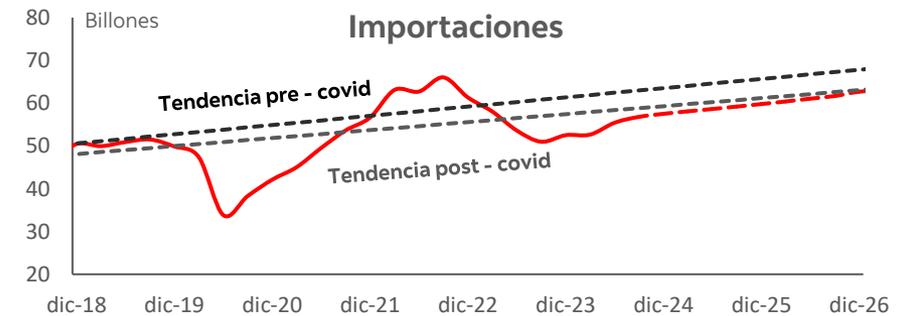
Exportaciones



Inventarios



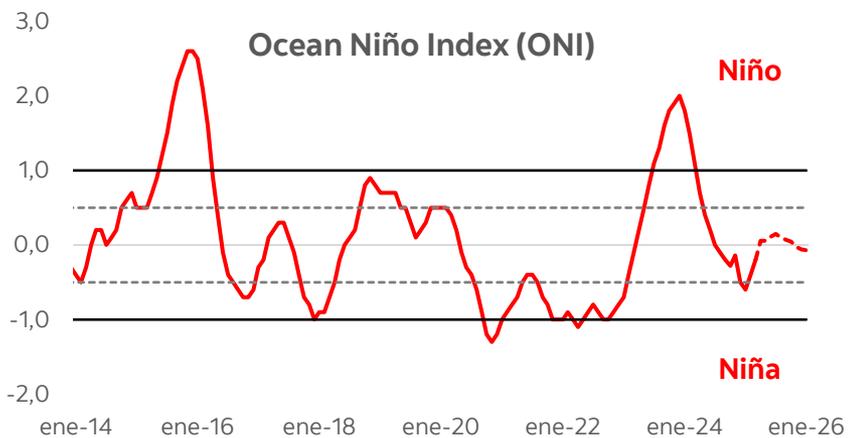
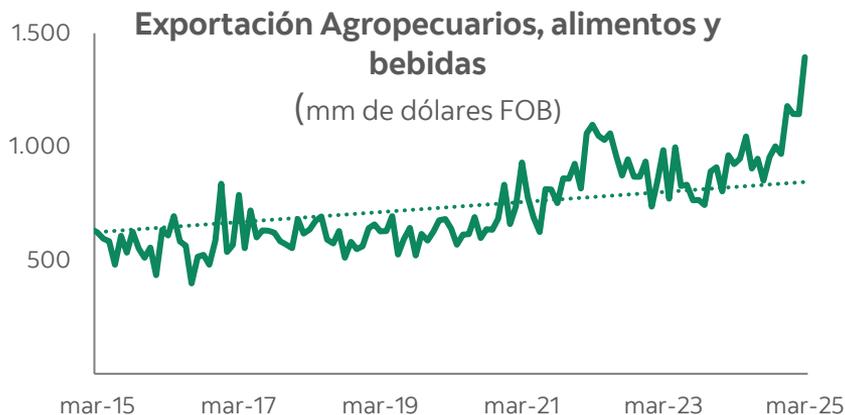
Importaciones



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.

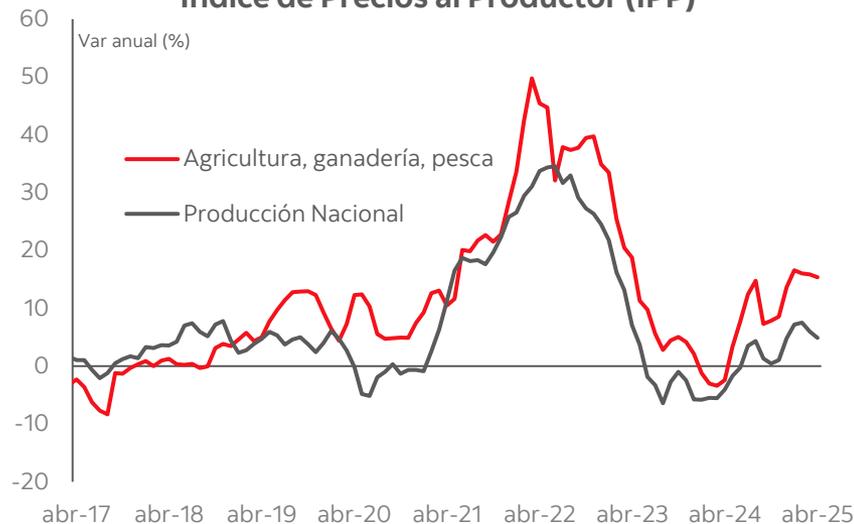


Fuentes: DANE, Scotiabank Economics.

Abastecimiento nacional de productos agrícolas



Índice de Precios al Productor (IPP)

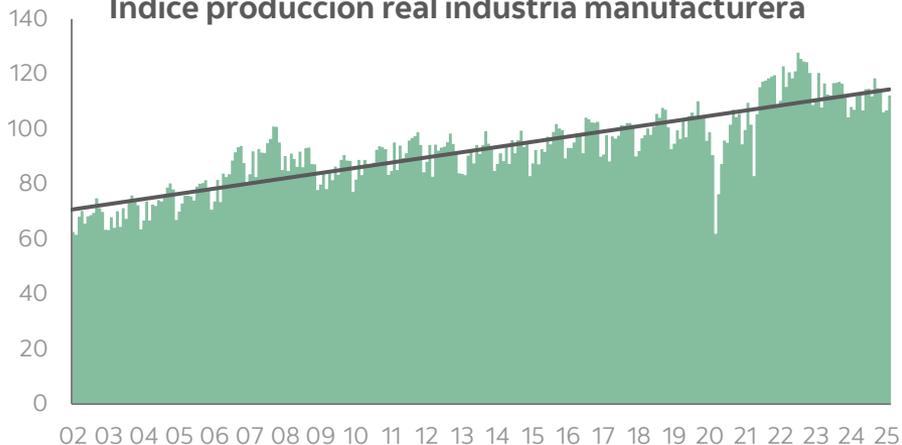


El sector secundario mantiene una dinámica débil, pero se ha recuperado con el dinamismo evidenciado en el consumo.

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

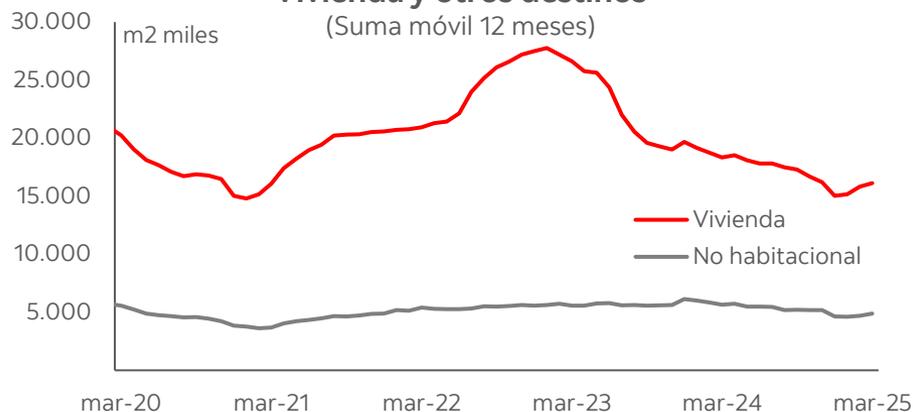
Las ventas de vivienda se mantienen en el nivel más bajo de la década. Menores tasas de interés podrían impulsar al sector de vivienda en el futuro.

Índice producción real industria manufacturera



Área licenciada para construcción Vivienda y otros destinos

(Suma móvil 12 meses)



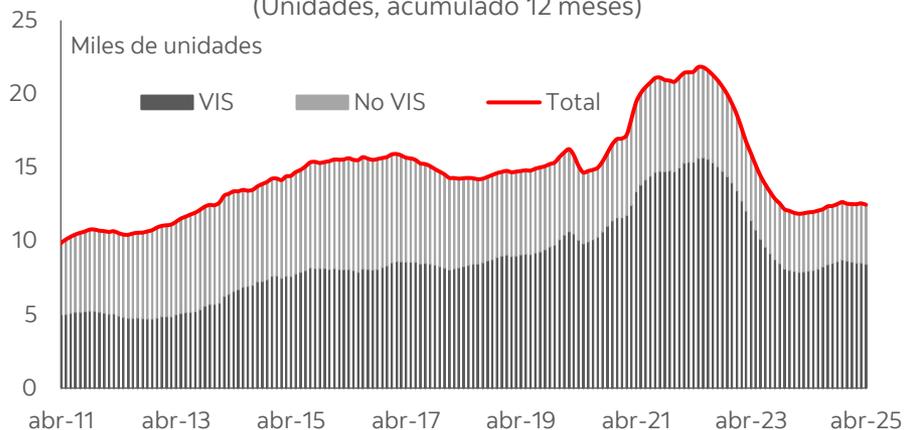
Mapa de Calor: Actividades de la industria manufacturera

(Variación anual)

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

Ventas de vivienda nueva

(Unidades, acumulado 12 meses)



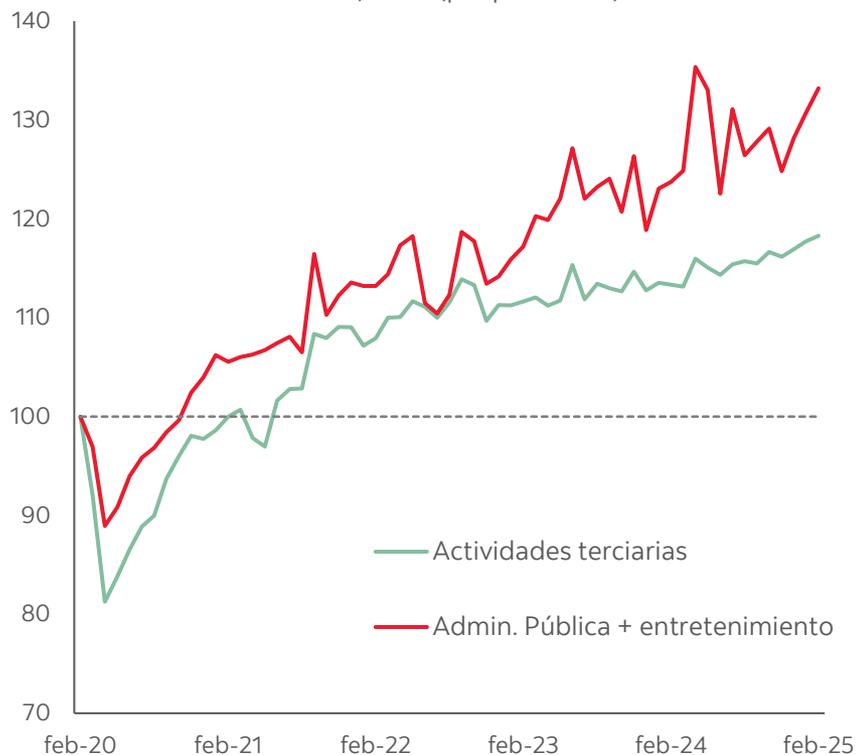
Fuentes: DANE, Camacol, Scotiabank Economics.

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

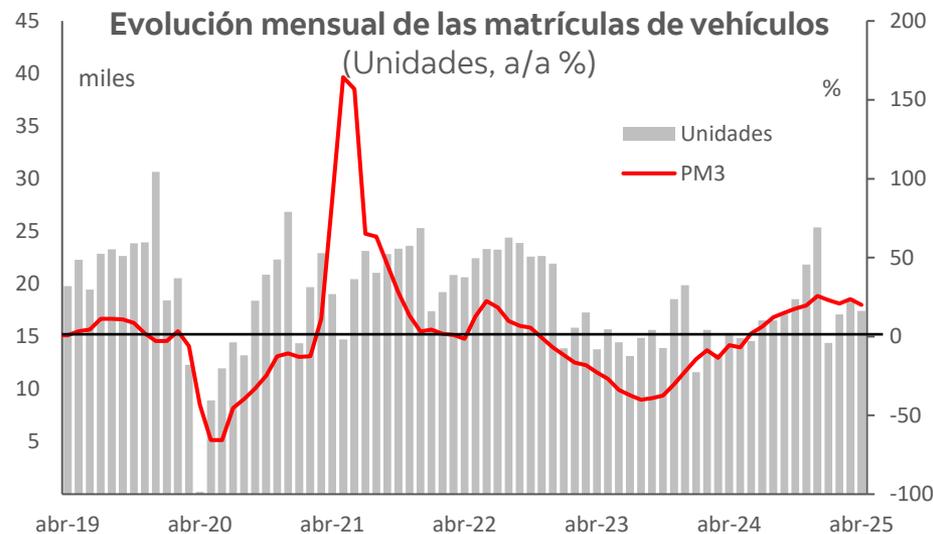
La **administración pública** ha sido uno de los sectores que más ha apalancado el crecimiento en la primera parte del año, sin embargo, esto se atribuye a efectos transitorios, que se desvanecerían en el futuro.

Indicador de Actividad Económica (ISE)- Admin.Pública, Educación, Salud, Entretenimiento

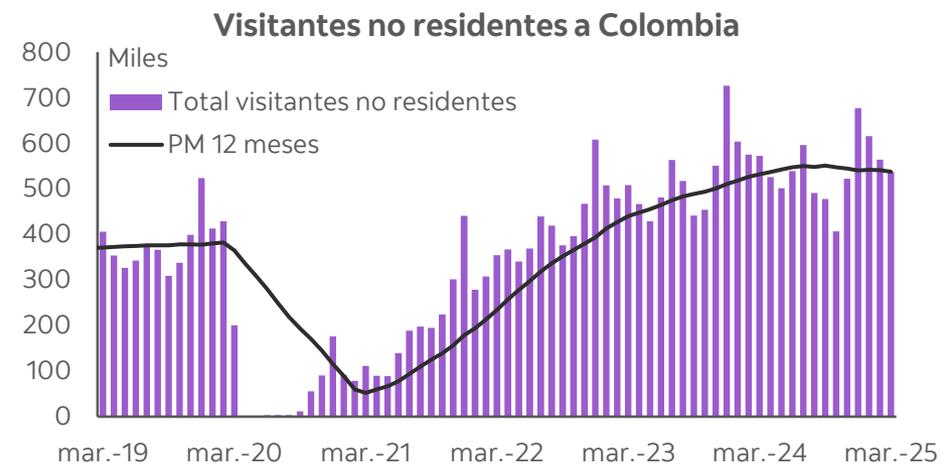
100 = Feb/2020 (pre pandemia)



Fuentes: DANE, Andemos, Scotiabank Economics.



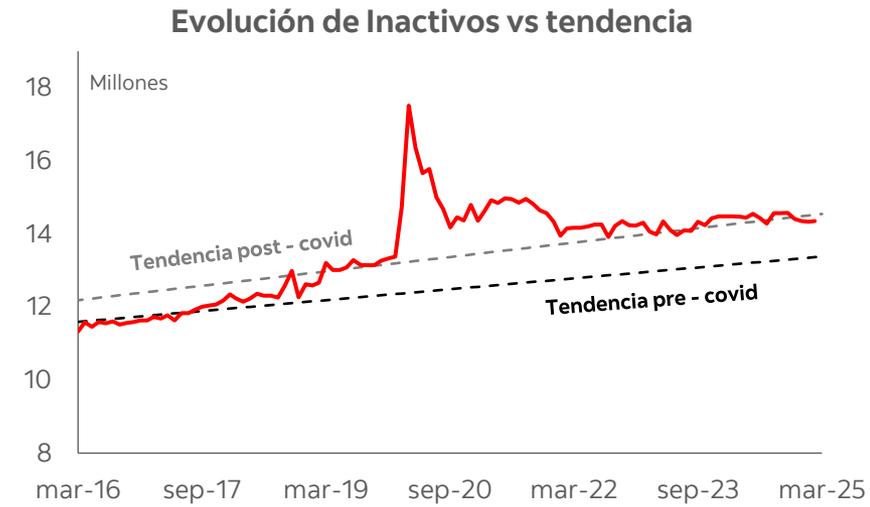
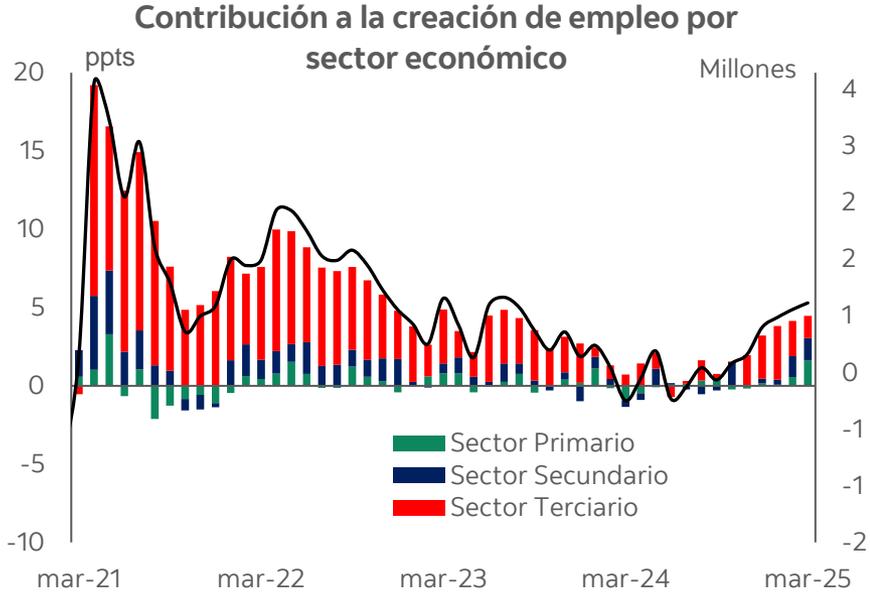
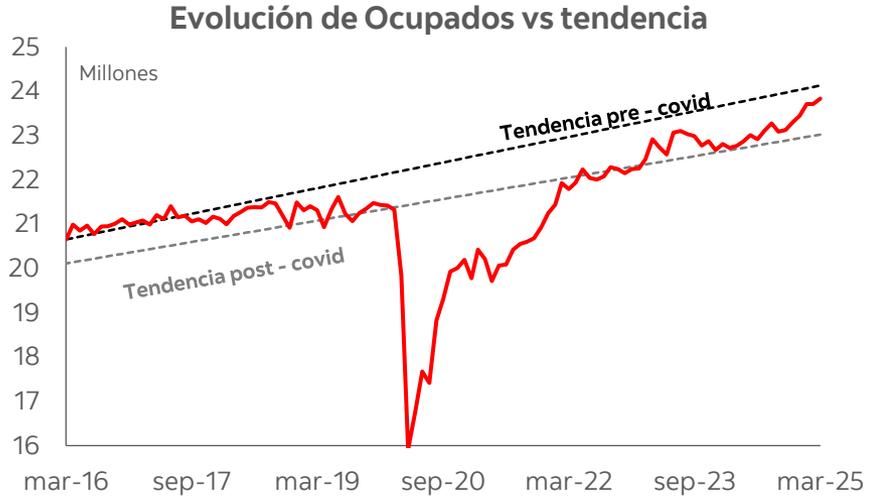
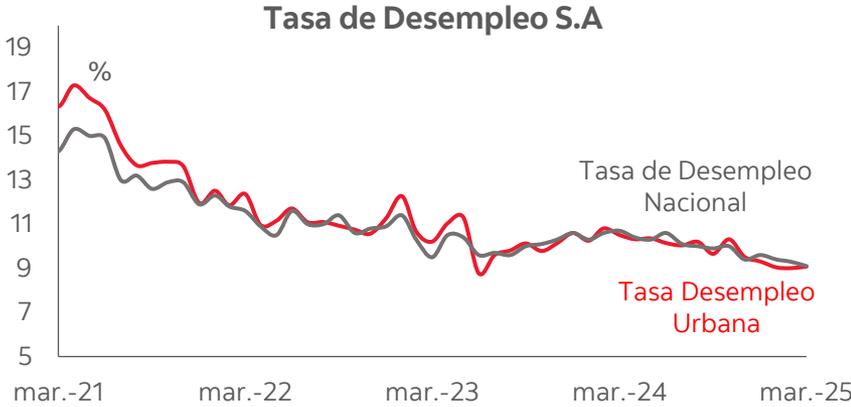
El sector turismo ha tenido una buena dinámica, asociada a mayores visitantes extranjeros. El comercio ha registrado leves repuntes.



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

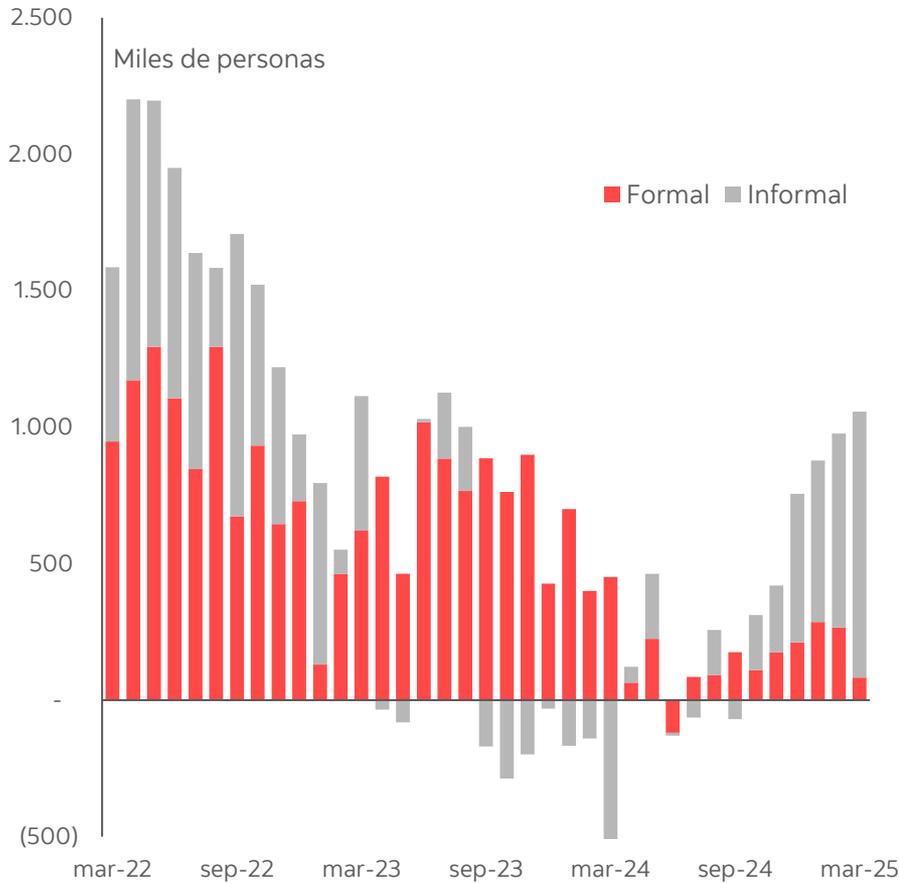


Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

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

Del total de creación de empleo registrado en el primer trimestre de 2025, el 78% fue informal en sectores como el alojamiento, el comercio, el transporte y el entretenimiento.

Creación de empleo anual total nacional

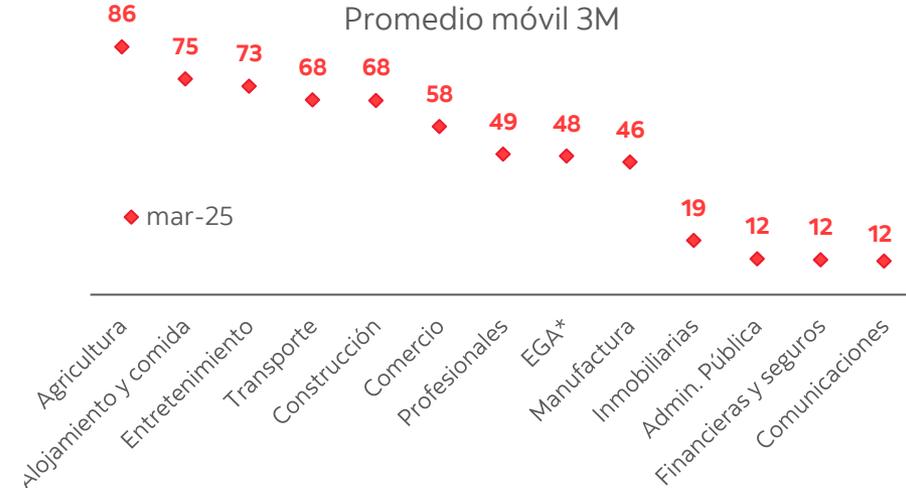


*Electricidad, gas y agua.

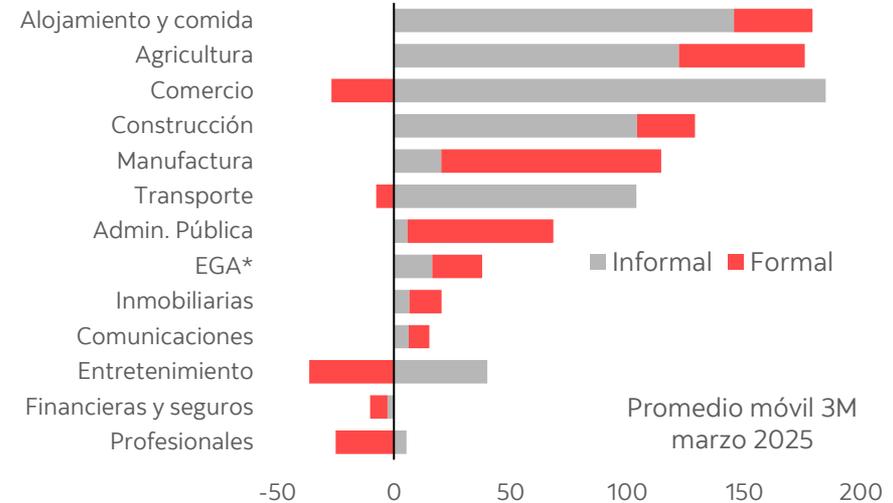
Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

Tasa de informalidad laboral (%)

Promedio móvil 3M



Creación de empleo anual por rama de actividad



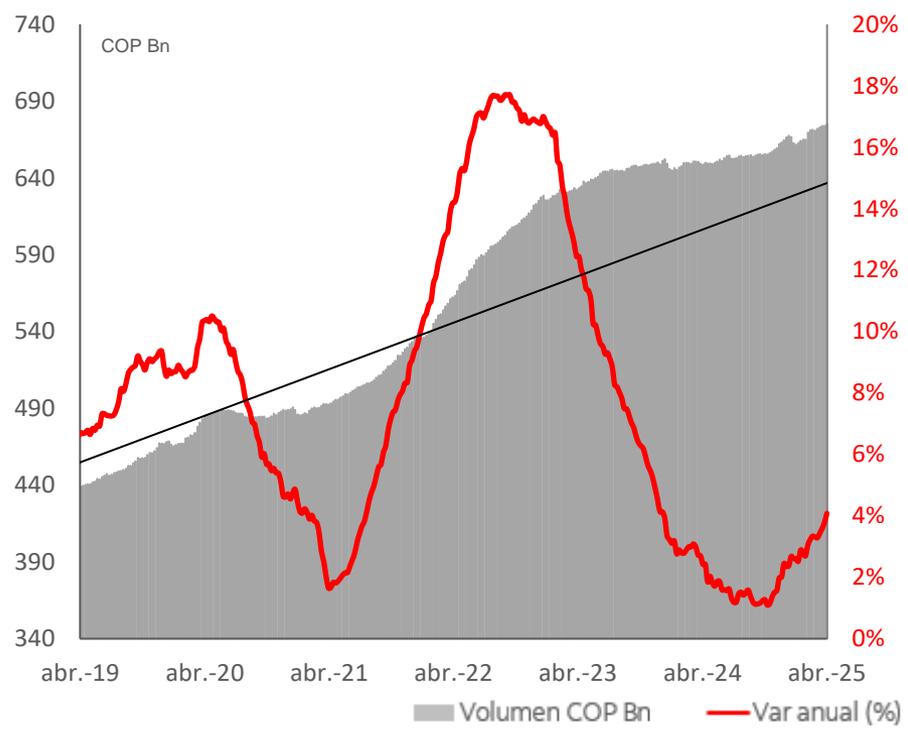
Promedio móvil 3M
marzo 2025

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

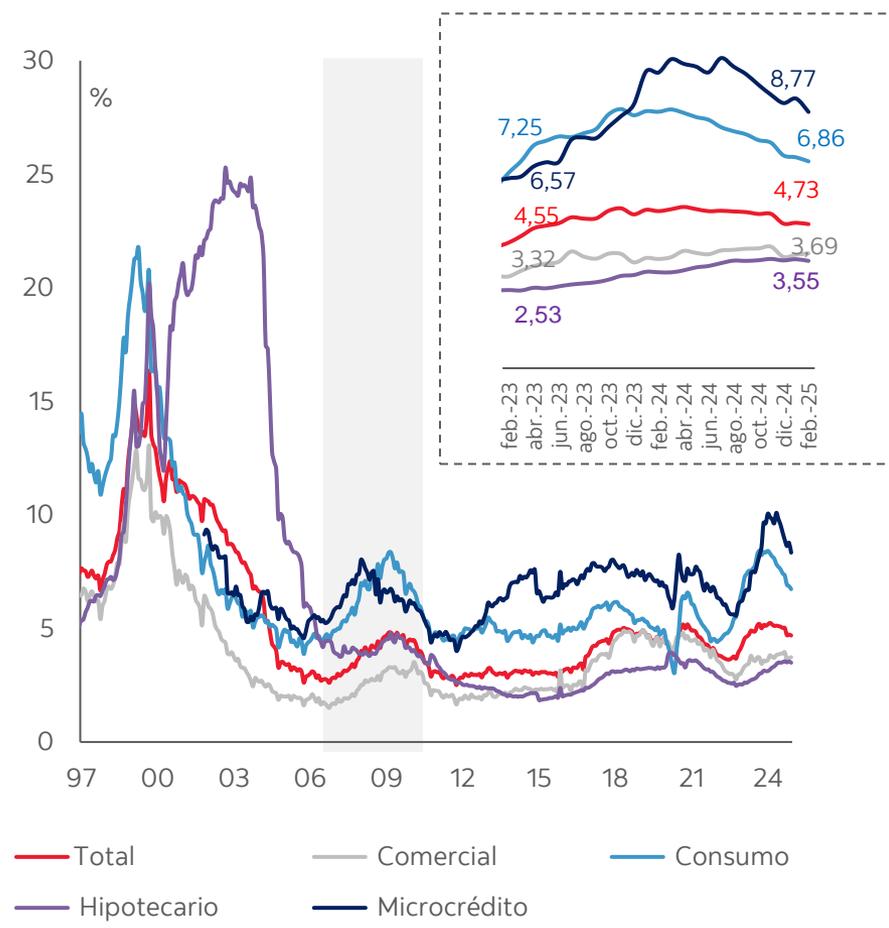
Cartera Bruta Total Sin Ajustar



Fuente: BanRep, Scotiabank Economics,

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

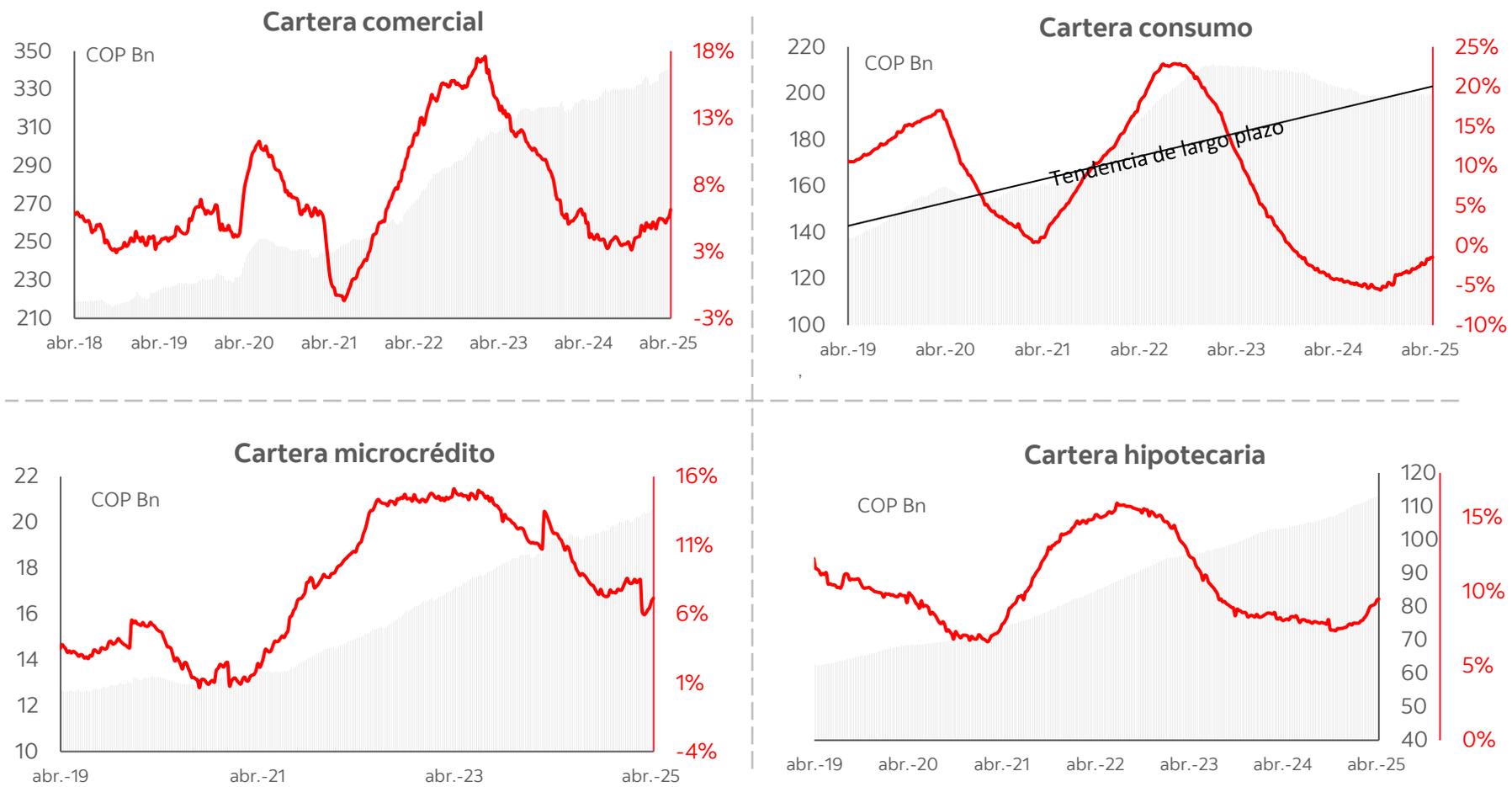
Indicador de calidad de cartera (%)



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%

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.

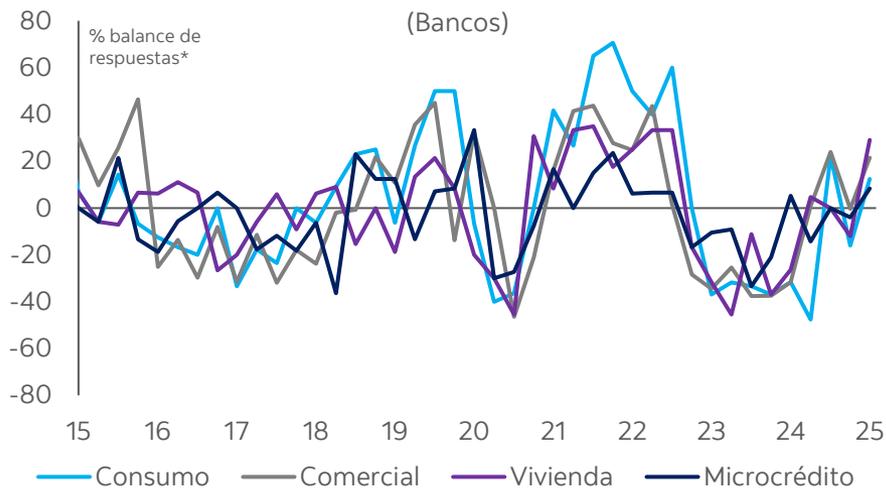


Fuentes: Banco de la República, Scotiabank Colpatría Economics

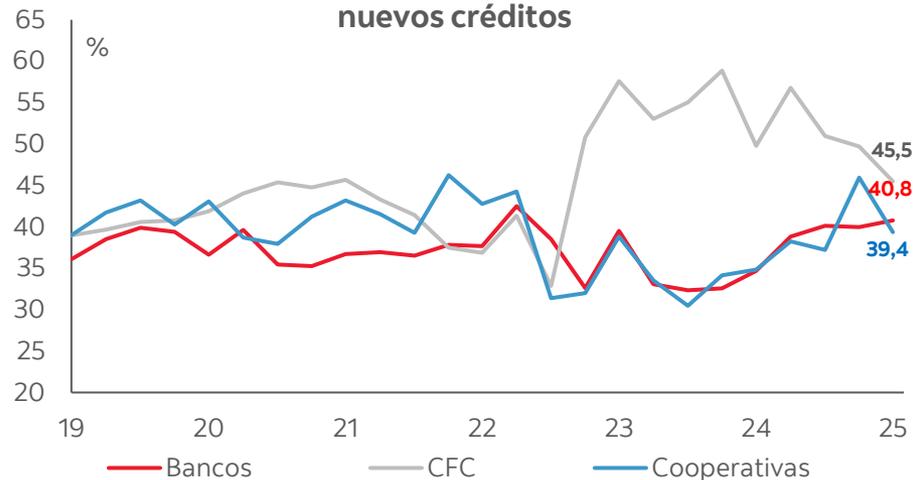
■ Volumen COP Bn — Var anual (%)

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

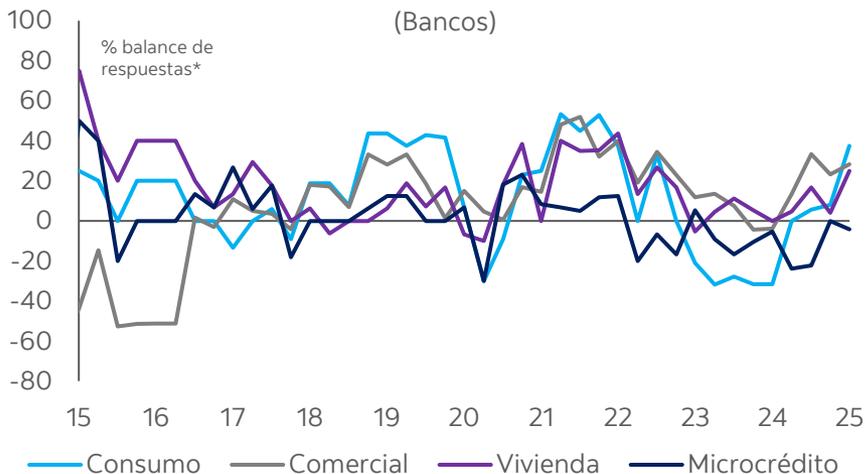
Cambio de la demanda de nuevos créditos



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)



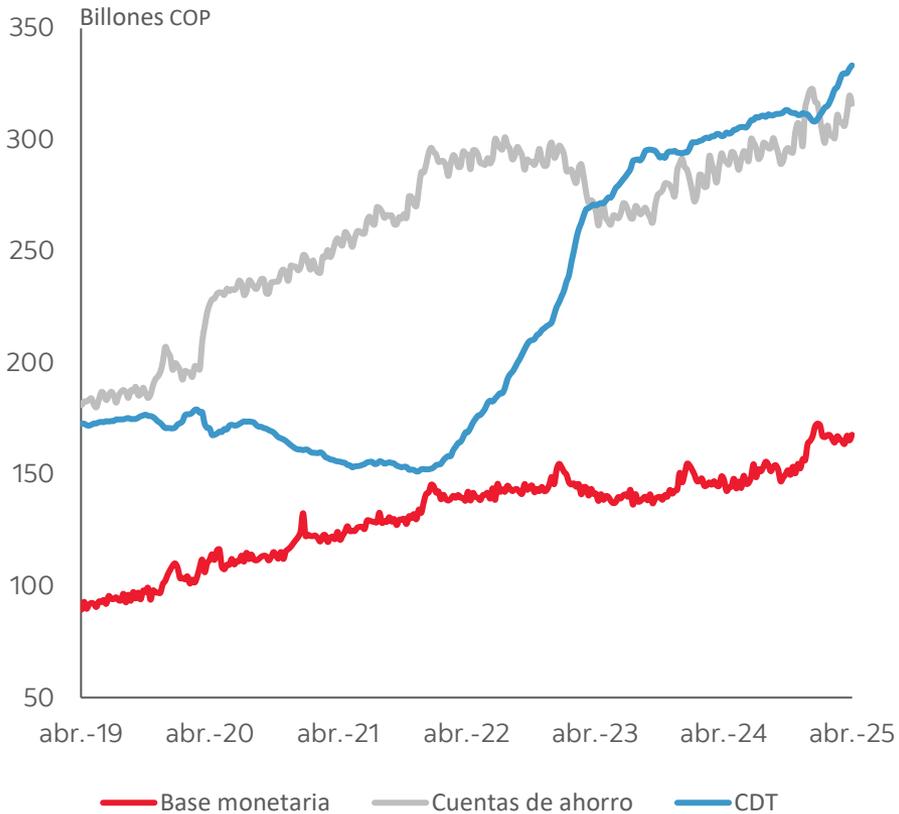
*Un resultado positivo del balance se interpreta como una percepción general de un aumento en la oferta, y viceversa.

Fuente: BanRep.

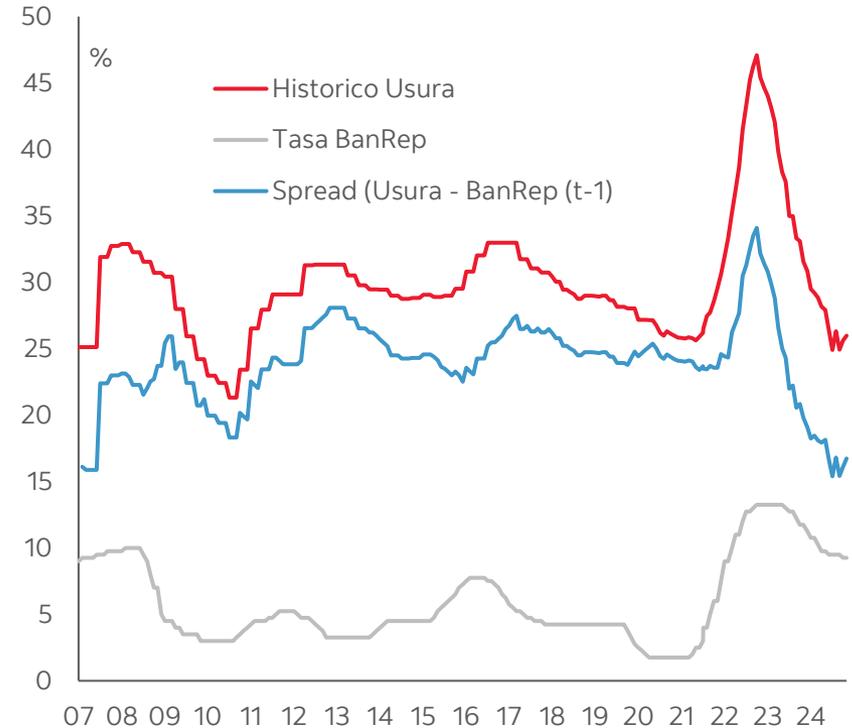
La expectativa de tasas altas sigue favoreciendo la opción de ahorro frente a la demanda por crédito. Por otro lado, la regulación adversa en la usura tardaría en cambiar.

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



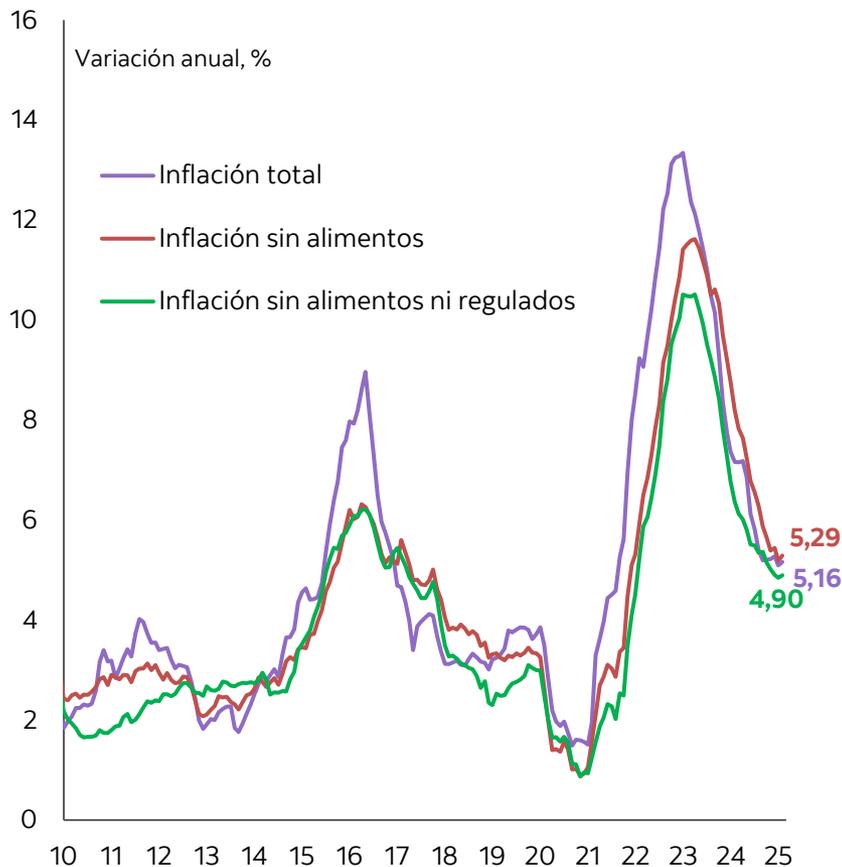
Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

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

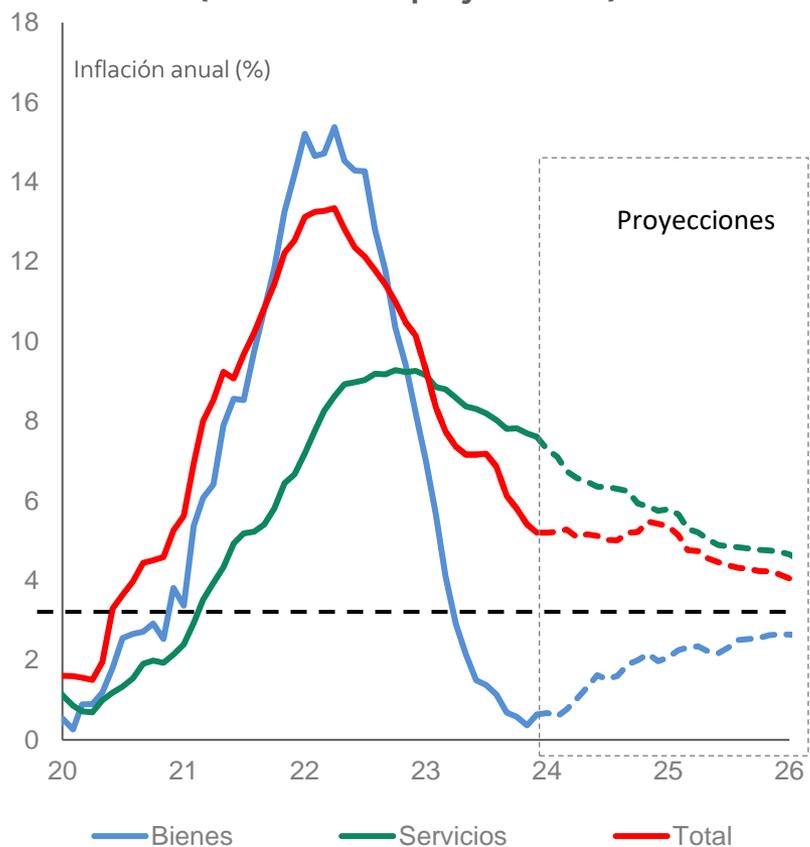


Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

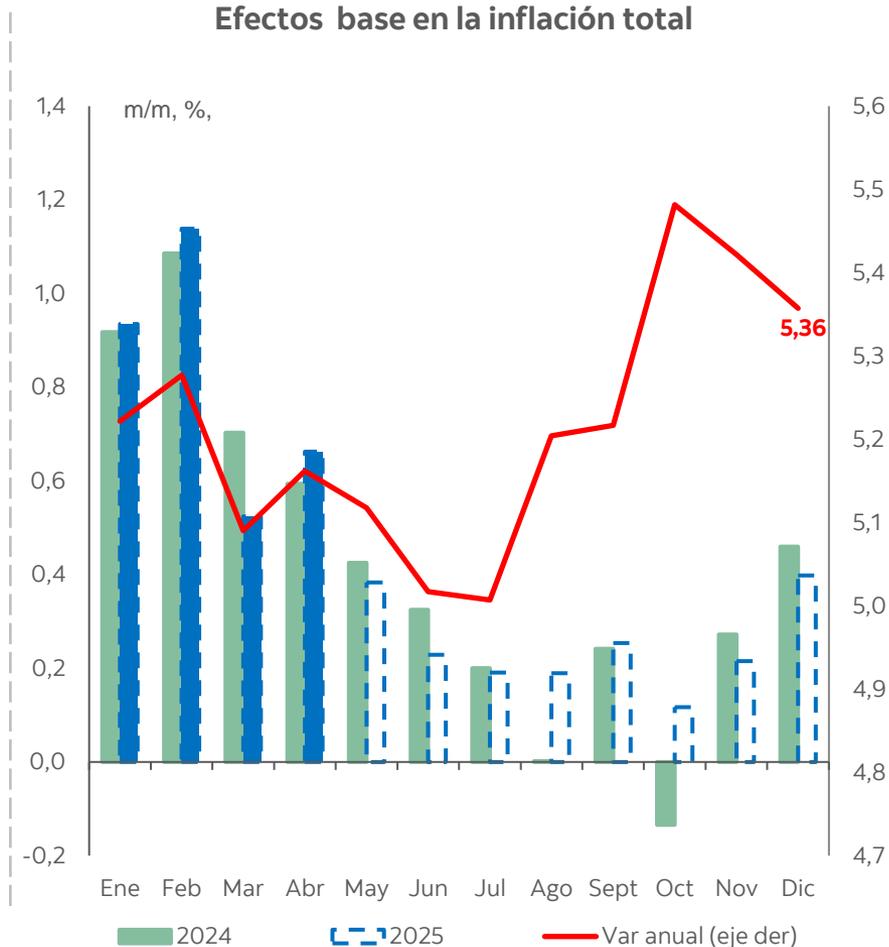
La inflación no llegaría al rango meta en 2025, lo que supone continuidad de una política monetaria contractiva.

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.

Inflación de bienes y Servicios (observado vs proyecciones)



Efectos base en la inflación total

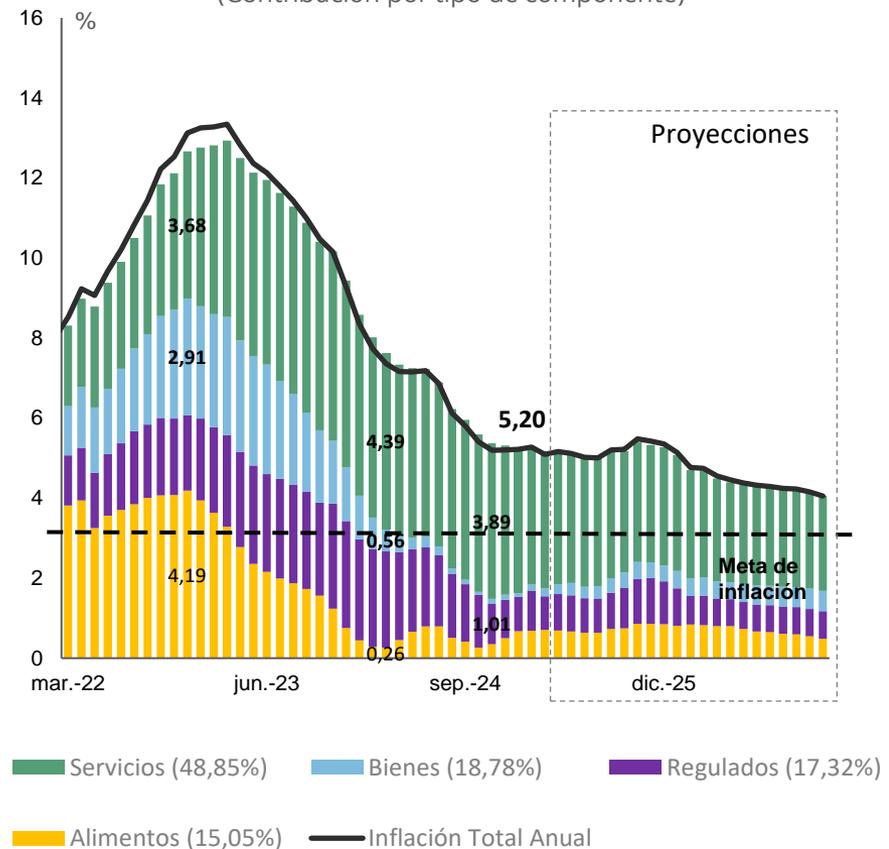


Fuente: DANE, BanRep, Scotiabank Economics,

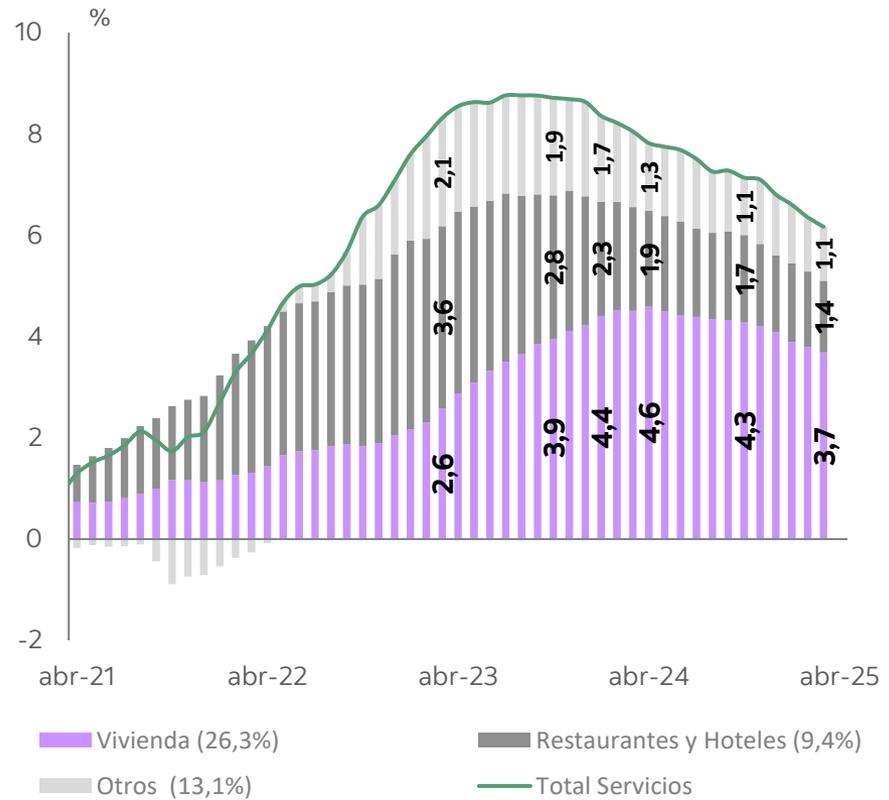
La inflación de servicios estaría por encima del rango meta en los próximos 2 años

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)

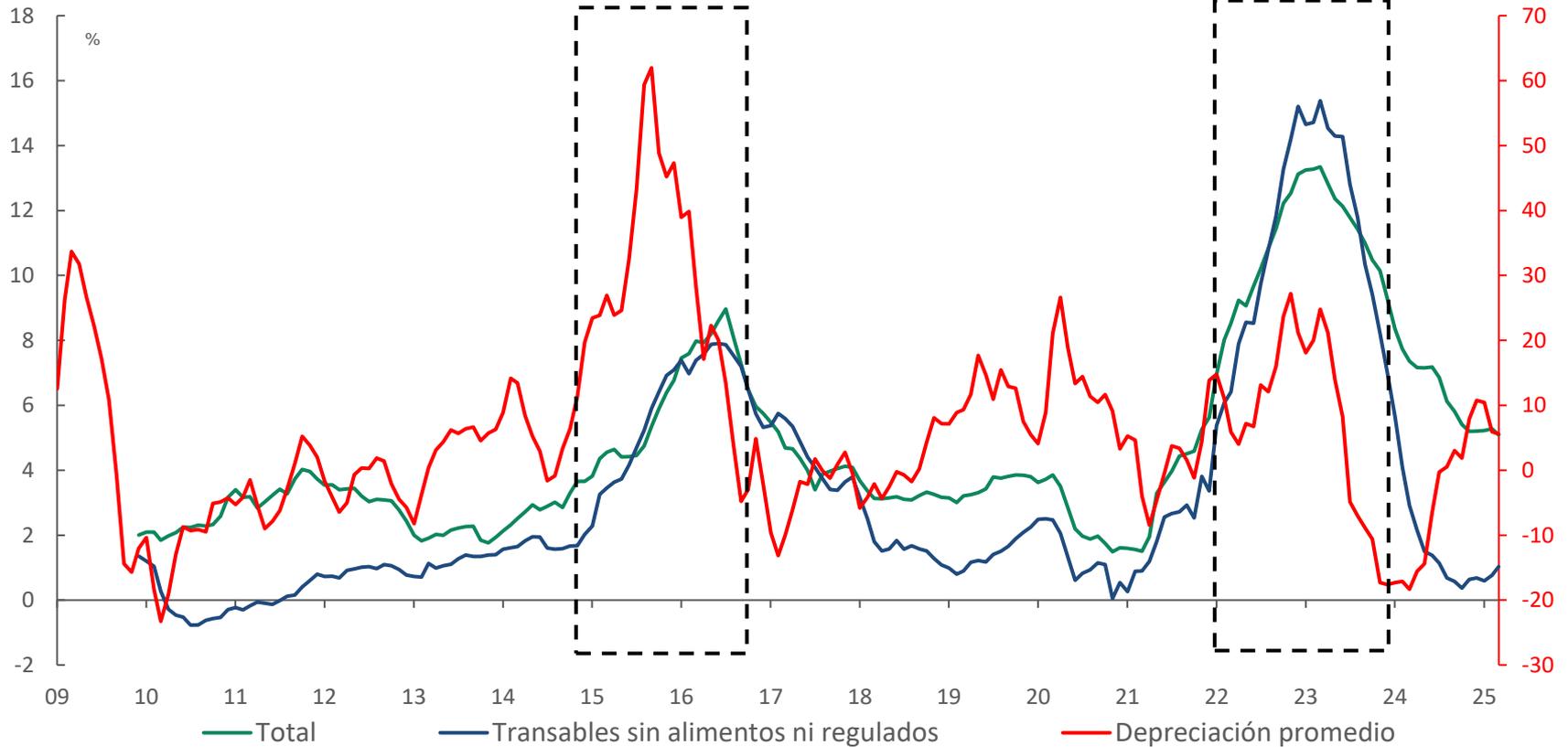


Fuente: DANE, Scotiabank Economics,

Una fuente de incertidumbre para la política monetaria será el impacto el *passthrough* de la tasa de cambio

Los episodios de depreciación más recientes (2014 y 2021) coincidieron con otros choques que exacerbaron el impacto a la inflación

Comparativo depreciación de la tasa de cambio vs Inflación total y transable.

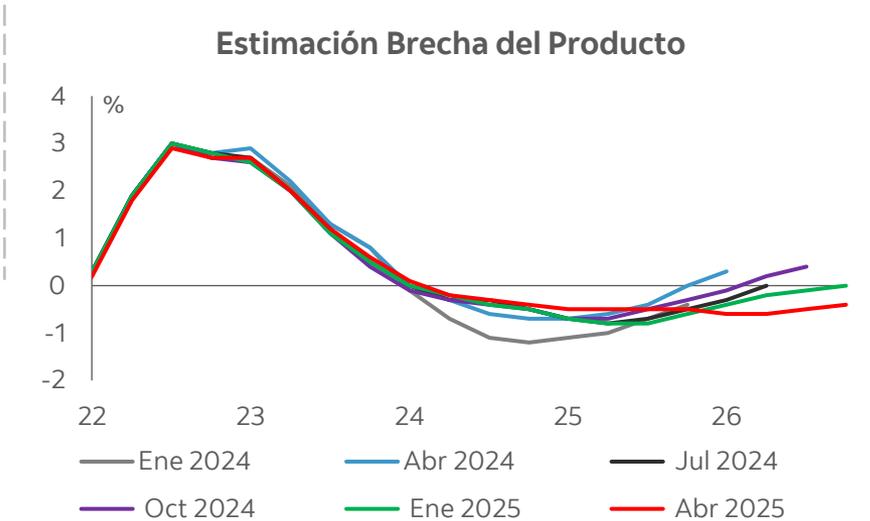
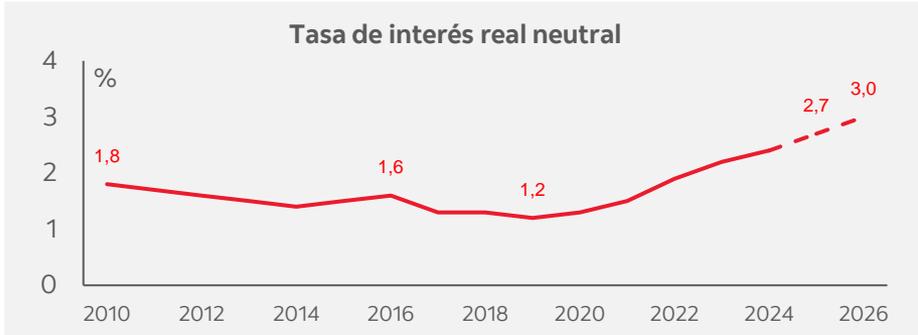
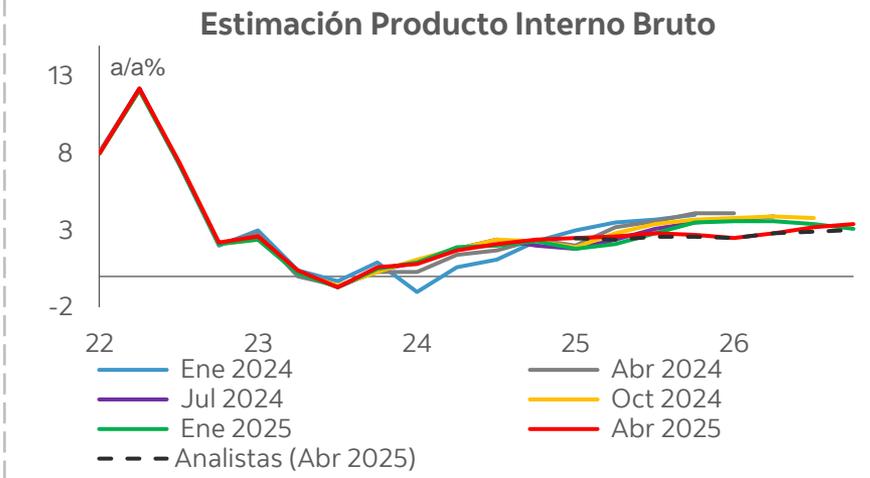
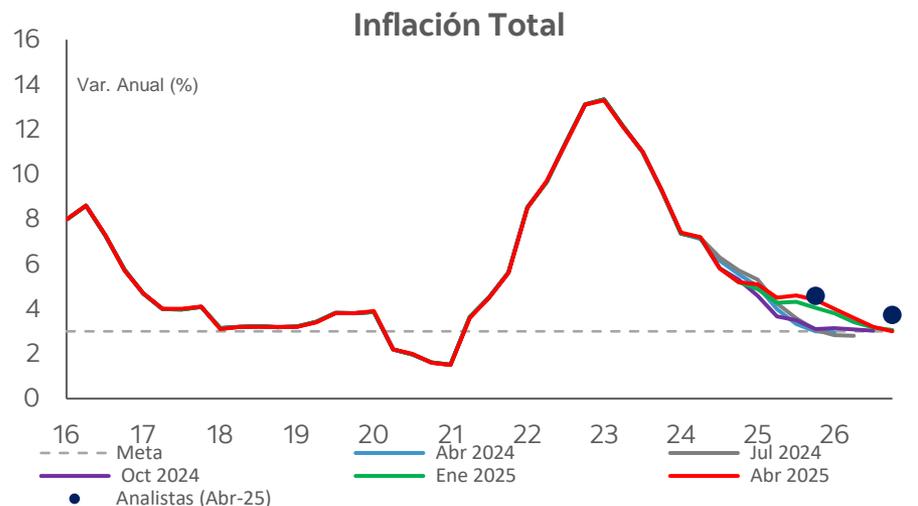


En esta oportunidad se pone a prueba el grado de **impacto puro** de la tasa de cambio en la inflación. No obstante, sería un efecto que tardaría en materializarse

Política Monetaria – Tasas de Interés

Proyecciones BanRep: La inflación se mantendría por encima de la meta en 2025.

El equipo técnico del BanRep, prevé un descenso de la inflación más gradual dadas las presiones inflacionarias del ajuste del salario mínimo, riesgos ficales y mayores riesgos externos. La senda de tasa de política monetaria se ajustó al alza, y es en promedio más alta que la estimada por los analistas.



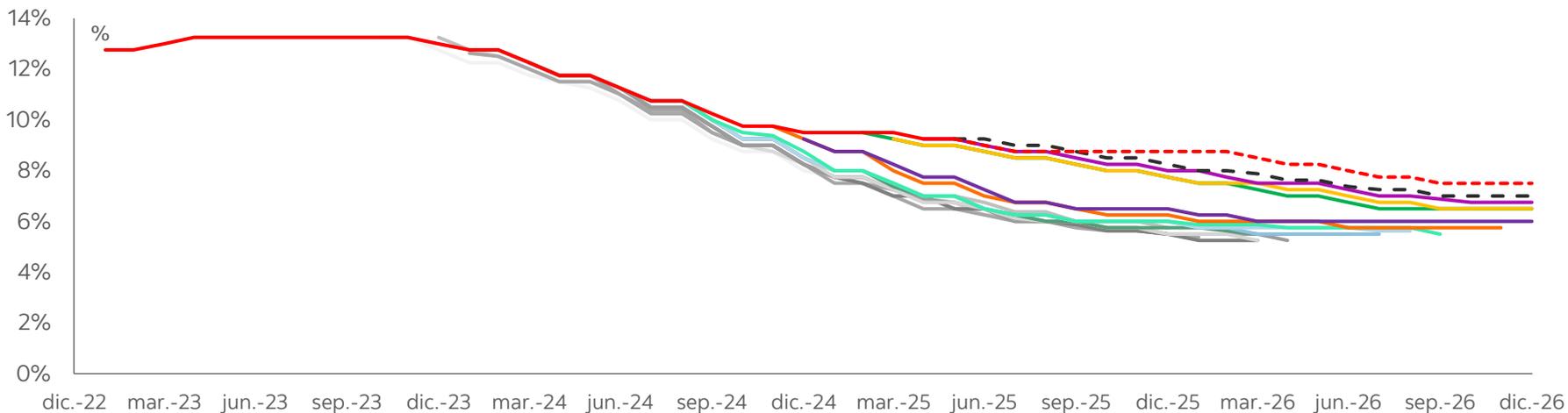
Fecha de informe	Inflación		PIB		Tasa Real Neutral	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Enero 2025	4,05	3,05	2,6	3,4	2,7	3
Abril 2025	4,40	3,0	2,6	3,0	2,7	3

Fuente: Informe de Política Monetaria - Abril de 2025, BanRep, Scotiabank Colpatría Economics.

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)



Survey Date

- Nov-23
- Feb-24
- Mar-24
- May-24
- Jun-24
- Jul-24
- Aug-24
- Sep-24
- Nov-24
- Dec-24
- Feb-25
- Mar-25
- Apr-25
- - - May-25
- Observada
- - - Scotiabank Colpatría

Composición de la Junta Directiva luego del cambio de dos codirectores



Mauricio Villamizar
Febrero 2021



Bibiana Taboada
Febrero 2021



Olga Lucia Acosta
Enero 2023



Laura Moisa-Elicabide
Febrero 2025



Cesar Giraldo-Giraldo
Febrero 2025



Germán Avila
Marzo 2025
Ministro de Hacienda



Leonardo Villar
Noviembre 2024
- Reelecto

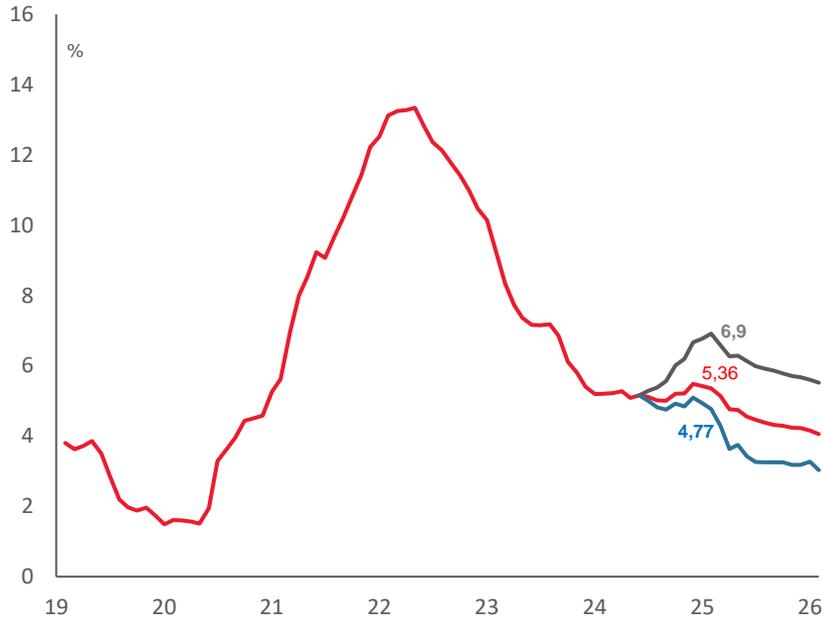
Ingreso a la junta

Fuente: BanRep, Scotiabank Colpatría Economics.

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

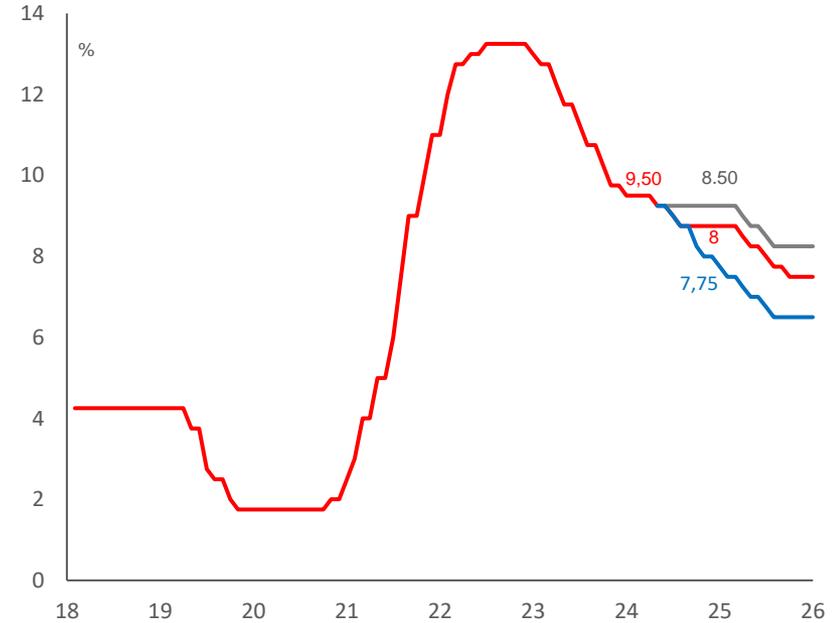
Los escenarios de riesgo contemplan un reveso parcial del ciclo de recortes ante los riesgos internacionales y de inflación.

Expectativas de Inflación



— Escenario Base - Inflación — Escenario Alcista - Inflación
— Escenario Bajista - Inflación

Expectativa de tasas de interés.



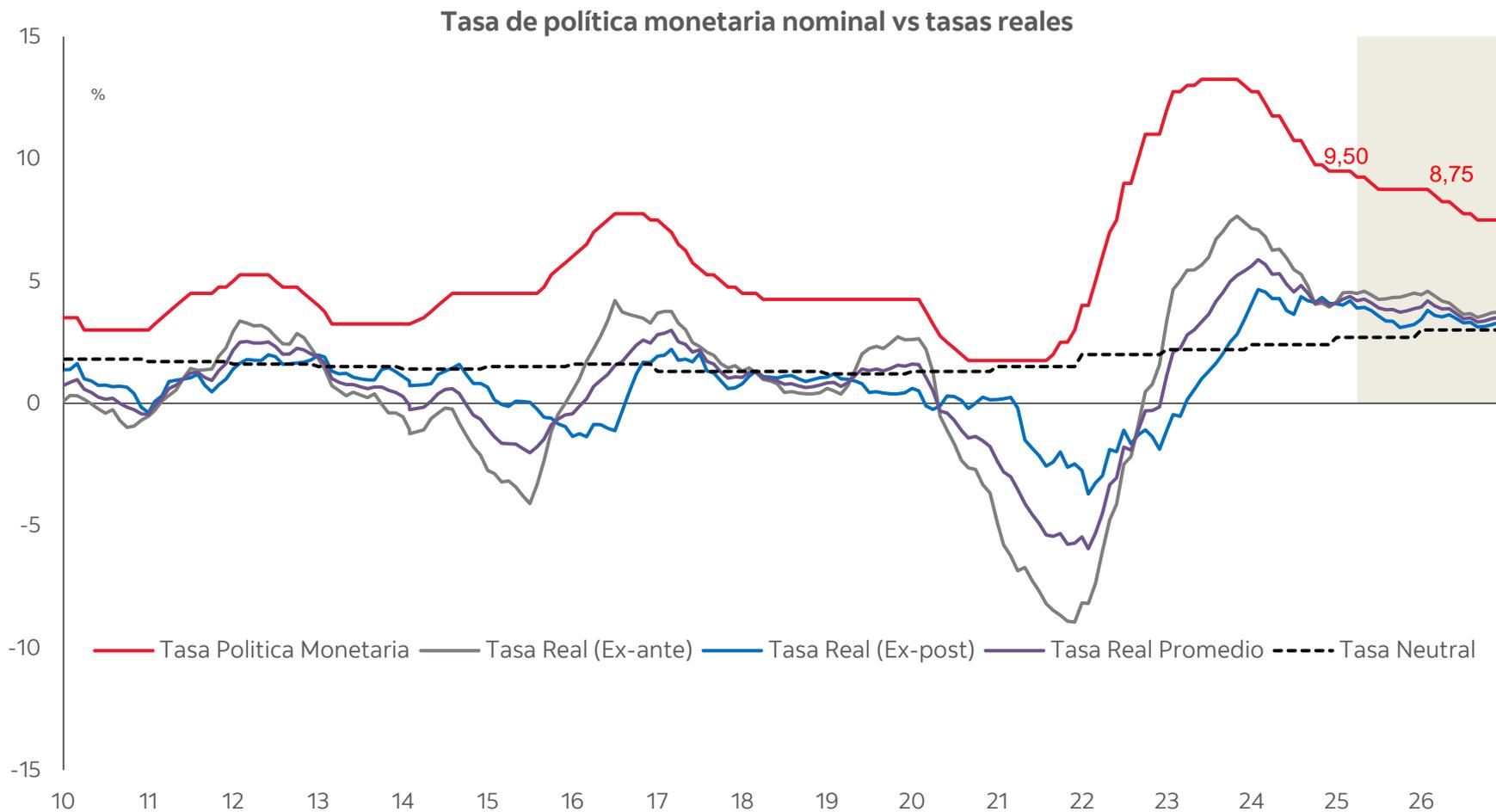
— Tasa Banrep (Base) — Tasa Banrep (Alcista)
— Tasa Banrep (Bajista)

	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	5,12	5,02	5,01	5,20	5,22	5,48	5,42	5,36	5,14	4,76	4,74	4,55	4,46	4,38	4,32	4,29	4,24	4,23	4,15	4,06

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 neutras se alcanzarían luego del 2026

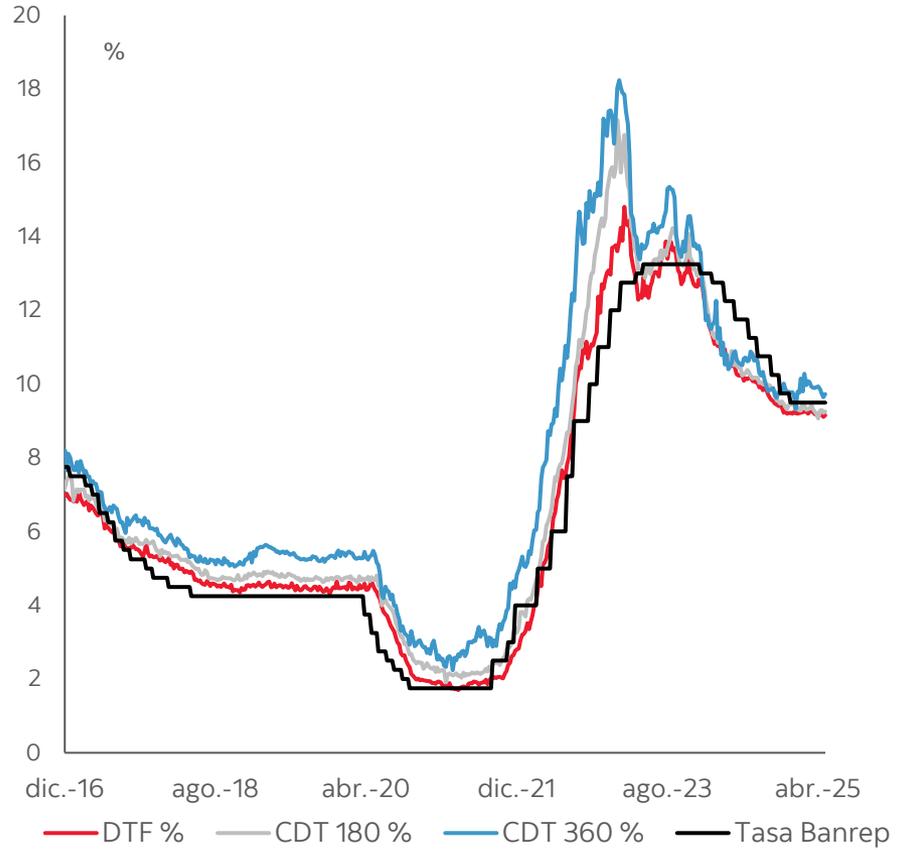


Fuente: BanRep, Dane, Scotiabank Colpatría Economics.

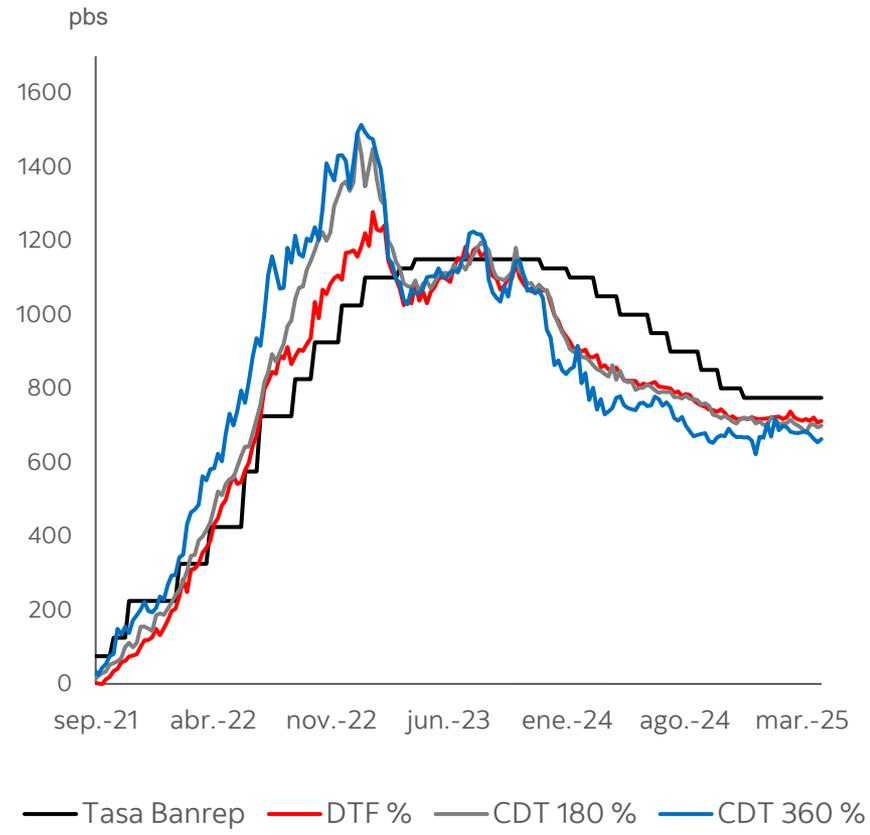
CDTS captación – Colocación – demanda crédito

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)

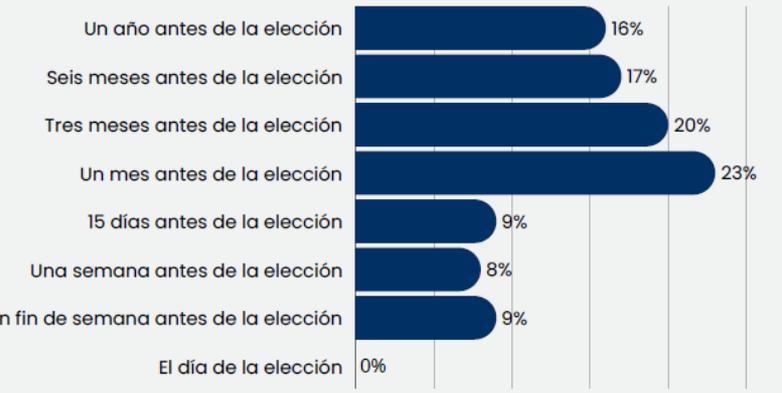


Fuente: Banrep, Scotiabank Economics

Gobierno y Política fiscal

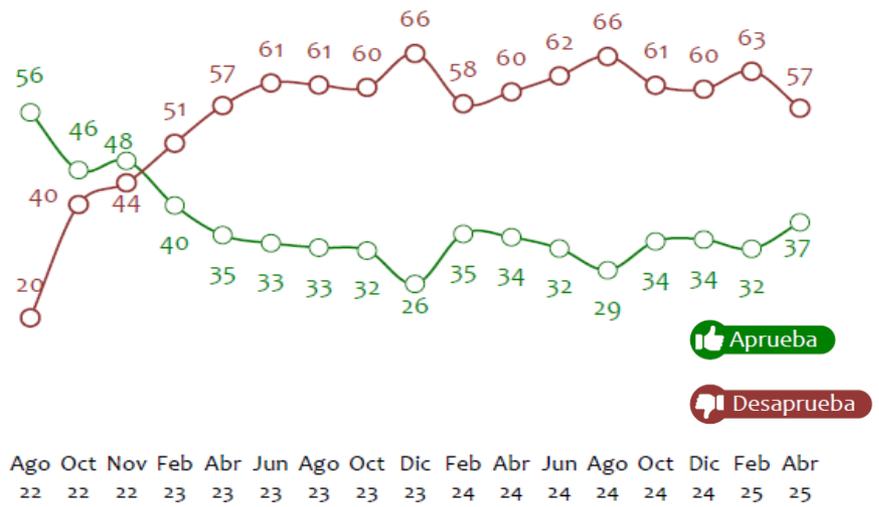
Elecciones 2026: A un año de la elección el escenario está abierto.

¿En qué momento decide usted su voto para cualquier elección popular?



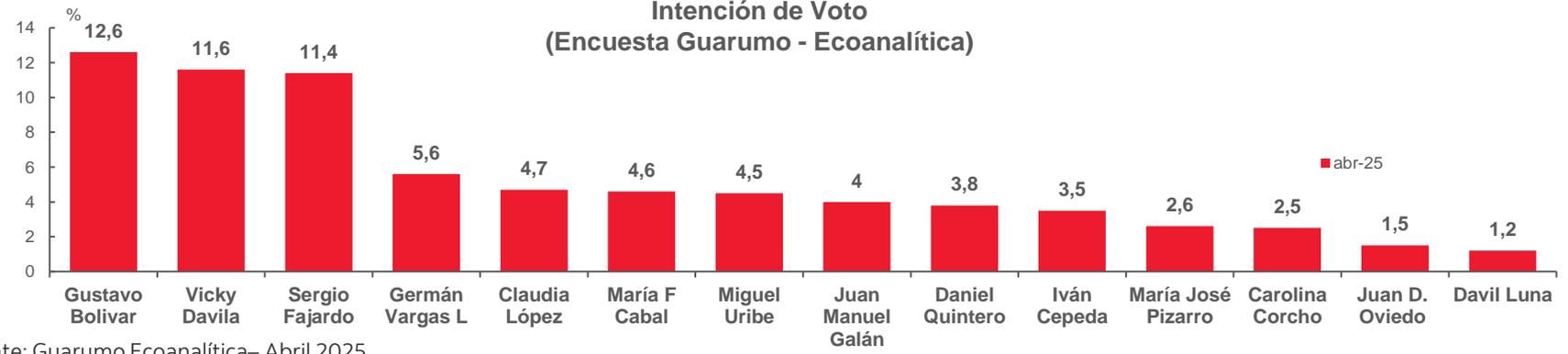
Fuente: Polimetrica – Mayo 2025

Evolución aprobación Presidente Gustavo Petro



Fuente: Invamer – Abril 2025

Intención de Voto (Encuesta Guarumo - Ecoanalítica)



Fuente: Guarumo Ecoanalítica – Abril 2025

Momentos Clave	Mayo 2025	Último trimestre 2025	Marzo 2026	Mayo 2026
	Definición de cargos públicos sobre su candidatura	Definición candidatos partidos de oposición	Elecciones Congreso	Primera Vuelta Presidencial

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**

Decreto presidencial
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 Reanuda Debates

Se hundió en la Comisión Séptima del Senado, sin embargo, con una apelación volverá a debatirse. La Consulta Popular para impulsar este proyecto no fue aprobada.

Preocupa el impacto en los costos laborales al aumentar la inflexibilidad en el empleo.

Debe ser aprobada antes del 20 de junio

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

La reforma avanza en la regulación de las AFPs, junto con la adecuación de los fondos públicos para la administración de los recursos. En medio de las demandas a la Corte Constitucional y el retraso en la reglamentación, no se descarta un aplazamiento de la entrada en vigor.

Entrará en vigor el 1 de julio de 2025

Avances en la implementación de la Reforma Pensional

Recordando la estructura del sistema de pilares de la reforma...

Solidario

1

- Ingreso Solidario: Ciudadanos colombianos mayores de 65 años hombres o 60 para mujeres en extrema pobreza o vulnerabilidad
- 2,3 millones de personas
- Financiado con Presupuesto Fiscal ~0,2% del PIB,

2

Semi- Contributivo

- Renta Vitalicia: Personas mayores de 65 años que hayan cotizado al sistema entre 150 y 1,000 semanas
- No más del 80% del salario mínimo (Población informal)
- Financiado con presupuesto fiscal

Contributivo

3

3,1 Fondo Soberano de Pensiones: Beneficio Definido hasta 2,3 salarios mínimos (90% de los empleados formales) / tasa de reemplazo de al menos el 65% del último salario,

3,2 Componente Complementario : Aporte voluntario a Fondos de Pensiones Privados

Al jubilarse, Colpensiones (entidad pública) gestionará el pago total de las pensiones, (recibe activos bajo gestión de ambos pilares contributivos)

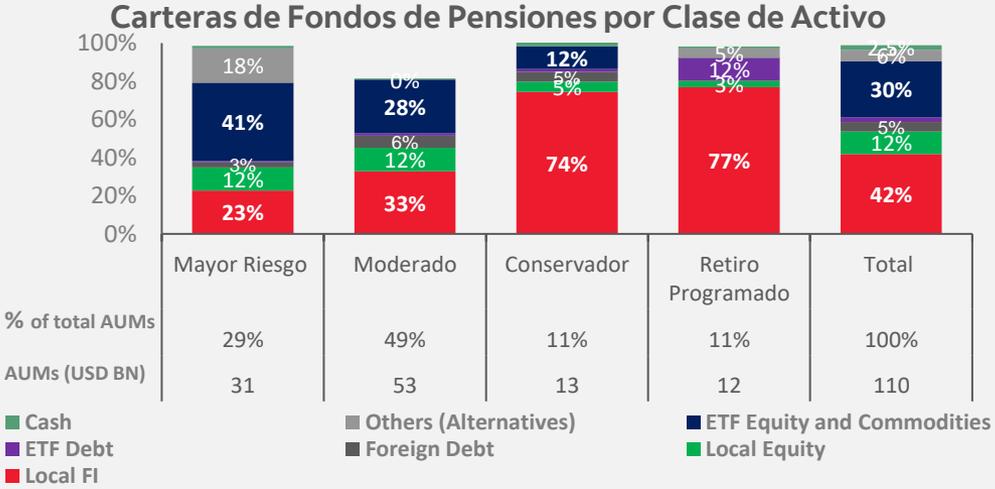
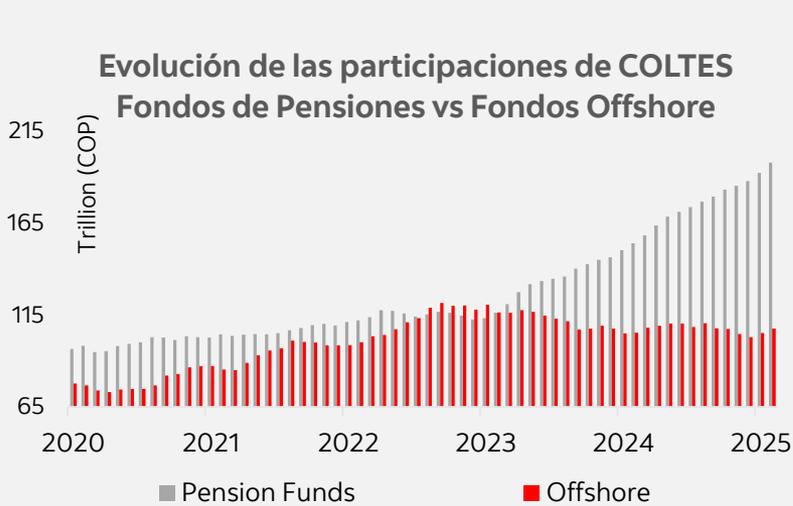
La reforma entraría en vigor en julio de 2025

El Banco de la República administrará el Fondo Soberano de Pensiones

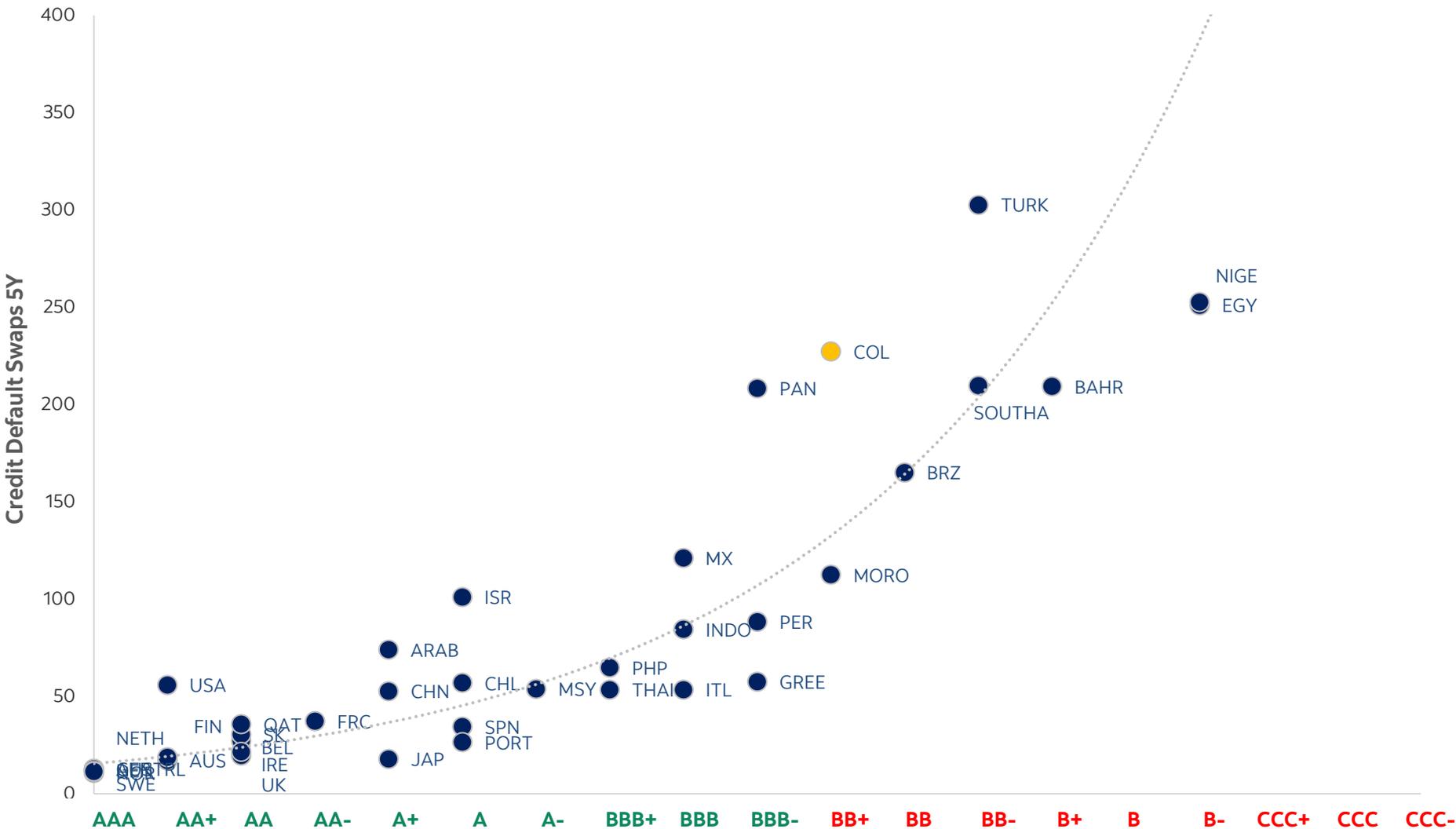
¿En qué va la implementación?

Borrador de decreto publicado el 18 de febrero de 2025.

Dudas: Capacidad de Colpensiones de gestionar el cambio, reglas para el régimen de transición, participantes gestores del fondo de ahorro.



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

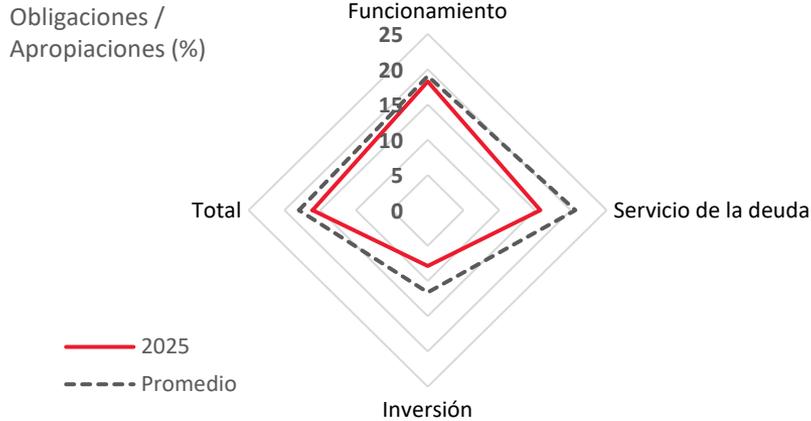


*Actualizado al 5 de mayo de 2025.
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatría Economics

El inicio del 2025 sigue reflejando un alto déficit y un reto para llegar a las métricas exigidas por la regla fiscal.

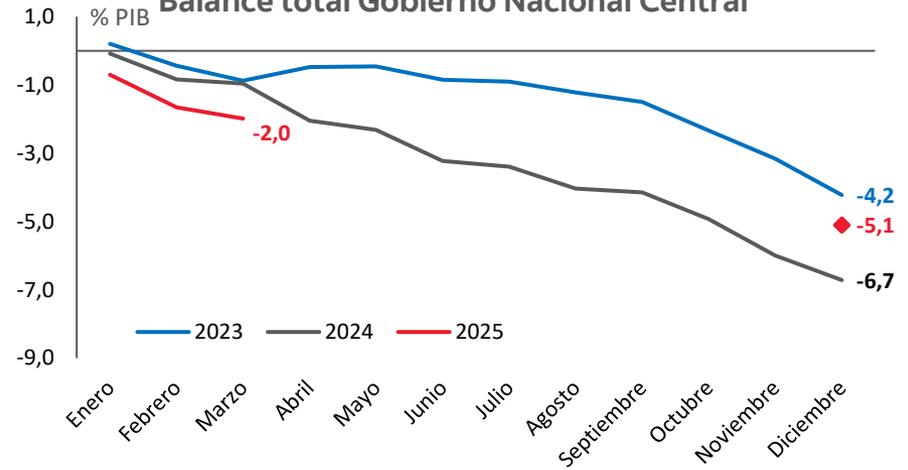
La ejecución presupuestal a corte de marzo de 2025 se ubicó en 16% (vs. 18% promedio histórico) donde la **inversión** presenta el mayor **rezago**.

Ejecución PGN a corte de marzo 2025

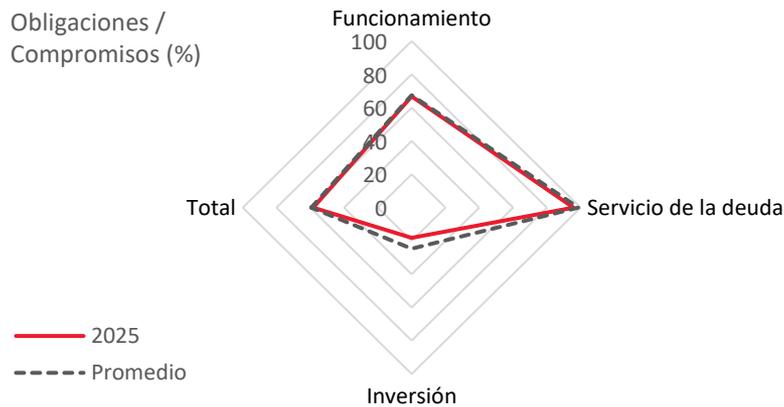


Durante el primer trimestre del año el déficit primario (sin intereses) se ubicó en COP 35 bn (0,8% del PIB) superior al 0,2% del PIB esperado para todo 2025.

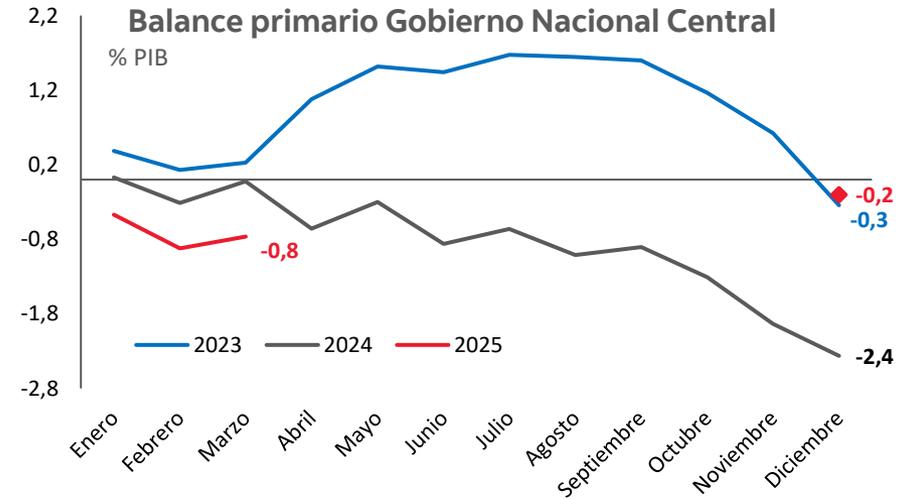
Balance total Gobierno Nacional Central



Rezago presupuestal a corte de marzo de 2025



Balance primario Gobierno Nacional Central



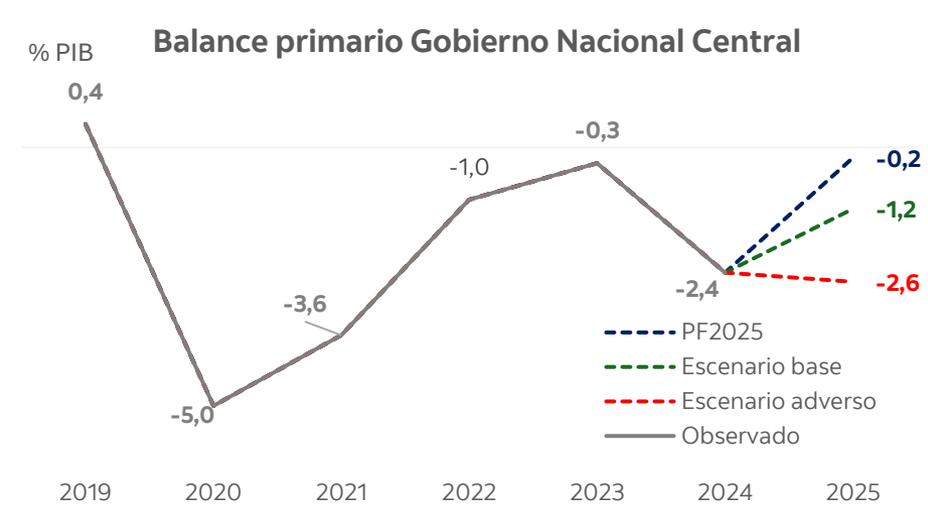
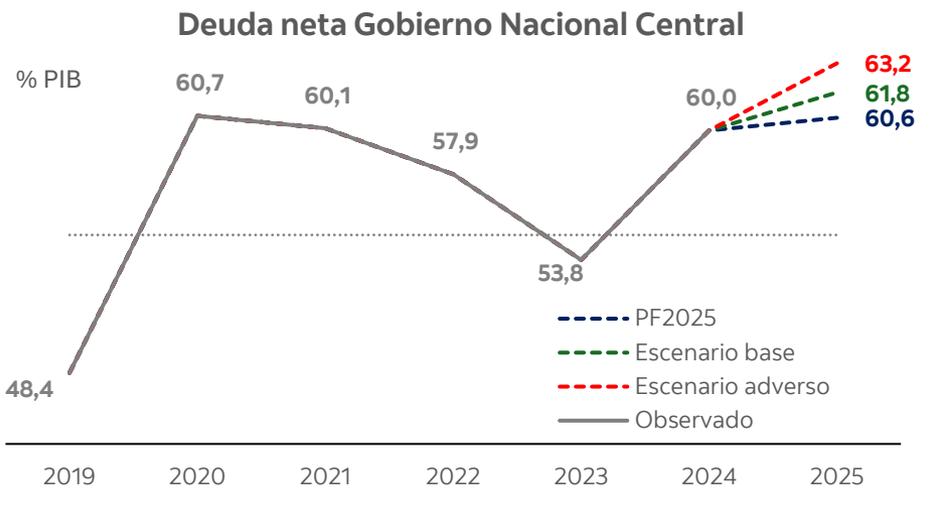
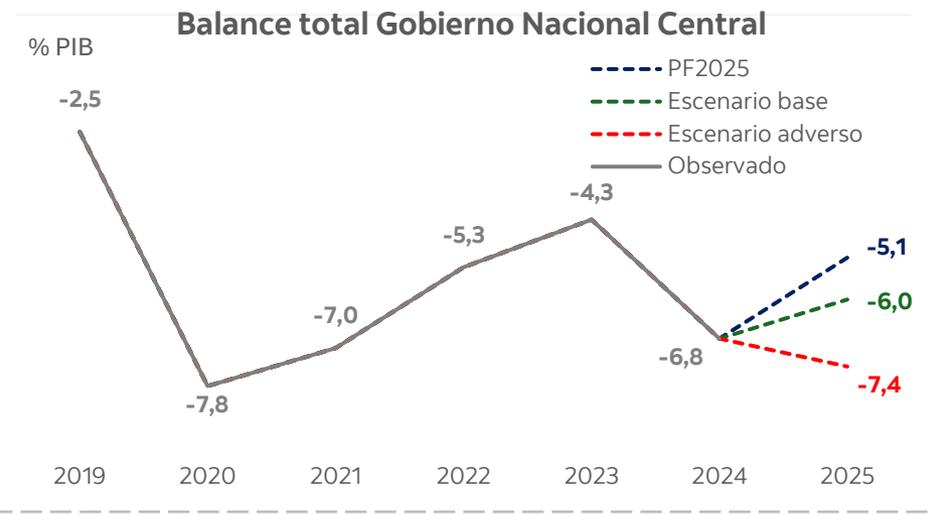
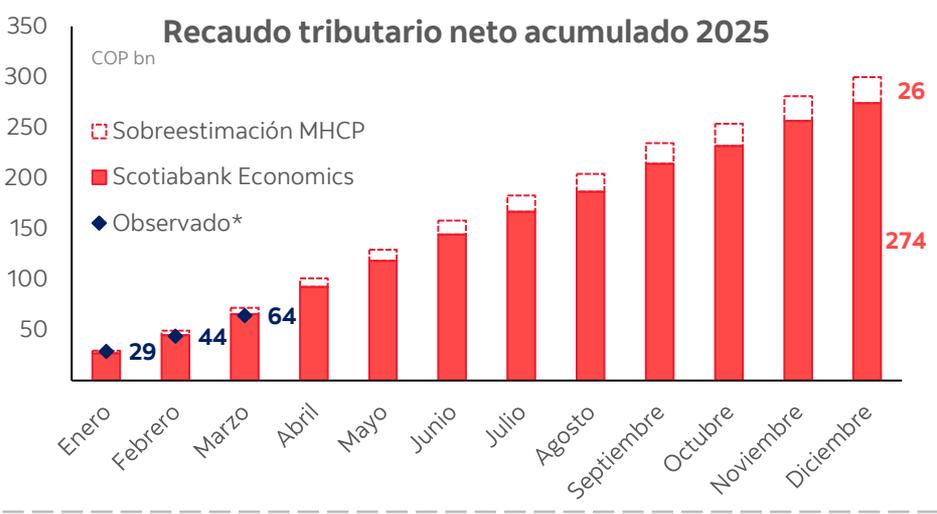
*Promedio entre 2019 y 2024 a corte de marzo.

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

Las apretadas condiciones de liquidez evidenciadas en 2024 persistirían en 2025

El Gobierno nacional **estaría sobreestimando el recaudo tributario en COP 26 bn** (1,4% PIB) lo cual es alarmante ante la ausencia de ajustes estructurales en el gasto

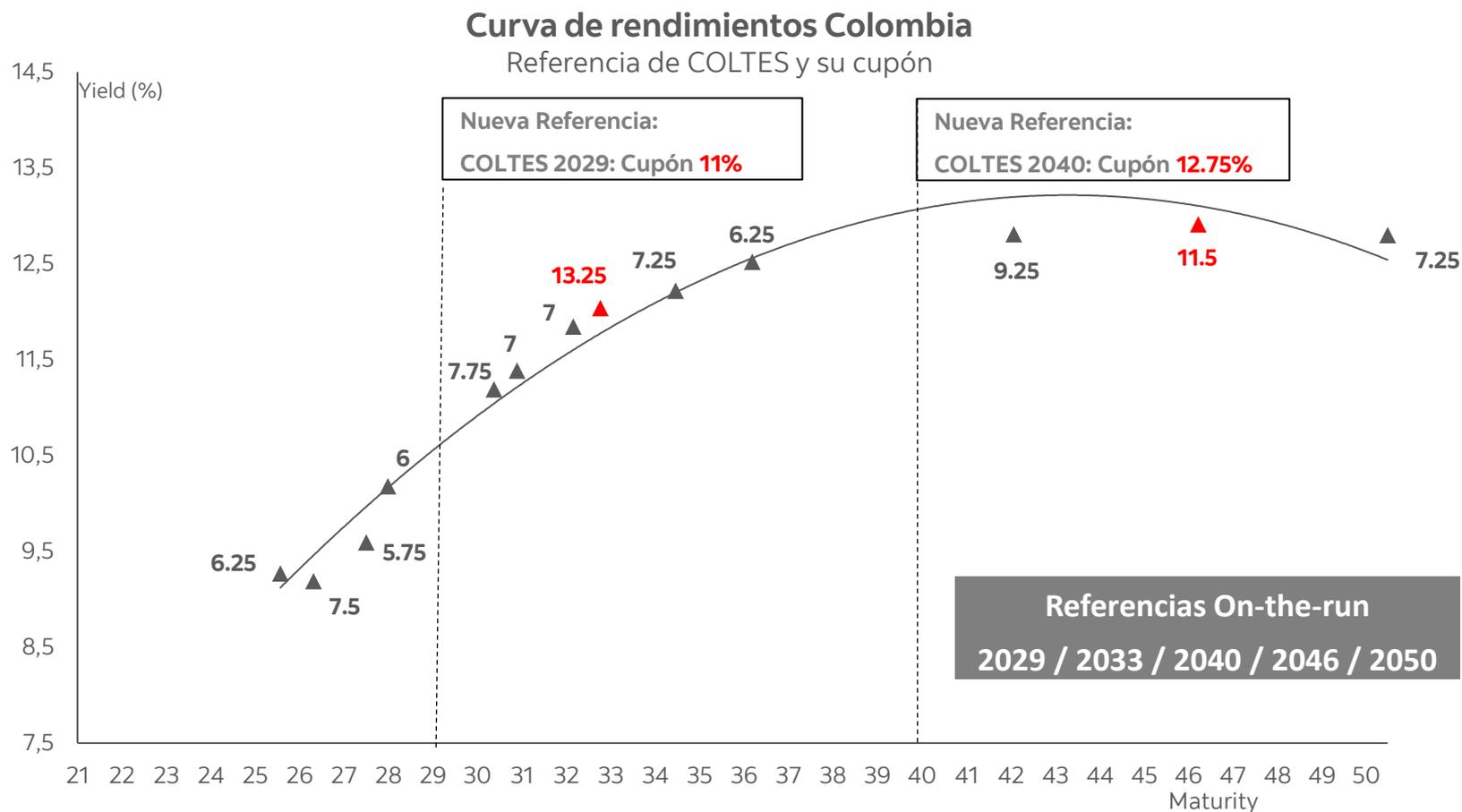
El déficit fiscal estimado se ubicaría entre el 6,0% y el 7,4% del PIB. Las necesidades de financiamiento se incrementarían entre COP 22 y COP 48 bn durante el año



Fuente: Plan Financiero 2025, Scotiabank Colpatría Economics

Hay expectativa por la nueva estrategia de emisiones de deuda

El Ministerio de Hacienda se concentrará en la emisión de 5 bonos, sobreponderando los bonos de mediano plazo sobre los de largo plazo

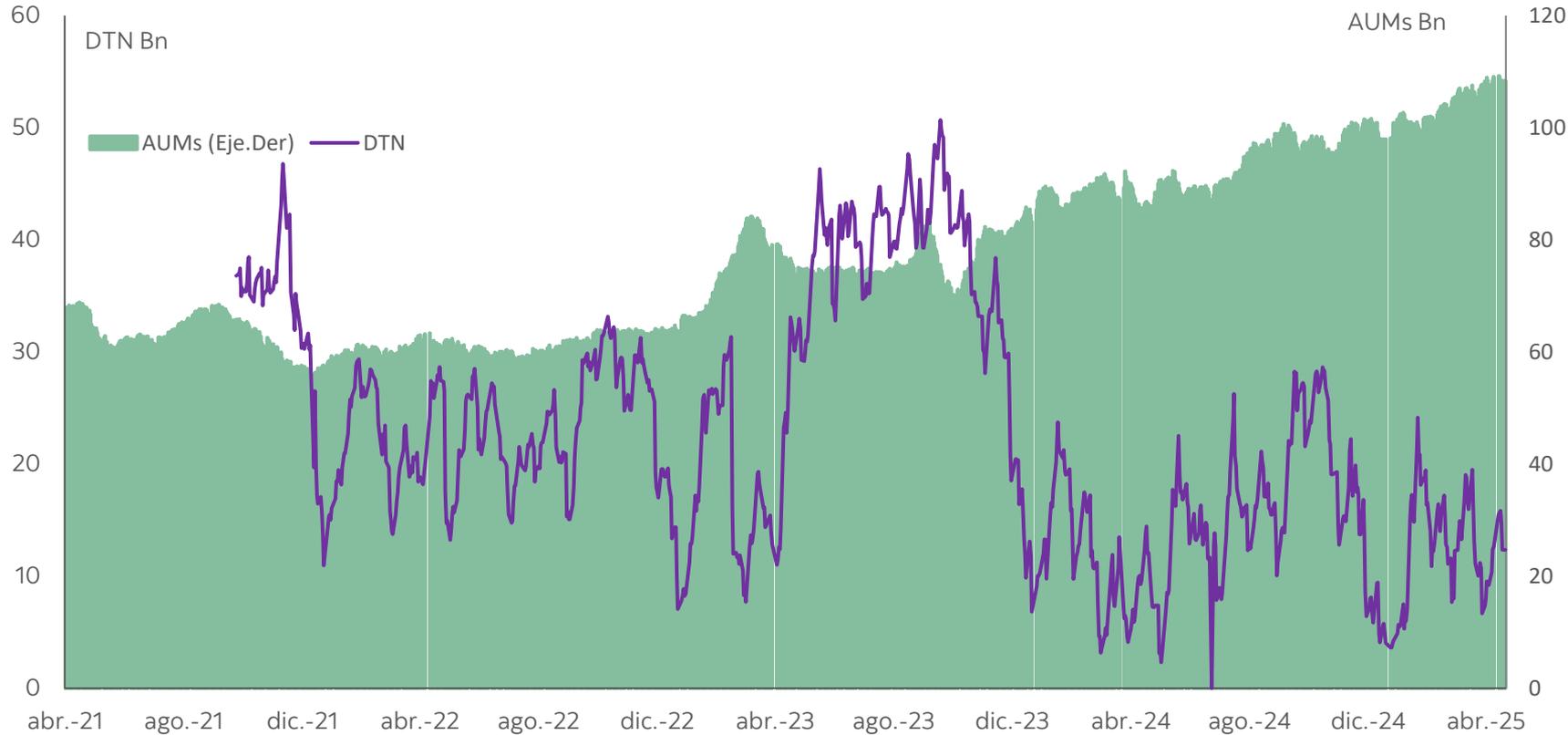


Con el entorno de tasas se estaría formando dos familias de bonos. Unos de **cupón doble dígito** y otros de **cupones a un dígito**

Liquidez

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

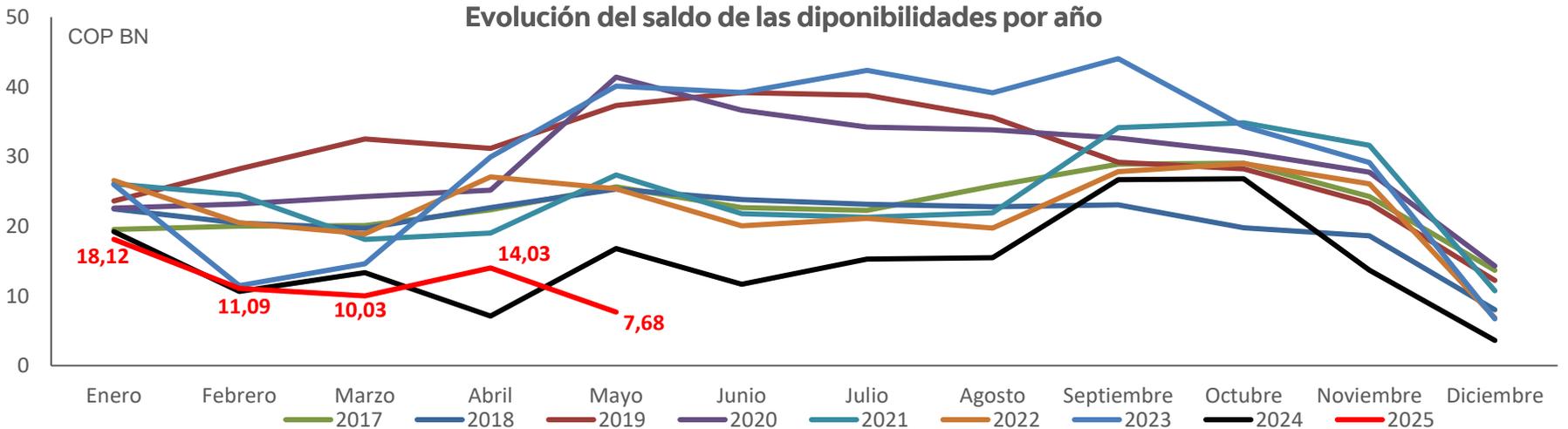
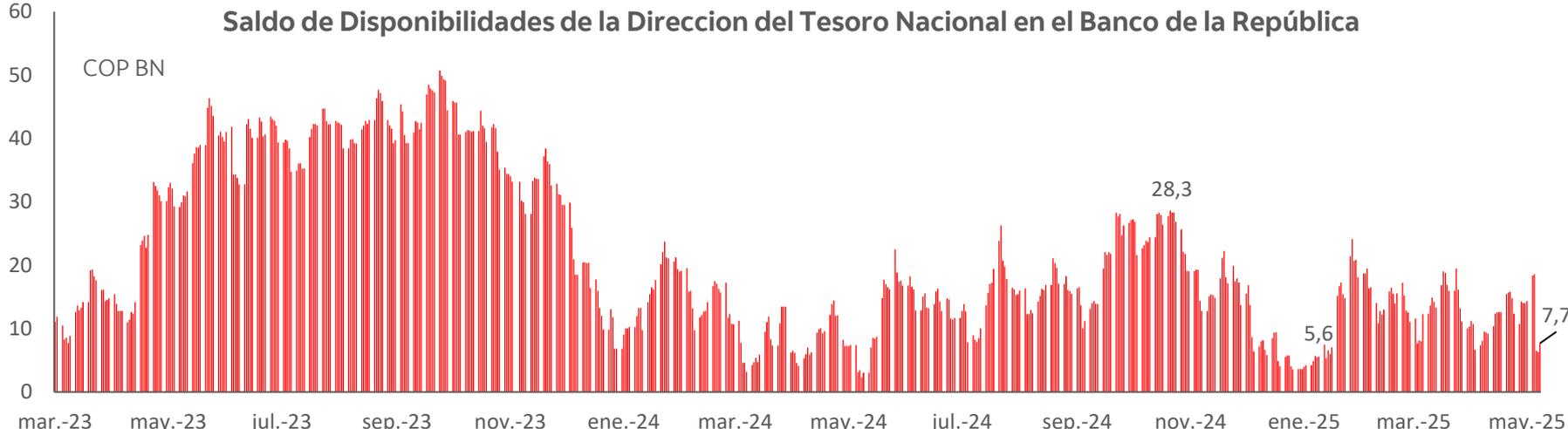
Saldo de Disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional en el Banco de la República vs AUMs Fondos Fiduciarios



Fuente: Asofiduciarias, 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.

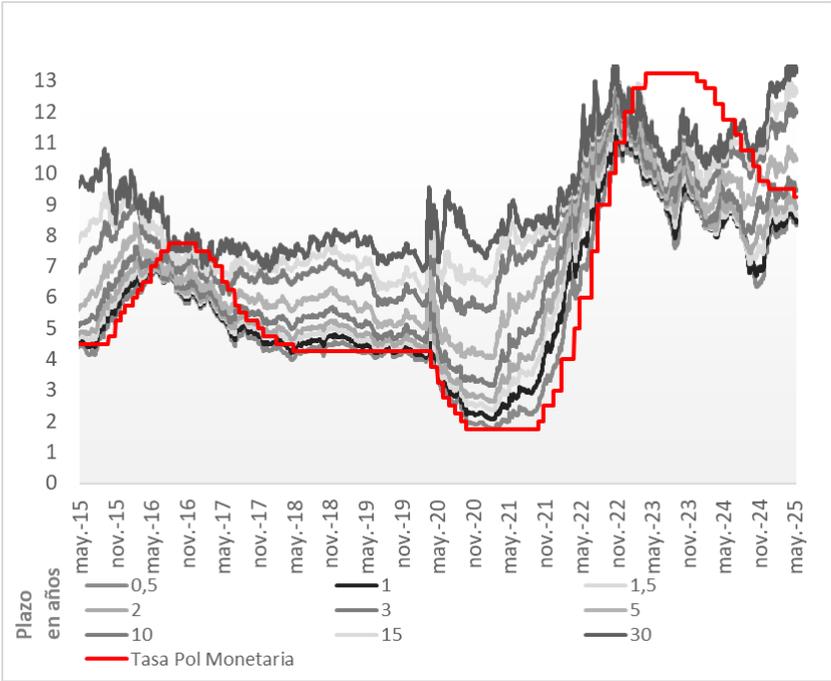


Fuente: Banco de la República, Scotiabank Economics.
*Información actualizada al 9 de mayo de 2025

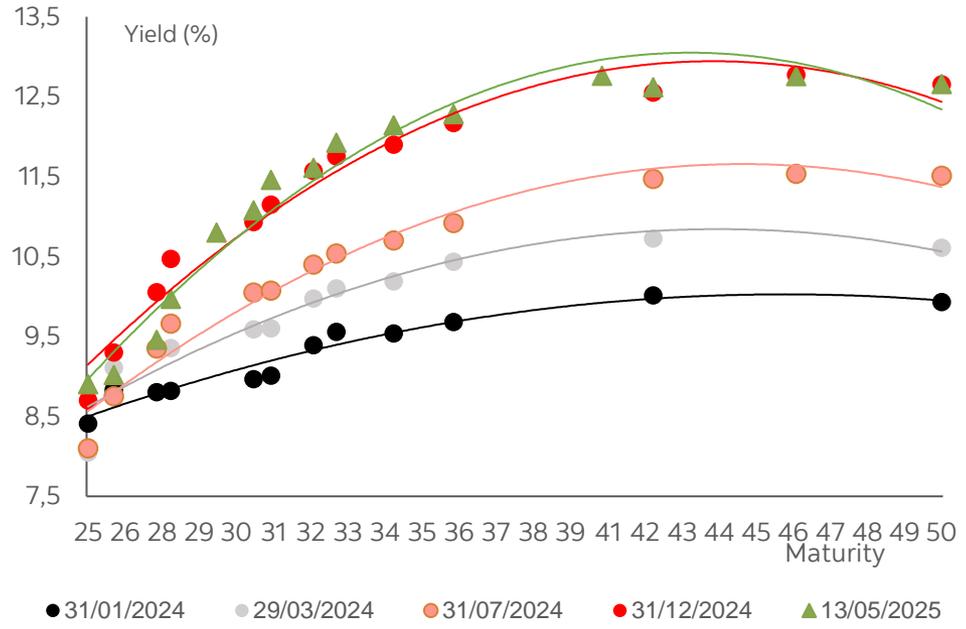
Renta fija

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

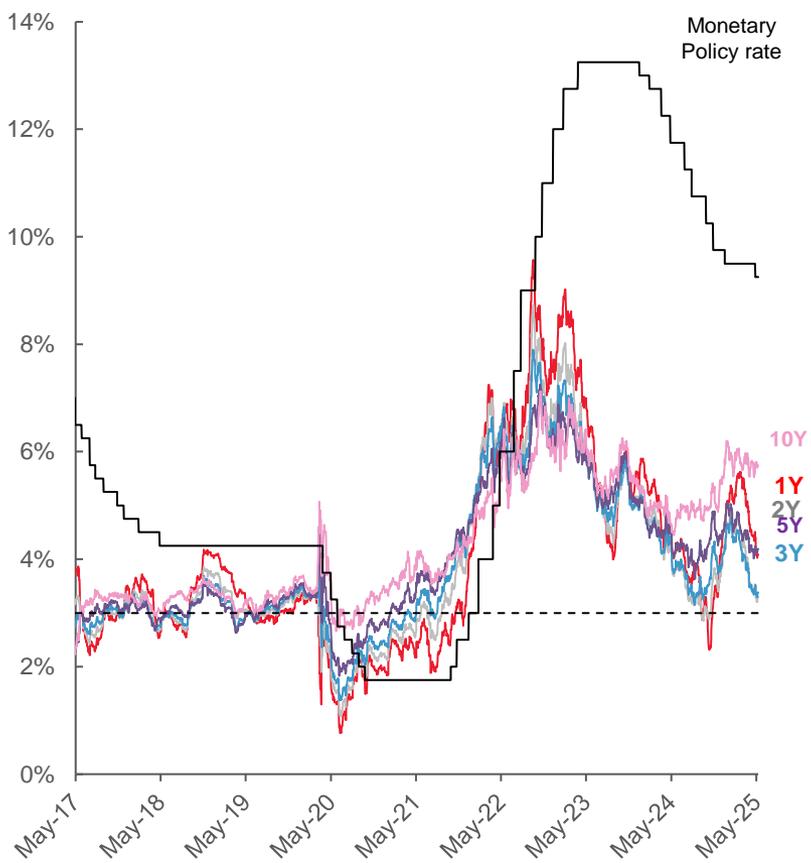
*Año corrido a Abril 2025

Fuente: Precia Bloomberg, Min Hacienda, Scotiabank Economics

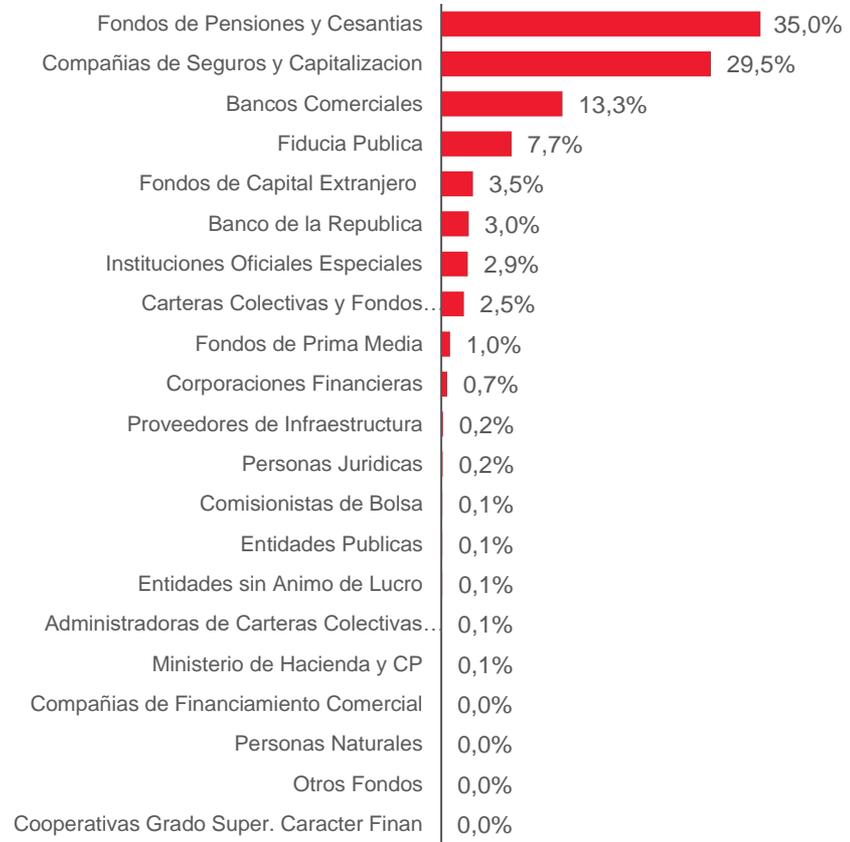
Los BEI se vuelven a desviar de la meta del BanRep

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



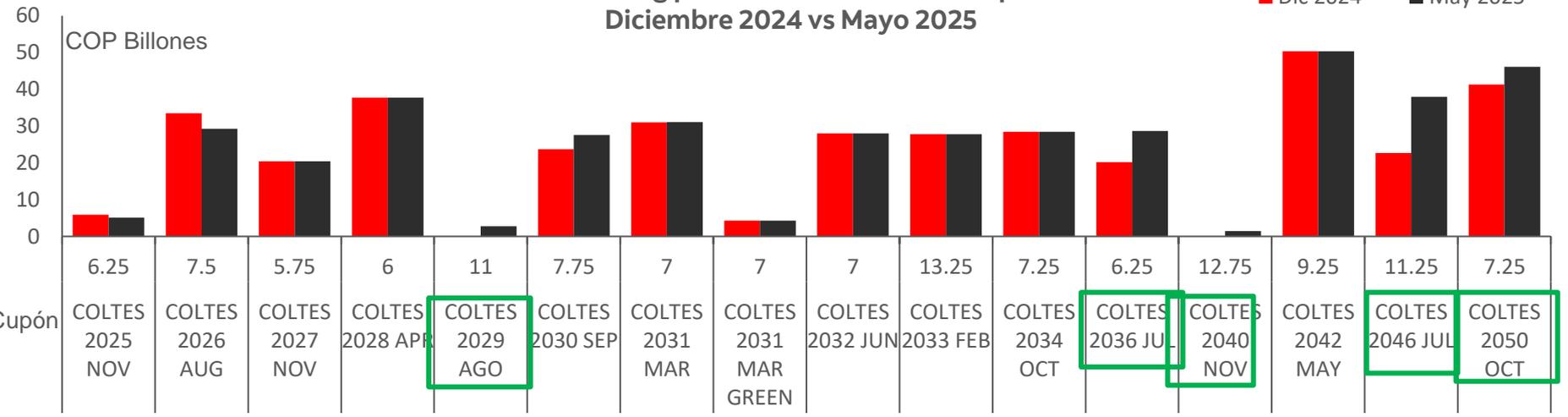
Participación por agente en las tenencias de COLTES UVR, abril 2025



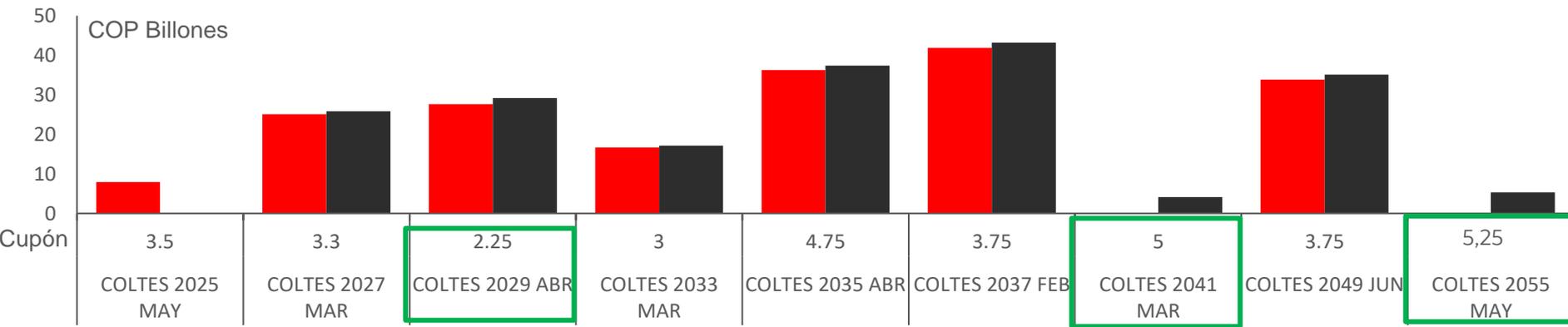
Fuente: Bloomberg, Scotiabank Colpatria Economics,

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

Outstanding por referencia de COLTES pesos
Diciembre 2024 vs Mayo 2025



Outstanding por referencia de COLTES UVR
Diciembre 2024 vs Mayo 2025



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
*Información actualizada al 9 de mayo de 2025.

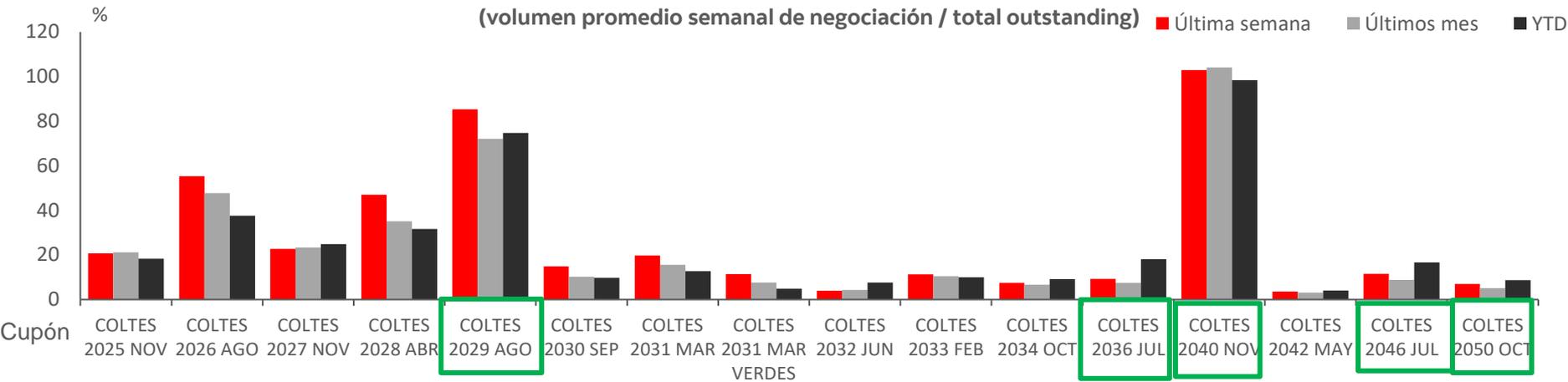
Bonos OTR



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

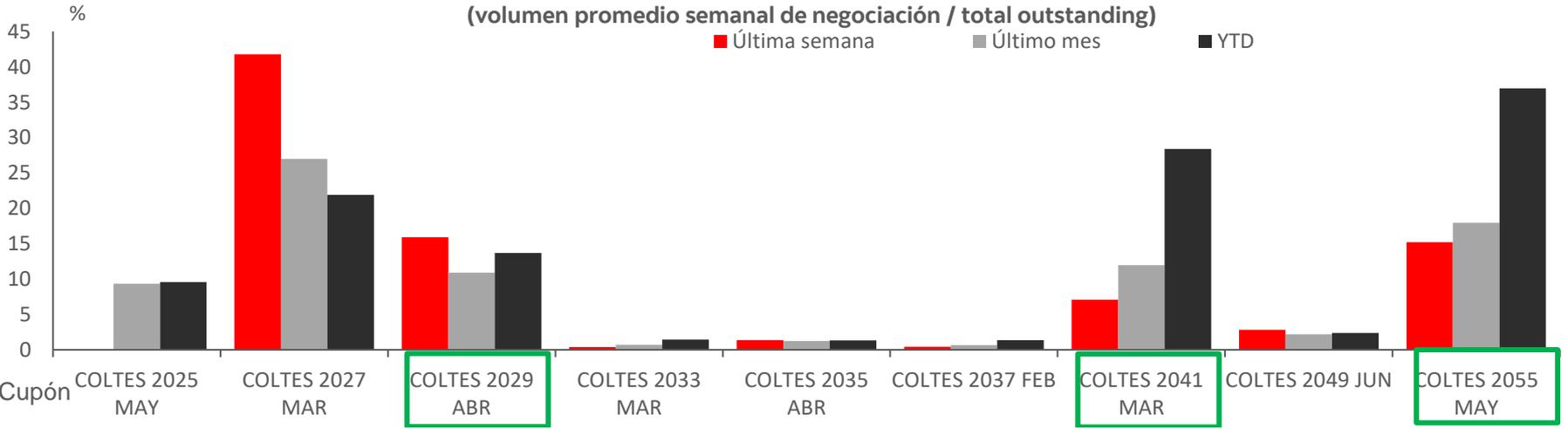
COLTES Pesos - Turn over volúmenes transados mercado secundario

(volumen promedio semanal de negociación / total outstanding)



COLTES UVR - Turn over volúmenes transados mercado secundario

(volumen promedio semanal de negociación / total outstanding)



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

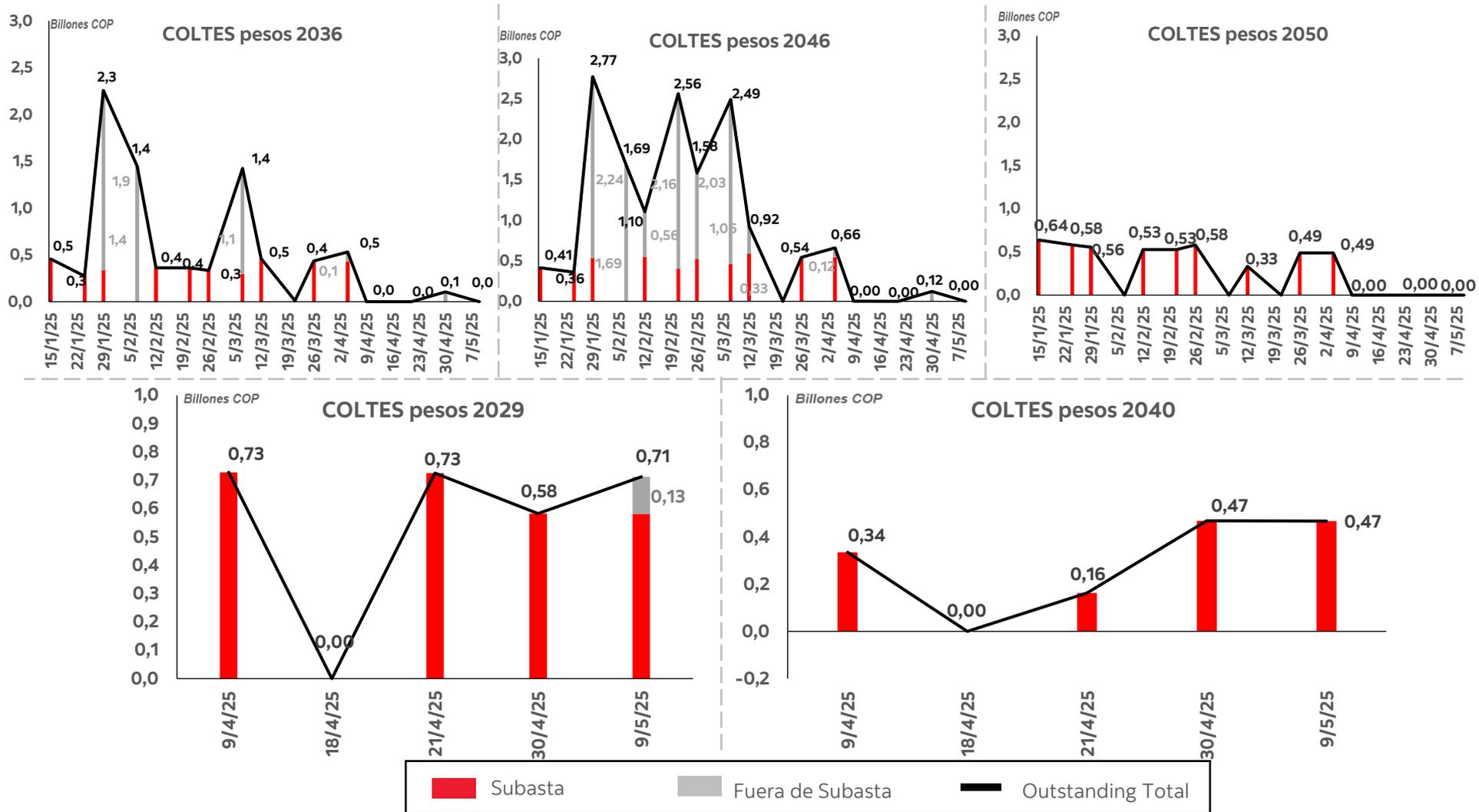
*Información actualizada a la semana del 9 de mayo

Bonos OTR



Entre enero y abril las emisiones de deuda pública en las referencias *on the run* han respondido en un 59% a instrumentos diferentes de subastas

Referencias *on the run*

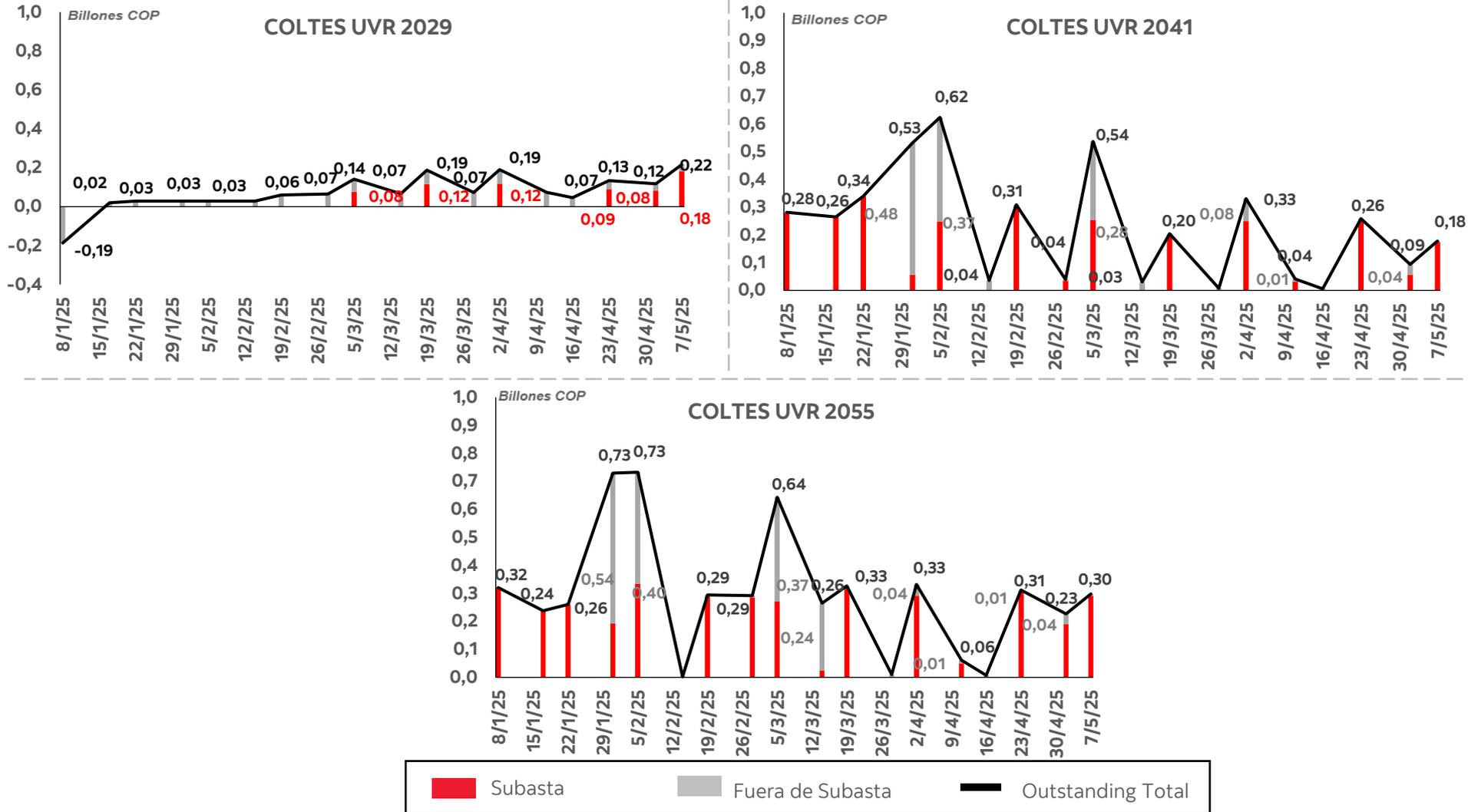


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
 *Información actualizada a la semana del 9 de mayo.



Entre enero y abril las emisiones de deuda pública en las referencias *on the run* han respondido en un 59% a instrumentos diferentes de subastas

Referencias *on the run*



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

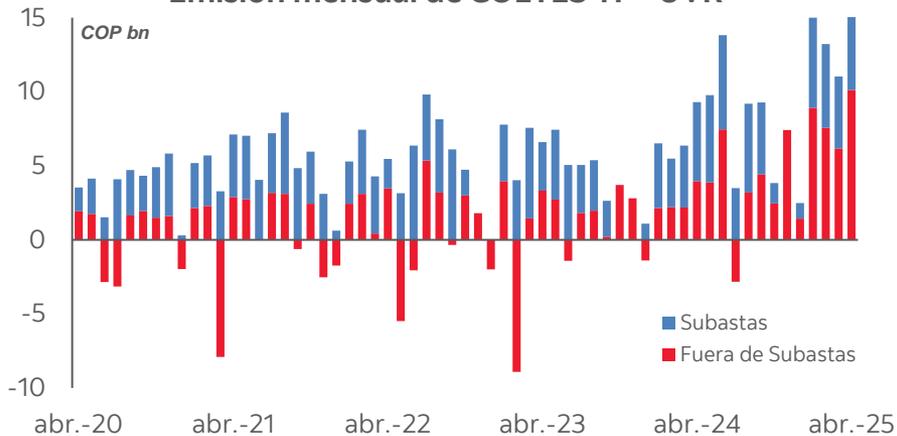
*Información actualizada a la semana del 9 de mayo.



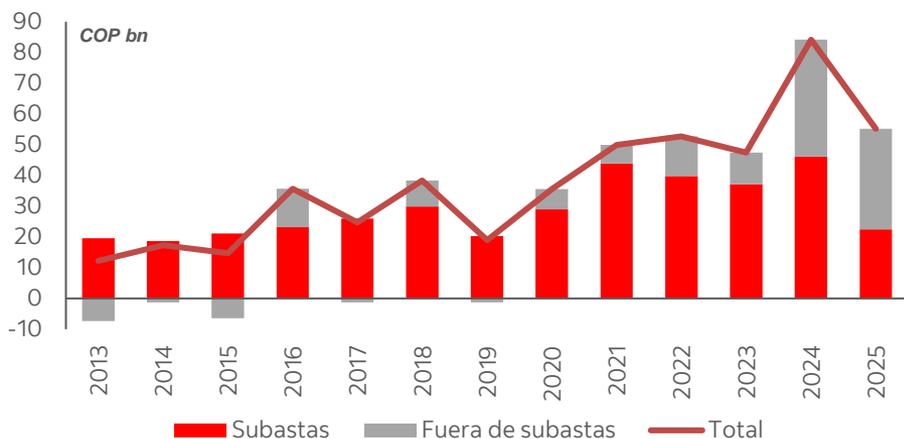
En lo corrido del año el Gobierno nacional ha cumplido con el 50% de la meta de emisión de COLTES del año

Entre enero y febrero de 2025 se ha emitido más de COP 18 bn en COLTES tasa fija. Hasta el momento se ha completado el 22% de la meta de subastas para 2025 (COP 45 bn).

Emisión mensual de COLTES TF +UVR



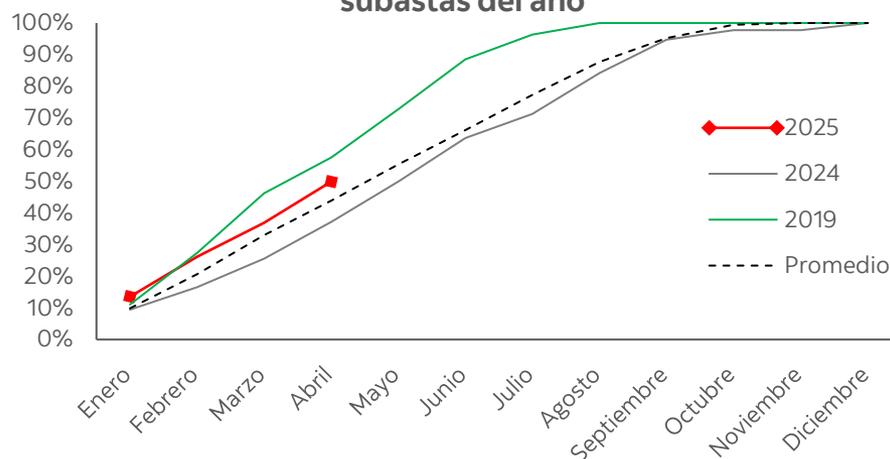
Cambio en el outstanding deuda pública doméstica



Subastas COLTES largo plazo como porcentaje de las subastas del año

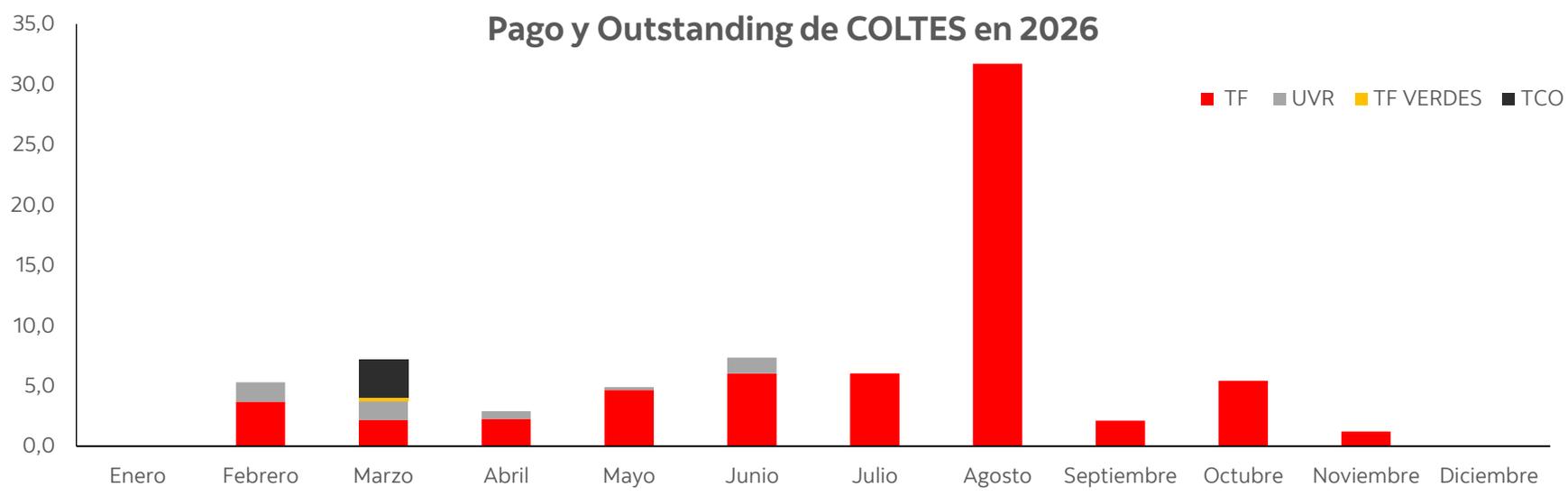
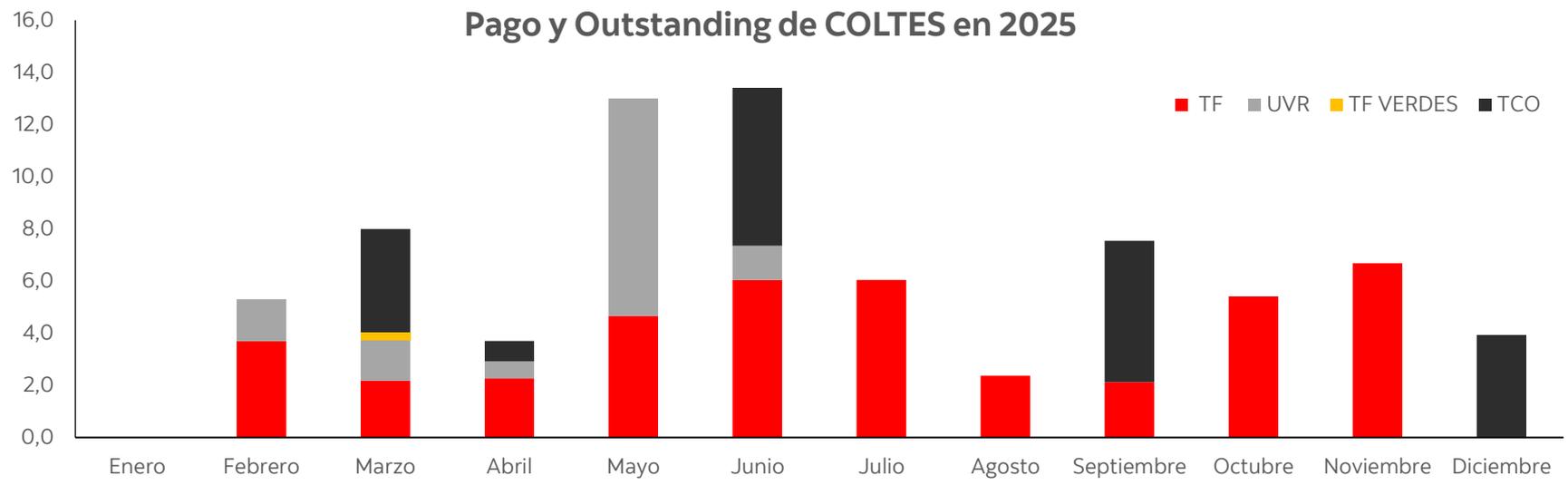


Subastas en COLTES largo plazo como porcentaje de las subastas del año



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.
**Información actualizada al 30 de abril de 2025.

La caja del Gobierno presentará la mayor presión en mayo y junio de 2025.



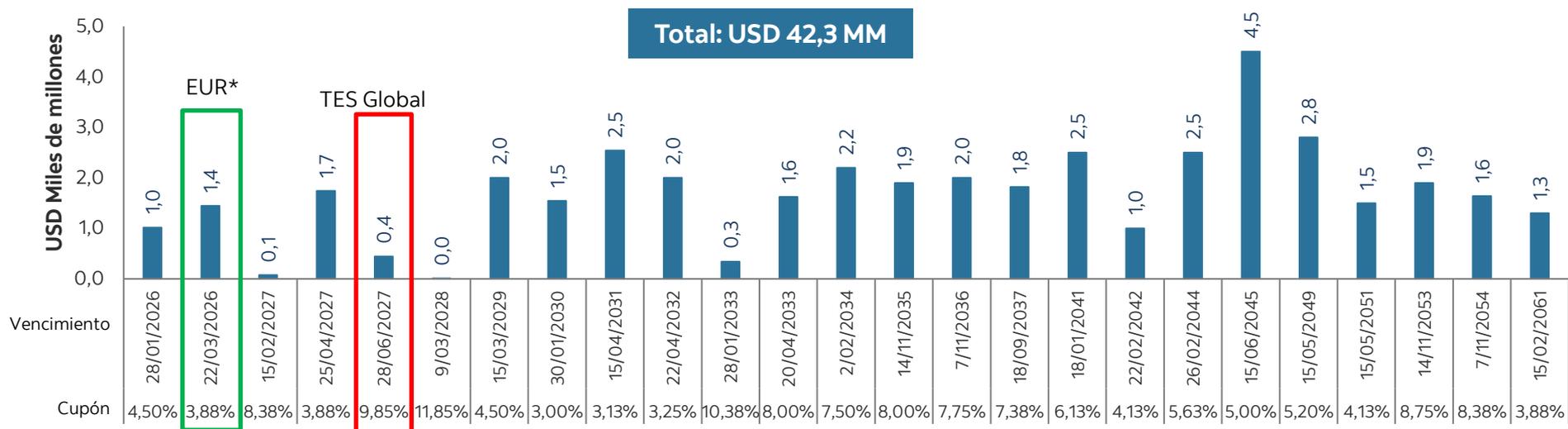
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.

*Estimación de pago y outstanding sin canjes en 2026

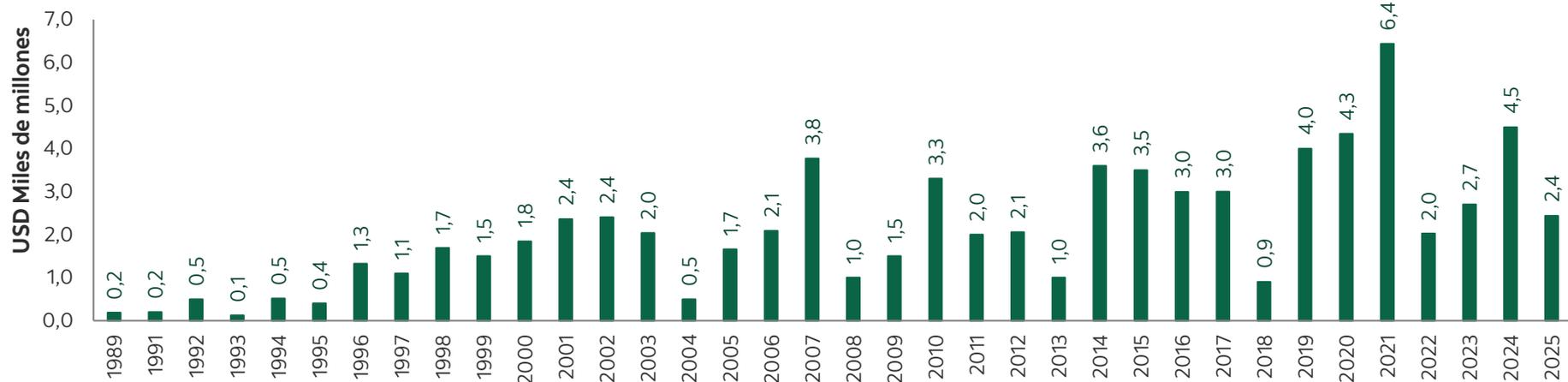


El Ministerio de Hacienda estaría apostando a la diversificación de fuentes de financiamiento mediante mayores emisiones de deuda en otras monedas

Outstanding Deuda en Moneda Extranjera



Emisiones en moneda extranjera para financiamiento del año correspondiente



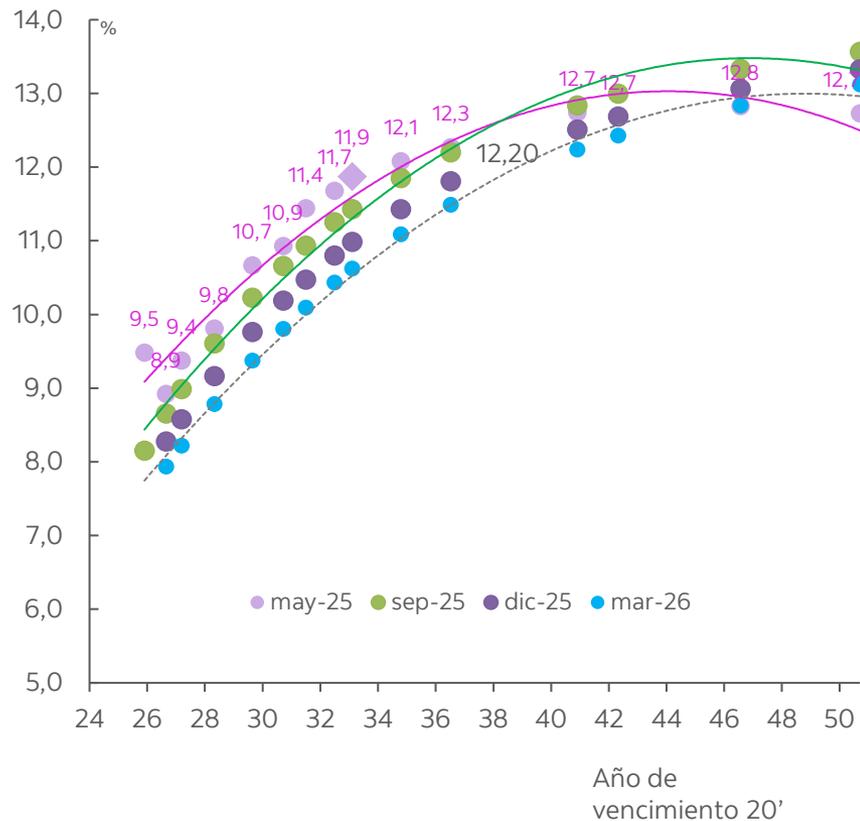
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Scotiabank Economics.

*Moneda de origen Euros

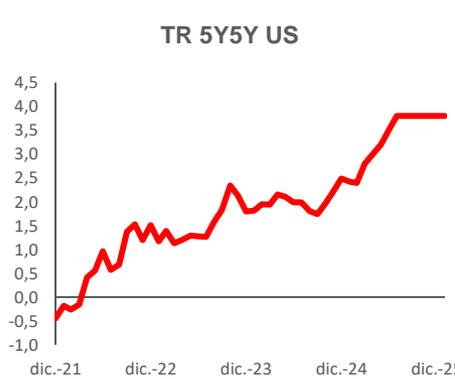
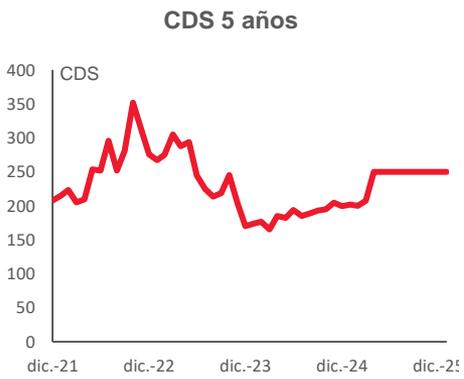
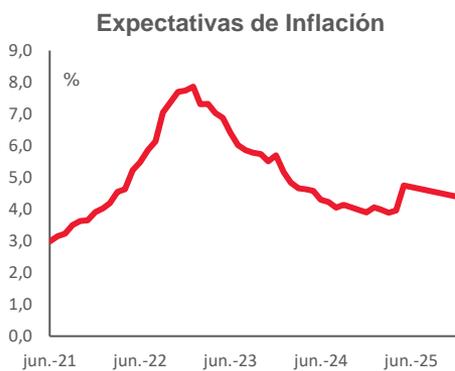
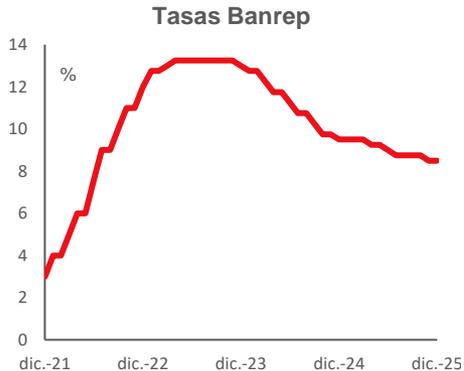
Escenario – Renta Fija

El potencial de valor provendría de una tendencia bajista de la tasa de política monetaria. Aun así, se prevé que el empinamiento sea pronunciado ante las elevadas necesidades fiscales y el riesgo de refinanciamiento para 2026

Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro



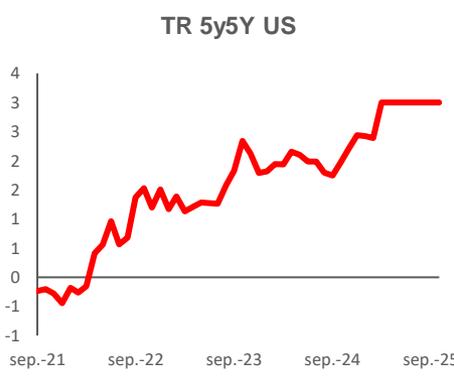
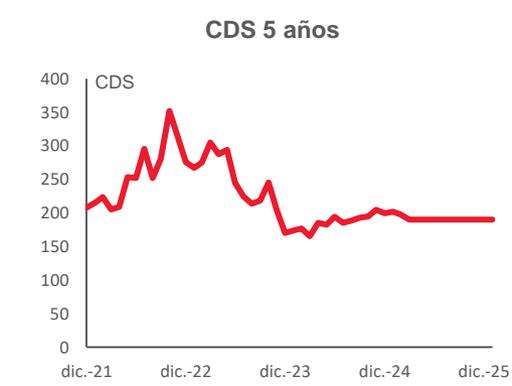
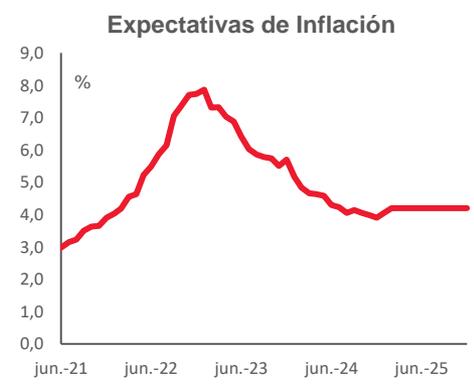
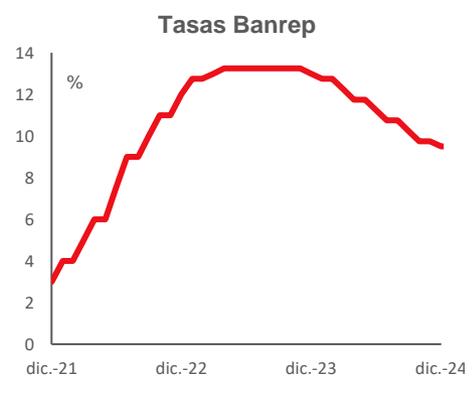
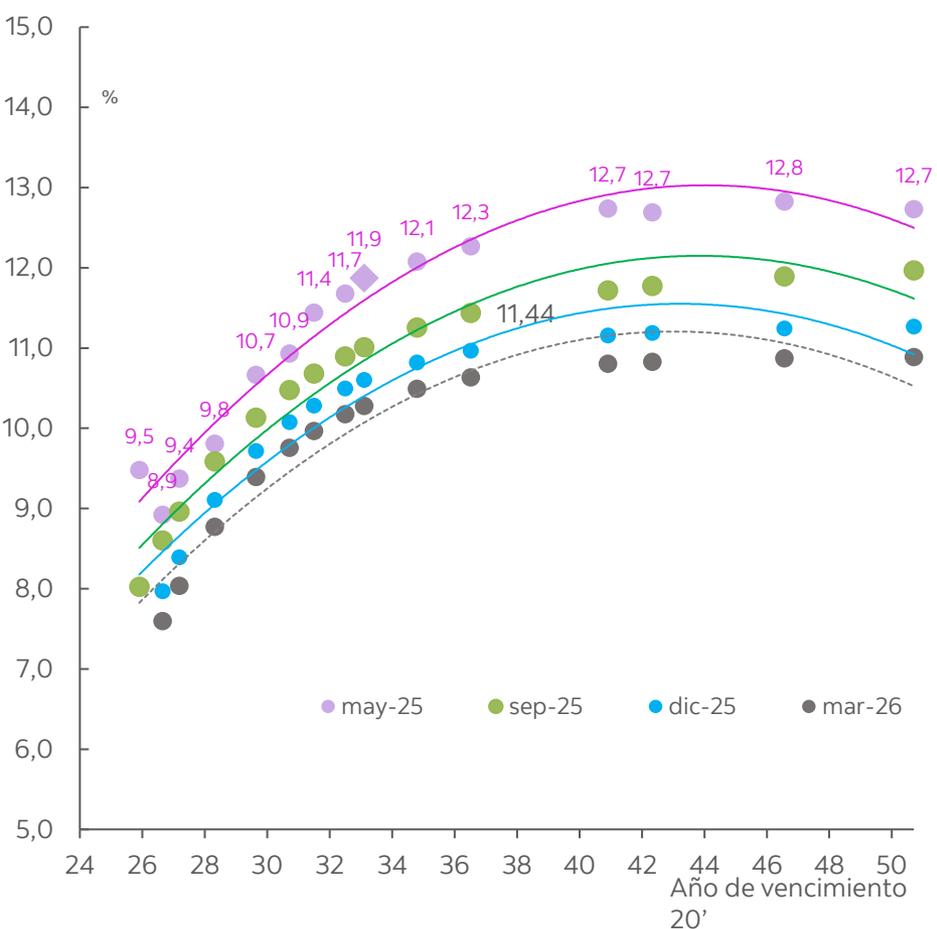
Fuente: Scotiabank Colpatría Economics.



Escenario Positivo – Renta Fija

En el escenario positivo con continuidad en los recortes de tasas del banco central cerrando el año en 8% y una estabilidad en la prima de riesgo fiscal, la curva podría encontrar más valor por el ciclo de política monetaria.

Comparación curvas esperadas bajo el escenario macro



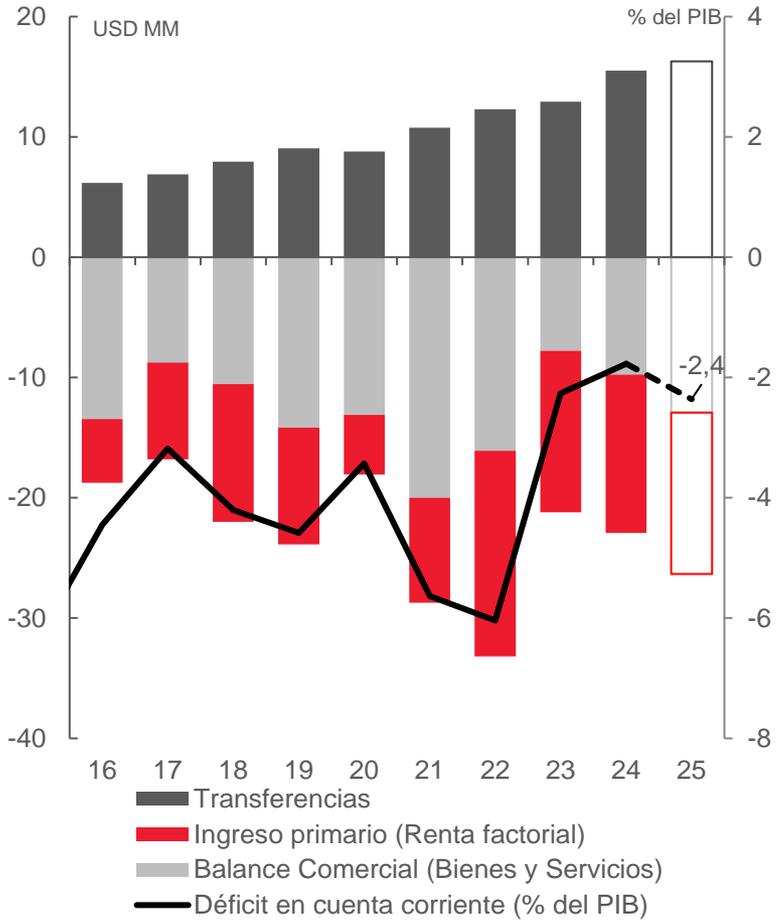
Fuente: Scotiabank Colpatría Economics.

Tasa de Cambio

Balanza de Pagos: Cuenta Corriente

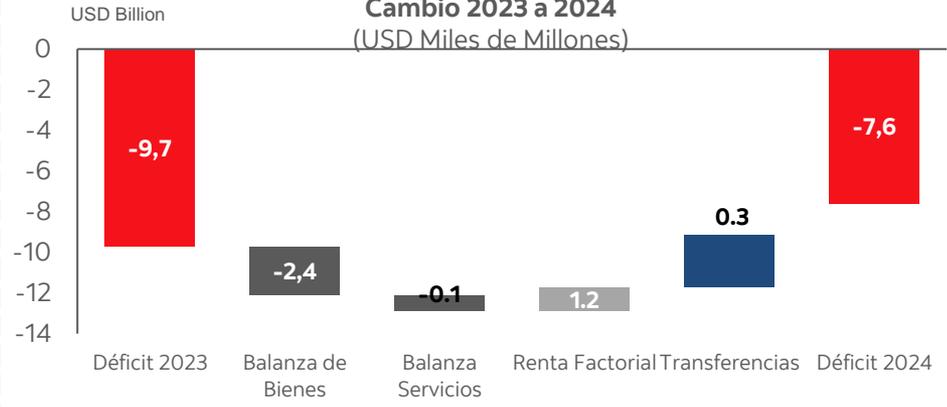
Pese al bajo nivel de déficit en cuenta corriente, el financiamiento no ha sido fluido.

Déficit en cuenta corriente

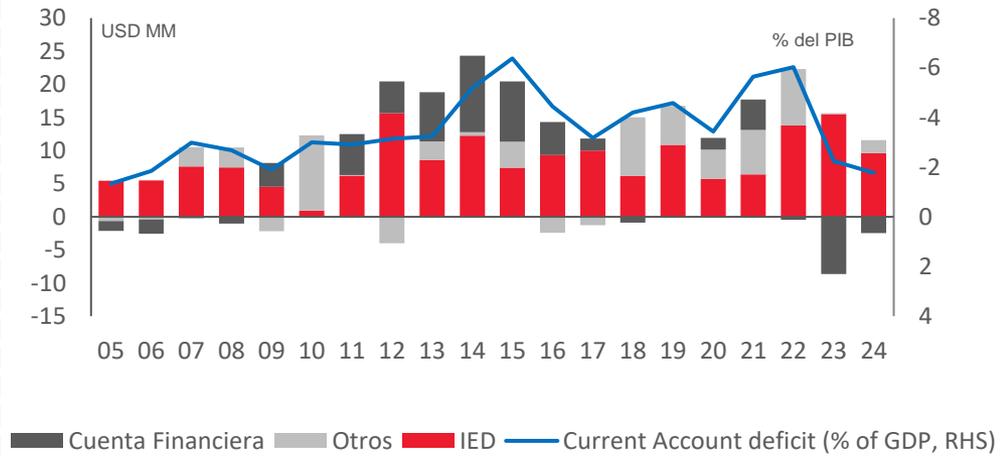


Sources: Banrep, Scotiabank Economics.

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



Déficit en cuenta corriente y financiamiento

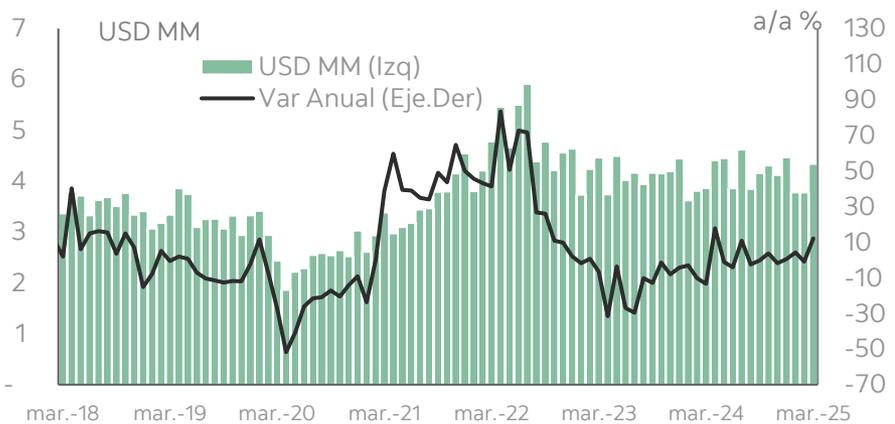


Fuente: Scotiabank Colpatría Economics, BanRep,

Comercio Internacional

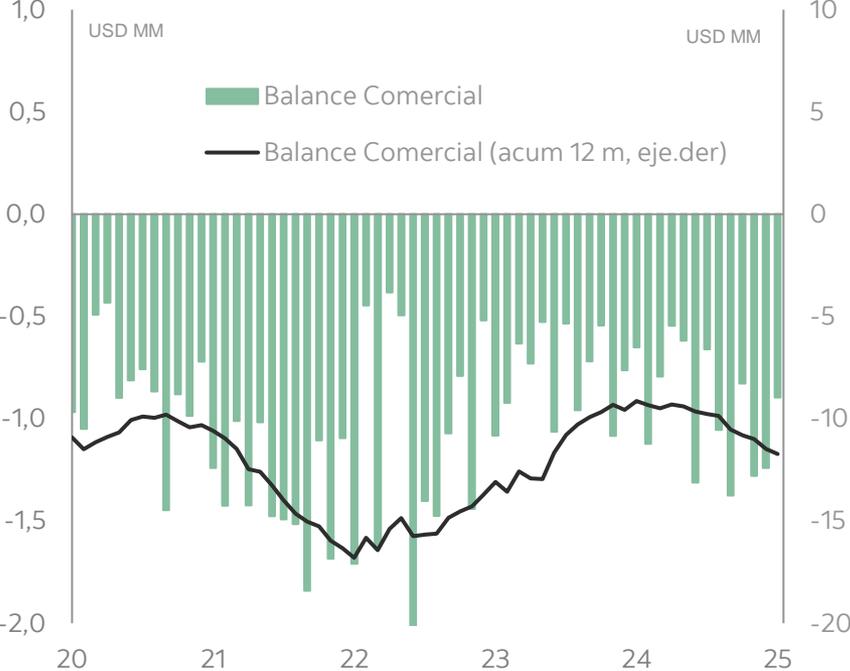
El repunte de las importaciones está dando señales de reactivación. Una ampliación del déficit apoya la posibilidad de mantener una tasa de cambio mayor a la del pasado.

Exportaciones

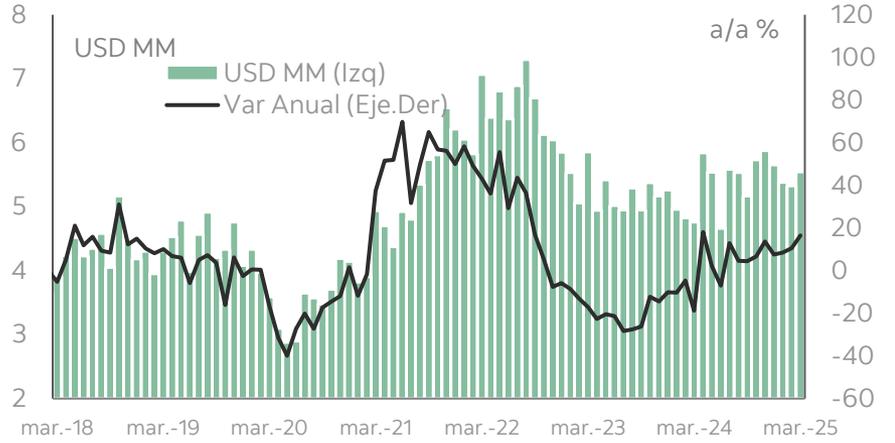


El desequilibrio entre exportaciones e importaciones podría mantener una presión alcista sobre la tasa de cambio.

Balanza Comercial



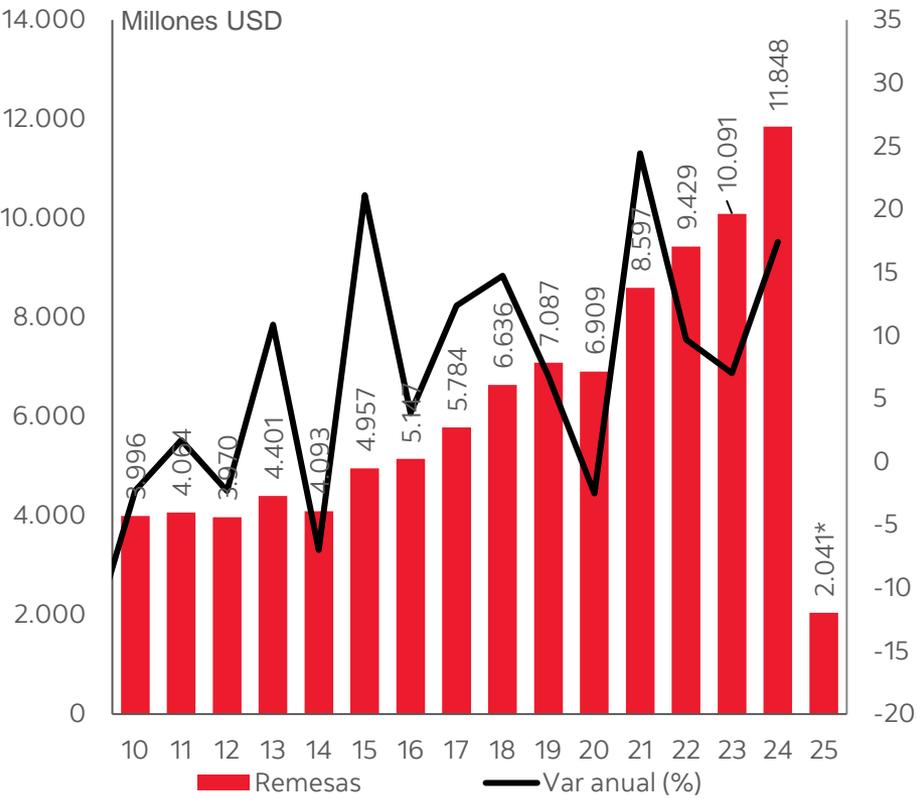
Importaciones



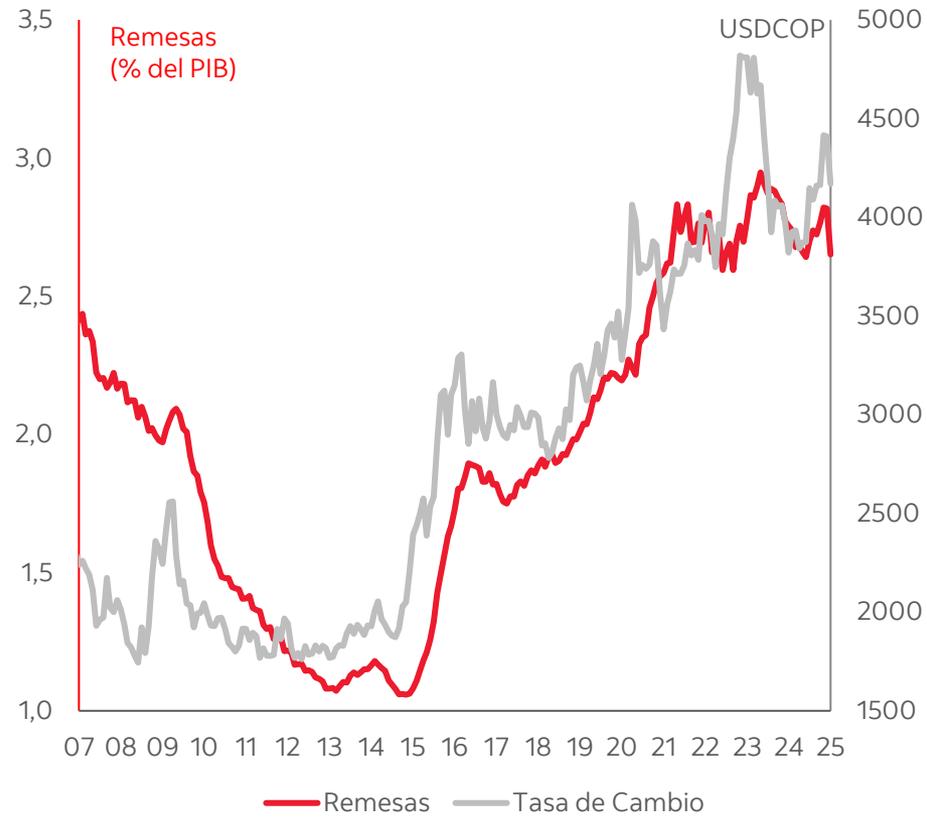
Remesas

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



Remesas como % del PIB vs USDCOP



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

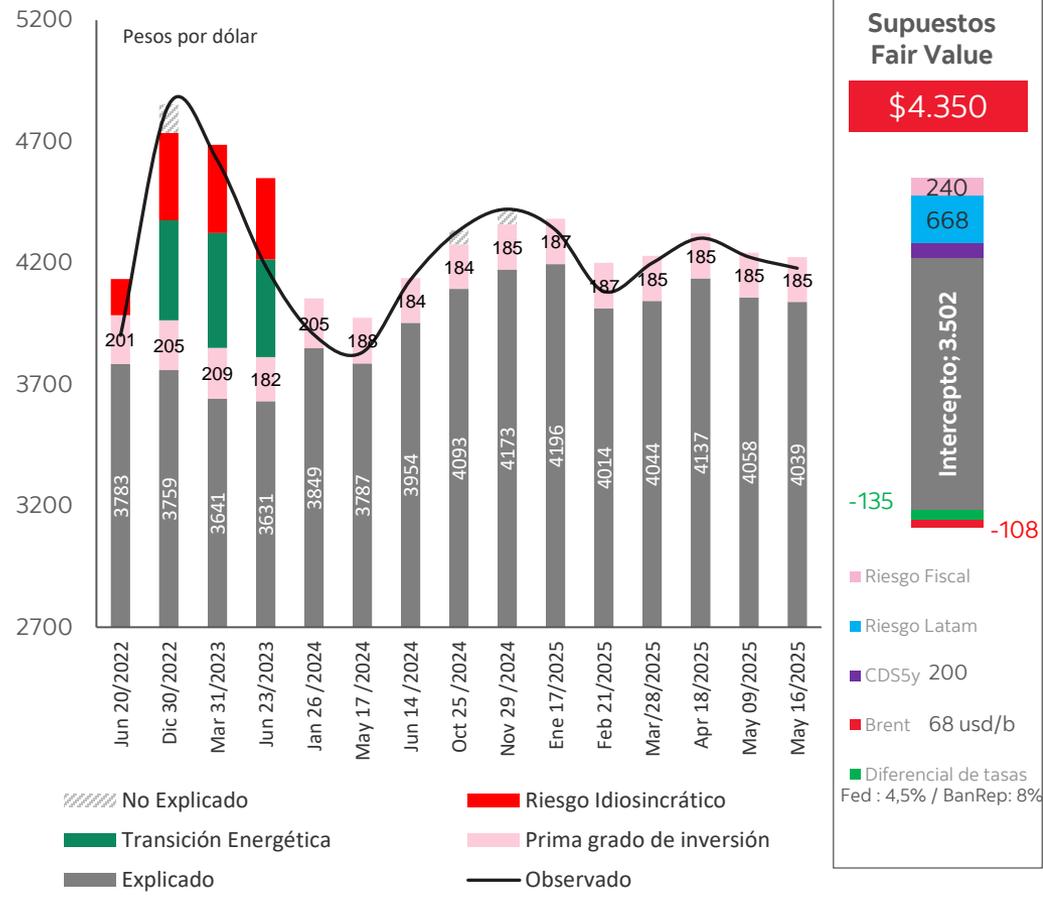
Tasa de cambio

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*.

Evolución USDCOP teórico vs USDCOP observado



Factores explicativos del modelo fundamental de la tasa de cambio

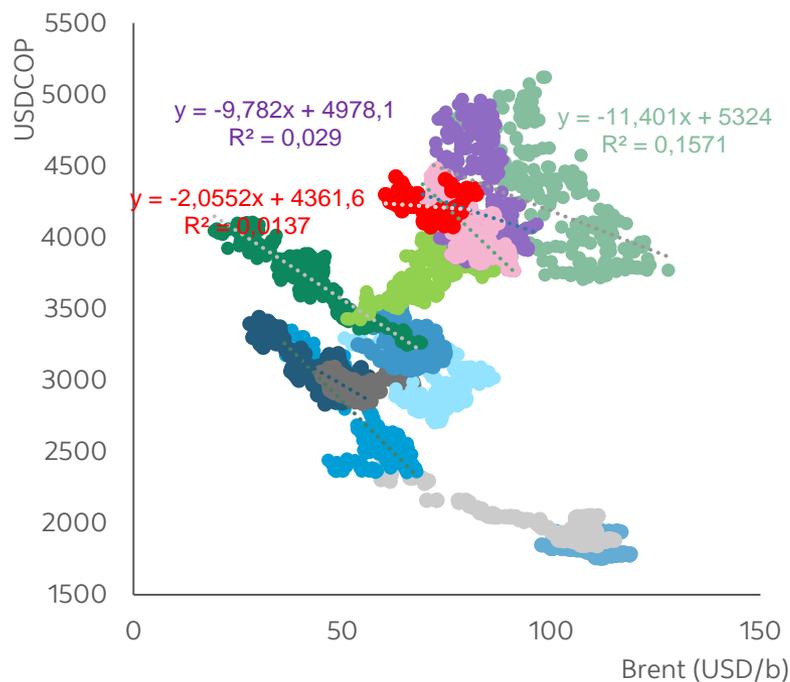


Fuente: Bloomberg, Scotiabank Economics,

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

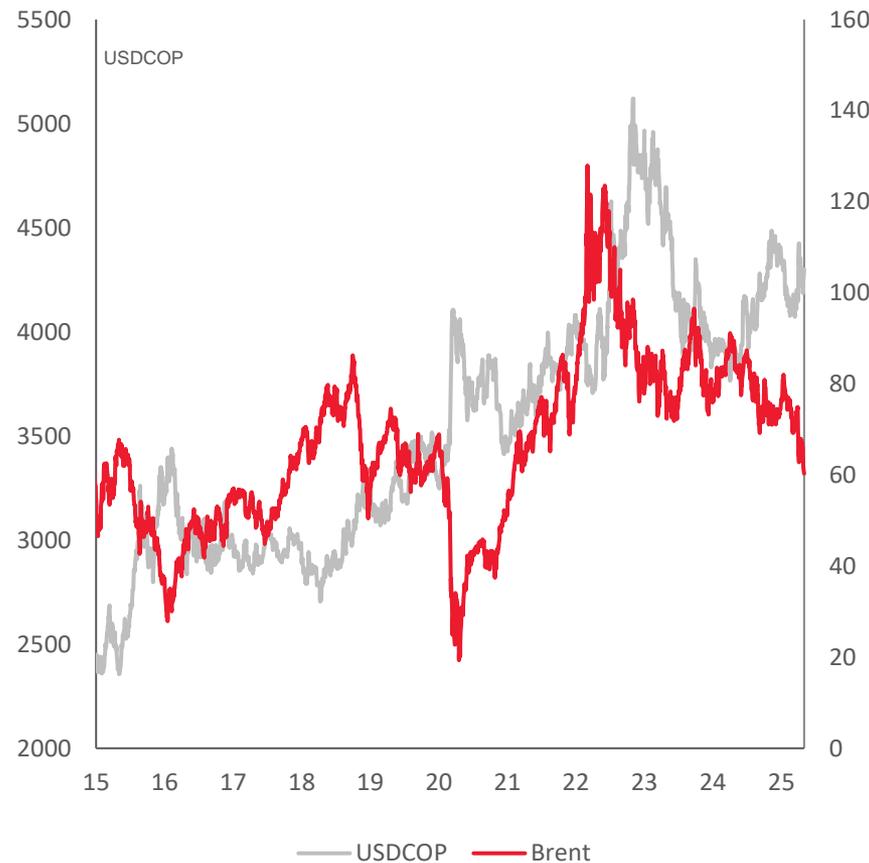
La sensibilidad de la tasa de cambio al precio del petróleo Brent no es constante lo cual sugiere una mayor influencia de factores externos.

Relación USDCOP vs Precios del Brent



- 2013
- 2014
- 2015
- 2016
- 2017
- 2018
- 2019
- 2020
- 2021
- 2022
- 2023
- 2024
- 2025

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	1,7	2,6	2,8
Demanda Interna (a/a, %)	4,0	-7,5	13,9	10,4	-3,9	2,2	3,7	4,0
Consumo (a/a, %)	4,3	-4,2	14,0	9,4	1,0	1,2	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	7,6	11,3	4,6
Exportaciones (a/a, %)	3,3	-22,5	17,0	13,4	3,4	2,0	1,0	1,1
Importaciones (a/a, %)	7,7	-19,6	28,5	24,8	-14,8	4,2	6,3	6,9
Mercado Laboral								
Desempleo (% promedio)	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,2	10,4	10,4
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	5,36	4,06
IPC (a/a, %, promedio)	3,52	2,53	3,49	10,15	11,77	6,63	5,21	4,44
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	57,7	53,8	60,0	60,6	
Balance de primario del GNC (% del PIB)	0,4	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-2,4	-0,2	
Déficit del GNC (% del PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-5,3	-4,3	-6,8	-5,1	

*Fuente: Plan de Financiamiento 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.

****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.; Citadel 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.; Citadel 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