



**Director:** Sergio Clavijo

**Con la colaboración de:**  
Ekaterina Cuéllar  
y David Malagón

Contenido	Pág.
Resultados de 2014	2
Señales de ALI para el primer trimestre de 2015	3
Pronóstico para el primer trimestre de 2015	4
Conclusiones	5

**Asociación Nacional de Instituciones Financieras- ANIF**  
Calle 70 A No.7-86  
Teléfonos: 310 1500 - 310 2041  
Fax: 235 5947 - 312 4550. Bogotá

**Correo electrónico:** anif@anif.com.co  
**Página web:** www.anif.co

Recientemente, el Dane reveló que el PIB-real de Colombia se había expandido a ritmos de solo un 3.5% anual durante el cuarto trimestre de 2014, en línea con el pronóstico que veníamos manejando desde Anif. Este acertado pronóstico se fundamentó en nuestra batería de indicadores líderes ALI, con información de un trimestre atrás (ver ALI No. 100 de febrero de 2015), el cual era inferior al 4.1% que esperaba el grueso del mercado para ese último trimestre.

Para el año 2014 (como un todo) se ratificó nuestro pronóstico de crecimiento del PIB-real de Colombia del 4.6%, siendo el mejor entre las economías grandes de la región. Dicho resultado se ubicó por debajo de la cifra de consenso (4.8%) que esperaban tanto el mercado como las autoridades del gobierno y el Banco de la República (BR). Cabe señalar que ese menor crecimiento observado resultó ir a contrapelo de las revisiones alcistas que emanaban del mercado y del BR, tal como lo había advertido Anif en su momento.

De hecho, terminó validándose nuestra hipótesis sobre un comportamiento algo “bipolar” de la economía colombiana durante 2014: esta creció a tasas promedio del 5.3% anual durante el primer semestre, pero mostró postración a ritmos del 3.8% durante el segundo semestre. Esta “bipolaridad”

del crecimiento del PIB-real indica que han desaparecido totalmente los “vientos de cola favorables” del primer semestre de 2014 y que estaremos experimentando un “turbulento aterrizaje” hacia la franja del 3%-3.5% a lo largo de 2015-2016. La mala noticia es que no se trata de un caso aislado a nivel regional, sino que toda América Latina luce estancada en su crecimiento, a tasas de solo el 1% tanto en 2014 como seguramente en 2015.

Las discrepancias entre lo observado y nuestro pronóstico de crecimiento para el cuarto trimestre de 2014 se ubicaron en: i) la minería (-3.3% observado vs. +1% esperado), en gran parte por las contracciones del carbón (-17.7% vs. +5.5%); ii) el agro (0.9% observado vs. 3.2% esperado), donde parecen haberse agotado las ganancias en producción de café (nivelándose en unos 12.5 millones de sacos al cierre de 2014); iii) la construcción (5.9% observado vs. 7.5% esperado), con menor dinamismo en obras civiles (3.8% vs. 9.7%), pero parcialmente compensadas por edificaciones (7.5% vs. 5%); y iv) la industria (-0.3% observado vs. +0.8% esperado), donde desaparecieron los supuestos efectos del PIPE y se conjugaron con el negativo efecto del acoplamiento de las obras de Reficar (restándole cerca de 0.8pps al crecimiento industrial).

# ÍNDICE LÍDER COMPUESTO

# ALI

ANIF LEADING INDEX



Un Mundo de Conocimiento  
La Fortaleza de la Inversión



Esta marcada desaceleración en sectores clave de nuestra economía (agro, industria y ahora también minero-energético) viene a sumarse al complejo panorama externo que estaremos enfrentando durante 2015-2016, por cuenta de la drástica corrección bajista en los precios del petróleo-carbón. Los principales ajustes a nuestras proyecciones macroeconómicas de 2015 pueden resumirse así: i) el déficit externo que esperamos asciende al 6% del PIB para 2015 (vs. 5% del PIB anteriormente), lo cual conllevará una devaluación promedio del 26% anual (vs. 15% que veníamos manejando); ii) la inflación sería del 3.7% (vs. 3.2% antes), dado el evidente *pass-through* que generará la mayor devaluación cambiaria y las presiones de la inflación de alimentos (ver *Comentario Económico del Día* 10 de marzo de 2015); y iii) las valorizaciones cuasi nulas en el Colcap (vs. 7% antes). Nótese que las utilidades empresariales de las firmas listadas en el Colcap cayeron un -29% anual en 2014 y seguramente no crecerán en 2015. Además, se espera algo de tensión financiera por cuenta de la “normalización monetaria” del Fed, implicando incrementos de 50pbs durante 2015, iniciándose hacia septiembre de este año (ver *Comentario Económico del Día* 19 de marzo de 2015).

Como veremos a continuación, Anif está pronosticando una expansión del PIB-real del 2.8% anual durante el primer trimestre de 2015 (en el rango 2.5%-3%), cifra inferior al 6.4% observado un año atrás (ver gráfico 1). Asimismo, hemos optado por reducir nuestro pronóstico de crecimiento del PIB-real del 3.8% al 3.4% para 2015, en línea con la “bipolaridad” que traemos desde mediados de 2014, la cual se estará extendiendo también hacia 2016. Esto implica que Anif ya no ve la “U” de tenue recuperación que esperábamos para 2016, sino un estancamiento prolongado en la franja del 3%-3.5% durante 2015-2016. Esto también se manifestará en un ligero deterioro en la tasa de desempleo, la cual seguirá en niveles promedio del 9.1% durante 2015, pero seguramente se elevará hacia un 9.3% durante 2016.

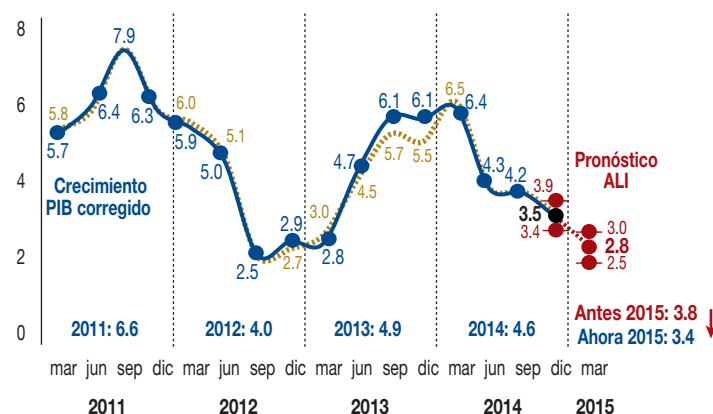
El supuesto que está detrás de todo esto es que los precios del petróleo Brent solo se recuperarán modestamente hacia niveles promedio de US\$59/barril en 2015 (vs. US\$69/barril antes) y de US\$66/barril en 2016 (vs. US\$74/barril antes), lo cual implica que la Cesta-Colombia promedie apenas US\$50/barril en 2015 (representando una caída del -45% anual frente a los US\$88/barril observados en 2014) y US\$56/barril en 2016 (ver *Informe Semanal* No. 1261 de abril de 2015).

## Resultados de 2014

En febrero de 2015 (con cifras a septiembre de 2014), nuestro ALI nos había llevado a pronosticar un rango de crecimiento del 3.4%-3.9% real para el cuarto trimestre de 2014. Como ya se mencionó, la cifra observada del 3.5% anual se ubicó dentro de dicho rango. Con ello, el año 2014 (como un todo) cerró con una expansión del 4.6%, en línea con el resultado esperado por Anif.

El crecimiento del cuarto trimestre estuvo halado por el sector de la construcción (5.9%), aunque ello implicó una marcada desaceleración frente al 15.4% de un año atrás. Ya comentamos cómo dicha expansión se situó por debajo del 7.5%

**Gráfico 1. Crecimiento PIB vs. Pronóstico ALI (%)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



que veníamos pronosticando, debido a: i) la sobrestimación del rubro de obras civiles (3.8% observado vs. 9.7% esperado), donde prevalecieron moderadas expansiones en los rubros de minería (5.9%) y carreteras-calles (4.8%), explicando conjuntamente un 70% del sector, parcialmente compensadas por el dinamismo en vías férreas (64%, pero con ponderaciones de solo el 1%); y ii) la subestimación en las edificaciones (+7.5% observado vs. +5% esperado), con buen dinamismo en las no-residenciales (+25.2%, explicando un 30% del total), pero con una caída en las residenciales (-6.8%, explicando el restante 70%).

El segundo sector más dinámico fue el comercio (4.5% vs. 5.6% de 2013), donde los servicios de comercio (propiamente dichos) mantuvieron expansiones del 5.2%.

Los servicios sociales (4.2% vs. 6.8% de 2013) y los establecimientos financieros (4.1% vs. 5.3%) también crecieron a tasas superiores al promedio total. Por debajo de dicho promedio se ubicaron los sectores de transporte (3.2% vs. 4.1% de 2013), electricidad-gas-agua (3.1% vs. 4.2%) y agropecuario (0.9% vs. 7.6%). En este último incidieron principalmente la desaceleración del café (+1% vs. +44.8% de 2013) y los malos resultados en los cereales (-5.3% vs. -0.2%).

Los peores desempeños se registraron en la industria (-0.3%

vs. +1.4% de 2013), por cuenta del acoplamiento de Reficar, y en la minería (-3.3% vs. +8.2%), por la menor producción de petróleo (-0.2%) y de carbón (-17.7%).

## Señales de ALI para el primer trimestre de 2015

A diciembre de 2014, el porcentaje de indicadores líderes de ALI

que realizó contribuciones positivas al PIB fue del 93%, manteniéndose inalterado frente al resultado de un año atrás. Sin embargo, el Índice de Difusión, que establece la intensidad de dichos impulsos, disminuyó de 0.42 a 0.39.

En el plano de “muy buen” comportamiento se ubicó el comercio al por menor, ascendiendo un nivel frente al año anterior (ver cuadro 1).

**Cuadro 1 · Indicadores líderes a 2014-IV**  
(pronóstico para 2015-I)

		✓ 2015-I	● 2014-I				
	Variables	Muy bueno	Bueno	Regular	Malo		
Sector real (50%)	1. Demanda energía		● ✓				
	2. ITCR		● ✓				
	3. Existencias		● ✓ ←				
	4. Pedidos		● ✓ ←				
	5. Cap. instalada vs. demanda		● ✓				
	6. Despachos de cemento		● ✓				
	7. Import. de bienes de capital		● ✓ ←				
	8. Exportaciones			● →	✓		
	9. Comercio al por menor	✓ ←	●				
	10. Producción industrial			● ✓			
	11. IPP			● ✓ ←			
Sector monetario (50%)	12. DTF		● →	✓			
	13. M3		● →	✓			
	14. Total cartera		● ✓				

Fuente: cálculos Anif.

# ÍNDICE LÍDER COMPUESTO

# ALI

ANIF LEADING INDEX



Centro de  
Estudios  
Económicos

Un Mundo de Conocimiento

La Fortaleza de la Inversión



Este indicador creció un 11% anual durante el cuarto trimestre de 2014 (vs. 5.2% de 2013), debido principalmente a los buenos resultados de las ventas de vehículos (19%) y electrodomésticos-equipos de informática (16%).

En la categoría de “buen” desempeño se situaron 8 de los 14 indicadores (7 del sector real y 1 del monetario). Allí se ubicaron los indicadores de percepción empresarial relacionados con las existencias y pedidos, así como las importaciones de bienes de capital, subiendo un escalón. Estas últimas crecieron un 13.3% anual durante octubre-diciembre de 2014 frente al 5.2% de 2013. Ello obedeció al aumento de las compras externas de equipos de transporte (30%) y bienes para la industria (5%).

También figuraron con “buen” comportamiento el indicador de percepción empresarial relacionado con la capacidad instalada vs. demanda, la demanda de energía, el ITCR, los despachos de cemento y la cartera, manteniéndose en el mismo nivel del año anterior. La demanda de energía creció un 4% anual durante el cuarto trimestre de 2014 (vs. 2.8% de 2013), gracias al dinamismo del segmento regulado, cuya expansión pasó

del 2.4% al 5% en el último año. El ITCR exhibió una depreciación del 8.3% anual en diciembre de 2014 (vs. 6.6% de 2013). Los despachos de cemento aumentaron un 6.8% anual durante el cuarto trimestre de 2014 (vs. 9.9% de 2013), lo cual es consistente con la menor dinámica del sector de la construcción durante dicho período (5.9%). La cartera continuó creciendo a un ritmo estable del 10.9% real anual en diciembre de 2014 (vs. 10.5% de 2013).

En la categoría de “regular” desempeño se situó el IPP, ascendiendo un escalón. Este indicador mostró una inflación del +6.3% anual en diciembre de 2014 (vs. -0.5% de 2013), la cual se explica principalmente por el incremento en los precios de las actividades agrícolas (+19.3%) e industriales (+3.6%).

También figuró con “regular” comportamiento la producción industrial, manteniéndose en el mismo nivel del año anterior, así como

la DTF y el M3, descendiendo un escalón. La producción manufacturera creció solo un +0.4% anual durante el cuarto trimestre de 2014 (vs. +0.3% de 2013), debido a la caída en los sectores de refinación de petróleo (-9%) y de prendas de vestir-confecciones (-9%). Por su parte, la DTF se ubica alrededor del 4.4%, ligeramente por debajo de la tasa repo-central del BR (4.5%).

Finalmente, en la categoría de “mal” desempeño se ubicaron las exportaciones, cayendo un nivel. Estas se contrajeron al -21.2% anual en el cuarto trimestre de 2014 (vs. -0.9% de 2013), principalmente por la reducción de las tradicionales (-27.2%), particularmente de petróleo-derivados (-34.9%) y carbón (-15.8%).

## Pronóstico para el primer trimestre de 2015

**1. Análisis de niveles:** El valor de ALI-ajustado fue de 269.6 para el primer trimestre de 2015 frente al 253.1 observado hace un año. Este aumento lo representaremos con una flecha curva hacia abajo, lo cual indica que el incremento en la dinámica terminará por reflejarse en una desaceleración frente al año anterior (ver cuadro 2).

**2. Análisis de variaciones:** El crecimiento es-

Cuadro 2 · Pronóstico ALI 2015-I

I-Trimestre	Niveles (ajustados)	Variaciones estandarizadas	Difusión		Pronóstico 2015-I
			ID	%	
2014	253.1	0.55	0.42	92.9	↓
2015	269.6	-0.08	0.39	92.9	
Señal	↪	↓	↓	↓	

Fuente: cálculos Anif.



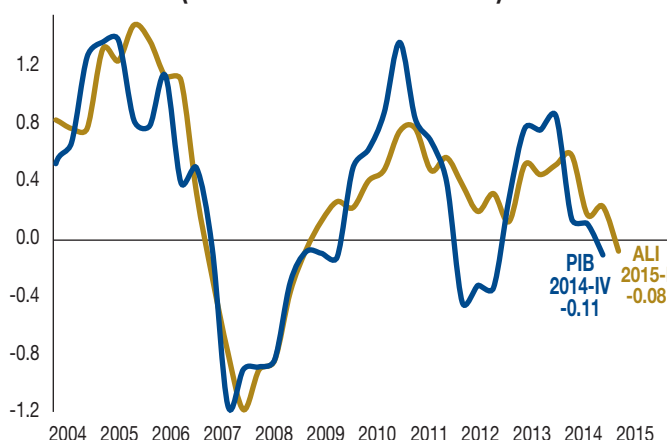
tandarizado de ALI pasó del +0.55% al -0.08% anual durante el primer trimestre de 2015 (ver gráfico 2). Este comportamiento negativo lo representaremos con una flecha doble hacia abajo.

### 3. Índice de Difusión (ID):

Los aportes positivos al Producto tuvieron una reducción en el último año, pasando de 0.42 a 0.39. Sin embargo, el porcentaje de variables que realizó dichos aportes se mantuvo en el 93%. Esta dinámica la representaremos con una flecha sencilla descendente, reflejando señales de debilidad.

Así, al corte del cuarto trimestre de 2014, la batería de indicadores líderes ALI muestra señales de debilidad económica. En efecto, el análisis de niveles, el crecimiento estandarizado y el Índice de Difusión exhiben una disminución del PIB-real hacia el primer trimestre de 2015. Adicionalmente, existe un efecto estadístico que jugará en contra. De esta manera, nuestra batería de indicadores ALI nos permite pronosticar un crecimiento del 2.8% real anual para el primer trimestre de 2015 (en el rango 2.5%-3%), cifra inferior al 6.4% observado durante el mismo período de 2014. Con ello, se estaría perfilando una expansión del 3.4% para 2015 (como un todo).

**Gráfico 2. ALI ajustado vs. PIB  
(crecimientos estandarizados)**



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

## Conclusiones

Hemos visto cómo la economía colombiana se expandió a tasas satisfactorias del 4.6% en 2014, en línea con el pronóstico que manejamos desde marzo de dicho año. Esta cifra resulta favorable en medio de un contexto de mediocre desempeño de América Latina (0.9%). Sin embargo, resulta altamente preocupante el desbalance sectorial, recargado en exceso en la construcción, y dejando por puertas a sectores clave como el agro, la minería y la industria.

Regionalmente, Colombia superó el crecimiento de Perú (2.4%) y Chile (1.9%), afectados por la reversión en sus términos de intercambio (con

contracciones del -40% en los *commodities* mineros desde sus picos de 2011). Colombia también superó el muy pobre desempeño de Brasil (0.1%), donde el llamado “Costo-Brasil” le ha hecho perder cerca de 2 puntos de crecimiento potencial en los últimos años (ver *The Economist*, febrero 28 de 2015).

Prospectivamente, Anif pronostica un crecimiento en el rango 2.5%-3% para el primer trimestre de 2015, con un valor puntual del 2.8%, cifra inferior al 6.4% observado durante el mismo período de 2014. Asimismo, Anif ha optado por reducir su pronóstico de crecimiento del 3.8% hacia el 3.4% para 2015. Esto como resultado del mal desempeño de sectores clave y el mencionado recrudecimiento de los desbalances externos, ante los menores precios del petróleo. En particular, estamos proyectando un sector de la construcción con algo de menor dinamismo (7.2% vs. 7.9% anterior), donde las edificaciones (4.2%) ya reflejan menores demandas por cuenta de la “resaca de la Enfermedad Holandesa”. También hemos tenido que castigar nuestros pronósticos del agro (del 3.1% al 2.6%), la industria (del 2.7% al 2.3%) y la minería (del 2.5% al 2%).