



**Director:** Sergio Clavijo

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

Contenido	Pág.
Evaluación del pronóstico del tercer trimestre de 2014	2
Señales de ALI para el cuarto trimestre de 2014	3
Pronóstico para el cuarto trimestre de 2014	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

A finales de 2014, el Dane reveló que el PIB-real de Colombia se había expandido a la aceptable tasa del 4.2% anual durante el tercer trimestre de 2014. Dicha cifra resultó similar al consenso del mercado, pero fue superior al pronóstico que venía manejando Anif (3.6%), según nuestra proyección de tres meses atrás (ver *ALI* No. 97 de octubre de 2014).

La mayor sorpresa positiva provino de la construcción (7.4% esperado vs. 12.7% observado). Si bien el dinamismo de las obras civiles estuvo acorde con lo pronosticado (11% esperado vs. 11.1% observado), nos sorprendieron positivamente las edificaciones (2.5% vs. 14.1%). En cambio, persistieron los problemas en: i) la industria (+2% esperado vs. -0.3% observado), donde el cierre de Reficar ha venido restando 1.5pp al crecimiento del sector; y ii) la minería (-0.5% esperado vs. -1% observado), donde los lánguidos rebotes en los volúmenes de carbón (+2.3%) resultaron insuficientes para contrarrestar las contracciones del petróleo (-2.8%).

Dicha sorpresa positiva en el desempeño del tercer trimestre de 2014 mantiene las cifras acumuladas enero-septiembre en niveles satisfactorios del 5%, superiores al 4.4% registrado un año atrás. Aun con ello, Anif ha decidido mantener inalterado su

pronóstico de crecimiento del 4.6% para 2014 (como un todo), pues son evidentes los vientos de desaceleración resultantes de las fragilidades externas del cuarto trimestre. Además, persistirán debilidades sectoriales internas en la industria y el agro.

Así, Anif está pronosticando una expansión del PIB-real del 3.6% anual durante el cuarto trimestre de 2014 (en el rango 3.4%-3.9%), cifra inferior al 5.5% observado un año atrás (ver gráfico 1). Ello es consistente, como veremos más adelante, con las señales de desaceleración que exhibe nuestra batería de indicadores líderes ALI.

Para 2015, hemos optado por recortar nuestro pronóstico de crecimiento del anterior 4.3% hacia un 3.8%, dado el complicado entorno macrofinanciero que estará afrontando el país. Allí, el considerando más importante ha sido el desplome en los precios del petróleo, donde proyectamos que el crudo colombiano estará promediando US\$60/barril durante 2015 (-32% respecto de los US\$88/barril de 2014).

A nivel externo, esos menores precios del petróleo estarán proveyendo estímulos de crecimiento a las economías importadoras de crudo, particularmente las de Europa, China e India. Se ha estimado que en el caso de las

# ÍNDICE LÍDER COMPUESTO

# ALI

ANIF LEADING INDEX



Un Mundo de Conocimiento  
La Fortaleza de la Inversión

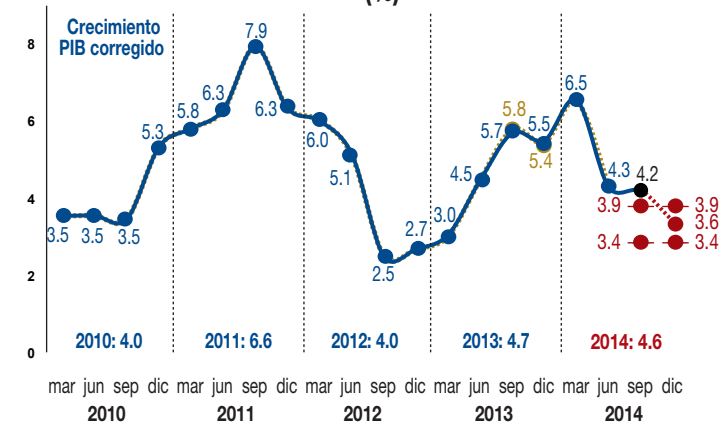


economías desarrolladas el crecimiento llegará al 2.3% en 2015 (vs. 1.7% de 2014). Ahora luce bastante probable que Estados Unidos logre crecimientos del 3.2% en 2015 (vs. 2.4% de 2014). La Zona Euro presentaría rebotes moderados hacia el 1.5% en 2015 (vs. 0.9% de 2014), donde resultarán cruciales las inyecciones de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) a la hora de estimular la demanda agregada y contener los riesgos de la actual deflación a tasas del -0.6% anual al corte de enero de 2015.

En cambio, el mundo emergente continuará golpeado por la reversión en los precios de los *commodities*, donde ha ocurrido una primera oleada en minerales en 2011-2013 y una segunda oleada en energéticos durante 2014-2015. Esto conlleva serias repercusiones de deterioro cambiario y fiscal, particularmente en América Latina. Así, continuaremos creciendo en la región a ritmos promedio de solo un 1% anual, tanto en 2014 como en 2015, siendo los países más afectados con esta segunda ola del “*Tsunami* minero-energético” Venezuela, Ecuador, Brasil, México y Colombia.

Localmente, estos menores precios del crudo implicarán: i) cuentas externas con déficits cercanos al 5%-

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



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

5.5% del PIB (vs. 3% del PIB de años anteriores); y ii) cuentas fiscales con ampliación del déficit estructural del Gobierno Central del 2.2% del PIB (ordenado por la Regla Fiscal) hacia un 2.8% del PIB (ajustado por el ciclo de deterioro actual), ver *Informe Semanal* No. 1250 de enero de 2015.

## Evaluación del pronóstico del tercer trimestre de 2014

En octubre de 2014 (con cifras a junio de 2014), nuestro ALI nos había llevado a pronosticar un rango de crecimiento del 3.4%-3.9% real para el tercer trimestre de 2014. Como ya se mencionó, la cifra observada del 4.2% anual se ubicó por encima del techo de dicho rango.

El crecimiento del tercer trimestre de 2014 estuvo liderado por el sector

de la construcción (12.7% vs. 21.3% de 2013). Allí se registró un favorable desempeño tanto en las edificaciones (14.1% vs. 30%) como en las obras civiles (11.1% vs. 17.4%). En las edificaciones, el área causada de las no-residenciales se expandió satisfactoriamente (+24%), mientras que la de las residenciales se contrajo (-0.6%). En este último comportamiento influyeron: i) los efectos del pinchazo de la burbuja inmobiliaria; y ii) el menor espacio fiscal para subsidios tipo Frech

II-III (aunque el gobierno todavía habla de renovarlos en 2015, buscando estímulos contracíclicos). Respecto a las obras civiles, se presentaron crecimientos dinámicos en carreteras-caminos (+13.9%) y en obras de deporte-esparcimiento (+60%), pero contracciones en las obras férreas-pistas de aterrizaje (-7.8%).

El segundo sector más dinámico fue el comercio, expandiéndose un 4.8% (vs. 4.6% de 2013), donde los servicios de comercio (propriamente dichos) crecieron al 4.9%.

Los servicios sociales (4.7% vs. 5% de 2013), los establecimientos financieros (4.4% vs. 6.1%) y el transporte (4.3% vs. 3.4%) también crecieron a tasas superiores al promedio total. Por debajo de dicho promedio se ubicaron los sectores de electri-

# ÍNDICE LÍDER COMPUESTO

# ALI

ANIF LEADING INDEX



Un Mundo de Conocimiento  
La Fortaleza de la Inversión



ciudad-gas-agua (3.9% vs. 4.1%) y agropecuario (3.4% vs. 5.3%). En este último se destacó el dinamismo de la producción de café (16.3%), donde han sido positivas las ganancias en productividad resultantes de las renovaciones de cultivos.

Los peores desempeños corrieron por cuenta de la industria (-0.3% vs. -0.4% de 2013) y la minería (-1% vs. +6.7%). En el primer caso, confluyeron: i) los lastres estructurales en competitividad; y ii) el fenómeno coyuntural del cierre de Reficar (restándole 1.5pp al crecimiento industrial, como ya comentamos), ver *Informe Semanal* No. 1251 de enero de 2015.

## Señales de ALI para el cuarto trimestre de 2014

A septiembre de 2014, el porcentaje de indicadores líderes de ALI que realizó contribuciones positivas al PIB fue del 100%, incrementándose frente al 93% de un año atrás. Sin embargo, el Índice de Difusión, que establece la intensidad de dichos impulsos, disminuyó de 0.49 a 0.37.

En el plano de “muy buen” comportamiento, no se ubicó ningún indicador (ver cuadro 1). 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 la demanda de energía y las importaciones de bie-

nes de capital, ascendiendo un nivel. La demanda de energía creció un 4.8% anual durante el tercer trimestre de 2014 (vs. 1.9% de 2013) fundamentalmente por la buena dinámica del segmento regulado, cuya expansión pasó del 2.4% al 5.9% en el último año. Las importaciones de bienes de capital crecieron un +14.2% anual durante julio-septiembre de 2014 frente al -2.3% de 2013. Ello obedeció principalmente a la recuperación

de las compras externas de equipos de transporte (26%) y bienes para la industria (12%).

También figuraron con “buen” comportamiento el indicador de percepción empresarial relacionado con la capacidad instalada vs. demanda, los despachos de cemento, el comercio minorista y la cartera, manteniéndose en el mismo nivel del año anterior. Los despachos de cemento aumentaron un 11.8% anual

Cuadro 1 · Indicadores líderes a 2014-III  
(pronóstico para 2014-IV)

		✓ 2014-IV	● 2013-IV		
	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



Un Mundo de Conocimiento  
La Fortaleza de la Inversión



durante el tercer trimestre de 2014 (vs. 6.9% de 2013), lo cual es consistente con el dinamismo evidenciado en el sector de la construcción durante dicho período (12.7%). El comercio minorista se incrementó un 7% anual durante julio-septiembre de 2014 (vs. 4.9% de 2013), debido principalmente a los buenos resultados de las ventas de vehículos (13%) y de alimentos (6%). La cartera continuó creciendo a un ritmo estable del 9.4% real anual en septiembre de 2014 (vs. 12.4% de 2013).

En la categoría de “regular” desempeño se situó el IPP, ascendiendo un escalón. Este indicador mostró una inflación del +3.7% anual en septiembre de 2014 (vs. -1.3% de 2013), la cual se explica en gran medida por el incremento en los precios de las actividades agrícolas (+12.9%) e industriales (+1.8%).

También figuraron con “regular” comportamiento las exportaciones y la producción industrial, manteniéndose en el mismo nivel del año anterior. Las exportaciones se expandieron un 3.1% anual en el tercer trimestre de 2014 (vs. 0.2% de 2013), debido principalmente al aumento de las no tradicionales (5.7%), particular-

mente de plásticos (23%) y azúcares (44%). La producción manufacturera creció un +1.2% anual durante julio-septiembre de 2014 (vs. -1.5% de 2013), lo cual se explica fundamentalmente por las expansiones de los sectores de cuero (35%) y aparatos domésticos (19%).

En el plano de “regular” desempeño también se ubicaron el ITCR y la DTF, cayendo un escalón, así como el M3, descendiendo dos niveles. El ITCR exhibió una apreciación del +1.6% anual en septiembre de 2014 (vs. una depreciación del -6.2% en 2013). La DTF ha registrado repuntes recientes, ubicándose alrededor del 4.5%, alcanzando el mismo nivel de la tasa repo-central del Banco de la República (BR).

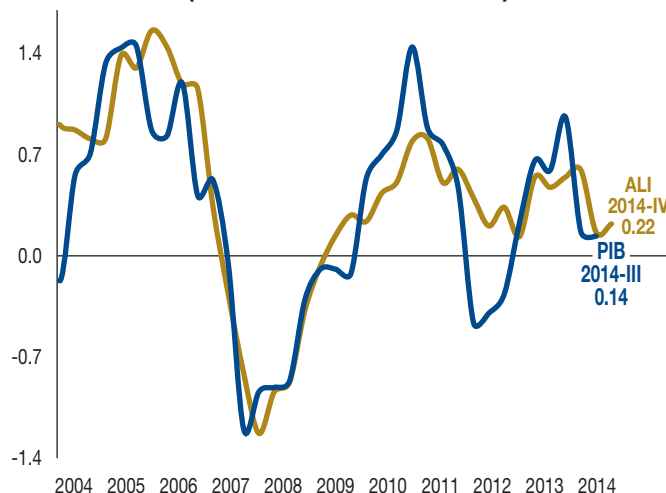
Finalmente, la buena noticia es que en la categoría de “mal” desempeño no se situó ningún indicador líder.

## Pronóstico para el cuarto trimestre de 2014

Cuadro 2 · Pronóstico ALI 2014-IV					
IV-Trimestre	Niveles (ajustados)	Variaciones estandarizadas	Difusión		Pronóstico 2014-IV
			ID	%	
2013	236.7	0.47	0.49	92.9	↘
2014	258.1	0.22	0.37	100.0	
Señal	↷	↓	↓	↓	

Fuente: cálculos Anif.

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



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

**1. Análisis de niveles:** El valor de ALI-ajustado fue de 258.1 para el cuarto trimestre de 2014 frente al 236.7 observado hace un año. Este aumento lo representaremos con una flecha curva hacia abajo, indicando 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 estandarizado de ALI pasó del 0.47% al 0.22% anual durante el cuarto trimestre de 2014 (ver gráfico 2). Este comportamiento negativo lo



# ÍNDICE LÍDER COMPUESTO

# ALI

ANIF LEADING INDEX



Un Mundo de Conocimiento  
La Fortaleza de la Inversión



representaremos con una flecha sencilla hacia abajo.

**3. Índice de Difusión (ID):** Los aportes positivos al Producto tuvieron una reducción en el último año, pasando de 0.49 a 0.37. Sin embargo, el porcentaje de variables que realizó dichos aportes aumentó del 93% al 100%. Esta dinámica la representaremos con una flecha sencilla descendente, reflejando señales de debilidad.

Así, al corte del tercer 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 cuarto trimestre de 2014. Adicionalmente, existe un efecto estadístico que jugará en contra. De esta manera, nuestra batería de indicadores ALI nos permite pronosticar un crecimiento del 3.6% real anual para el cuarto trimestre de 2014 (en el rango 3.4%-3.9%), cifra inferior al 5.5% observado durante el mismo período de 2013. Con ello, se estaría perfilando una expansión del 4.6% para 2014 (como un todo).

## Conclusiones

Hemos visto que el PIB-real se expandió al 4.2% anual durante el

tercer trimestre de 2014, ubicándose por encima del techo del rango pronosticado por nuestro ALI (3.4%-3.9%) tres meses atrás.

Pese a ese resultado favorable del tercer trimestre de 2014, Anif mantiene inalterado su pronóstico para 2014 (como un todo) en un 4.6%. Ello obedece a que el crecimiento de enero-septiembre de 2014 ha acumulado una expansión del 5% anual y nuestra batería de indicadores líderes sugiere que el PIB-real estaría expandiéndose un 3.6% durante el cuarto trimestre, pues ya son evidentes las señales de desaceleración.

En todo caso, una expansión del 4.6% durante 2014 constituye un excelente crecimiento para Colombia, no solo en línea con su potencial, sino que se compara favorablemente frente al pobre desempeño de América Latina (promediando solo un 0.9% durante 2014).

Anif pronostica una expansión del 3.8% para 2015, ligeramente inferior al 4.3% que veníamos manejando hasta conocerse el desplome de los precios del petróleo. Allí hemos descontado debilidades persistentes en la minería (2.5%), la industria (2.7%) y el agro (3.1%). Pese a que la marcada devaluación (7% en 2014 vs. 16% esperada en

2015) debería representar un impulso a las exportaciones del agro y la industria, la debilidad económica y la animadversión comercial de nuestros vecinos (especialmente Venezuela y Ecuador) representarán serios obstáculos para dicha oportunidad.

Por el contrario, esperamos que el potencial de recuperación contracíclica provenga de la construcción (7.9%), lo cual dependerá de: i) las mayores ejecuciones de obras de infraestructura (11%); y ii) la consolidación de las edificaciones (4.4%), donde los estímulos públicos tienen el desafío de contrarrestar el “pinchazo de la burbuja” que ha traído el fin anticipado del auge minero-energético.

Seguramente, el BR tendrá que dar una mano a las limitadas capacidades contracíclicas fiscales a través de pensar en reducir su tasa repo en unos 50pb durante la segunda mitad de 2015, y así evitar que el PIB-real de este año crezca por debajo del 3.8% pronosticado por Anif. De hecho, en su primera Junta de este año 2015, el BR decidió bajar de forma significativa su pronóstico de crecimiento (del 4.3% al 3.6%, ligeramente por debajo de la cifra de consenso del 3.8%, en la cual se ubica Anif).