

# UAMF

**BOLETÍN DE COYUNTURA**

Boletín  
Nº 6

## IMPACTO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO SOBRE LA ACCIÓN ECOPETROL

JHONATHAN HIGUERA, CRISTIÁN CÓRDOBA, MARIO RINCÓN  
ÁREA DE INVERSIONES ALTERNATIVAS

Actualmente, los inversionistas se cuestionan sobre la vulnerabilidad de la acción de Ecopetrol frente al precio del petróleo y las razones por las cuales ha perdido más de dos terceras partes de su valor en los dos últimos años. Luego de llegar a cotizar a niveles cercanos a los 6.000 pesos, con precios del petróleo fluctuando alrededor de los 100 dólares por barril (dpb), la acción tuvo un mínimo histórico de 1.285 pesos en septiembre del presente año y no ha registrado niveles mayores a los 1.500 pesos con un precio del crudo inferior a los 50 dpb.

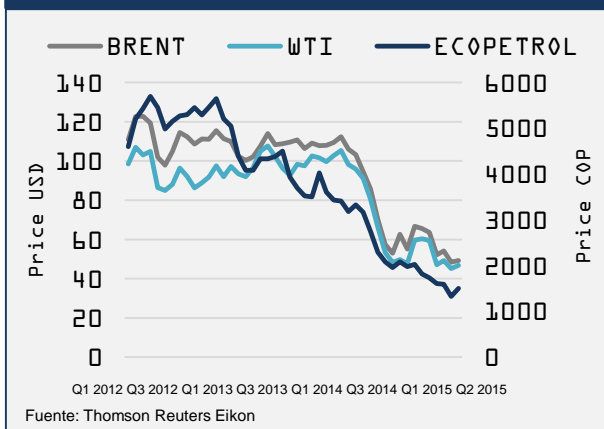
Diversos factores y datos fundamentales han puesto a prueba la capacidad de la empresa para afrontar situaciones adversas. Durante el año 2014 y en lo corrido del 2015 la petrolera se ha visto afectada por ataques a su infraestructura y por conflictos con algunas comunidades, pero sin duda el hecho más relevante fue una caída del precio internacional del petróleo de casi el 60%, lo que desvalorizó la acción un 50% (Gráfica 1).<sup>1</sup>

Este suceso internacional tuvo consecuencias políticas y económicas alrededor del mundo. Para Colombia, significó la materialización de un

escenario negativo, que dejó en evidencia su vulnerabilidad a causa de su dependencia en todos los ámbitos (macroeconómicos, fiscales y mercado de capitales) del sector energético. El gobierno nacional, previendo un escenario de incertidumbre frente a los bajos precios del crudo, anunció en febrero de este año un aplazamiento de 4.8 billones de pesos en inversiones y de 1.2 billones de pesos en gastos de funcionamiento. Por otra parte, desde que terminó el rebalanceo de la deuda colombiana en el índice de JPMorgan en septiembre de 2014, la Tasa Representativa del Mercado (TRM) muestra que el peso se ha devaluado un 55%, pues recientemente llegó a niveles del año 2005, superando los 3.000 pesos.

<sup>1</sup> Este cálculo se hizo tomando las cotizaciones de junio de 2014 y enero de 2015.

Gráfica 1. Precio de la acción de Ecopetrol respecto al precio del WTI y del Brent



La variación de los precios del petróleo, la tasa de cambio y el entorno político y social, tienen repercusiones en la empresa desde todas las perspectivas, tanto en sus ingresos (disminución en las ventas denominadas en dólares), gastos (logística y eficiencia), como en la estructura de capital (una considerable disminución en la inversión debido a las expectativas de crecimiento) y en su deuda (evaluada tanto en pesos colombianos como en dólares), información que el mercado ha absorbido y ha llevado a la acción a precios inferiores al de la primera emisión. Esta variación en los precios del petróleo se ve reflejada principalmente en dos indicadores: el Brent y el WTI.

### ¿Brent o WTI?

El WTI (*West Texas Intermediate*) y el Brent son los indicadores líderes del precio del petróleo. El primero, importante para el hemisferio occidental, fue elegido por la bolsa de Nueva York en 1983 como referencia para sus contratos de *retail* y de futuros, por sus características químicas y físicas. Por otro lado, el Brent, se transa en la bolsa de Londres y es producido en el mar del Norte, siendo la referencia para Europa, África y Oriente Medio.

Hasta el año 2010, el WTI superaba al Brent por un margen no mayor a dos dólares, pero posteriormente empezó a darse una divergencia entre las cotizaciones donde el Brent se tornó más caro. Después de que Arabia Saudita abandonara como indicador al crudo de América del Norte y tomara al europeo en el 2009, Ecopetrol hizo lo mismo en el año 2012. El producto que ofrece la

firma es de menor calidad por su menor densidad y mayor concentración de azufre respecto a las referencias internacionales.<sup>2</sup> El 70% del hidrocarburo que comercializa Ecopetrol lo vende con base en el cotizado en Londres y para el 30% restante utiliza el tipo Maya, cuyo precio por barril es en promedio 10 dólares inferior a los dos índices mencionados.

La matriz de correlaciones entre el comportamiento bursátil de las dos clases de petróleo es muy alta, aunque con respecto a la acción de la petrolera estatal esta convergencia disminuye. Se observa, no obstante, que su cotización sigue siendo dependiente del movimiento de la materia prima, en mayor medida del Brent.<sup>3</sup>

Es importante resaltar la correlación negativa entre Ecopetrol y el petróleo respecto a la tasa de cambio (Gráfica 2). Por circunstancias del mercado (como la especulación) se evidencia la dependencia del país en los hidrocarburos, entre otros factores macroeconómicos. La TRM suele comportarse de forma inversa a la cotización del petróleo, ya que, cuando sube el precio del crudo, Estados Unidos y otros países importadores proveen con más dólares a las economías exportadoras del hidrocarburo; ante este aumento de la cantidad de dólares, la moneda nacional se reevalúa. Efecto contrario sucede ante precios bajos del crudo. Coyunturalmente, el hecho de que el crudo hoy esté en precios mínimos, es un impulso para que el peso se devalúe drásticamente. Este comportamiento lo replica la acción, a pesar de que una TRM alta significa un incremento en sus

Matriz de correlaciones				
	ECO	WTI	BRENT	TRM
ECO	1	0,485186	0,67436455	-0,67436021
WTI	0,485186	1	0,94362513	-0,71153596
BRENT	0,67436455	0,94362513	1	-0,7946238
TRM	-0,67436021	-0,7946238	-0,7946238	1

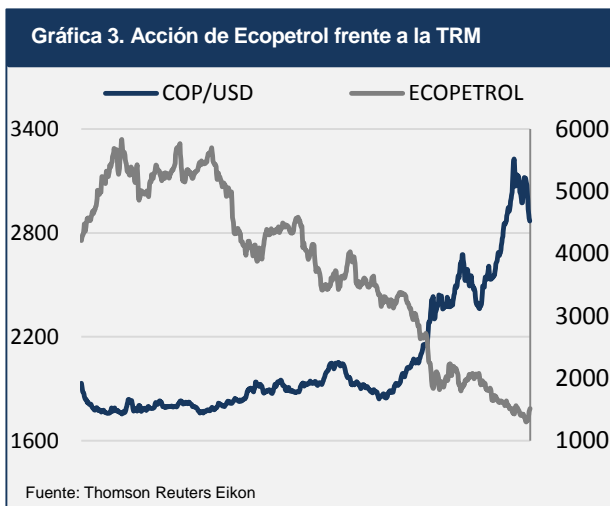
ingresos.

En consonancia con la ola de consecuencias negativas para la economía colombiana por los

<sup>2</sup> Los productos de la compañía pueden ser consultarlos en su página web.

<sup>3</sup> Para hallar los coeficientes de correlación entre los activos, se tomaron las series históricas de *Thomson Reuters Eikon*, los datos semanales comprendidos entre el 30 de noviembre de 2007 y el 21 de julio de 2015.

bajos precios del petróleo, el índice Colcap de la Bolsa de Valores de Colombia cayó hasta un 30% desde septiembre del 2014. En gran parte debido a que en su canasta los sectores más fuertes son el energético y el financiero. A pesar de que acciones del sector energético presentaron una gran volatilidad, Ecopetrol posee características y ventajas que le han permitido sobrellevar la situación y más adelante la lleven a recuperar el terreno perdido en el mercado bursátil. Primero, a diferencia de empresas como Pacific Exploration & Production y Canacol Energy, su grado de participación en toda la cadena productiva del petróleo le permite amortiguar los golpes vía petróleo, aprovechando el momento para fortalecer otros campos como la refinería, la logística y el transporte, entre otros que generan mayor valor agregado; segundo, el respaldo estatal le brinda beneficios en términos de imagen y riesgo, como lo muestra su calificación crediticia.



### Situación y desempeño de la empresa

El pasado dos de marzo la compañía publicó los resultados consolidados del 2014, con una utilidad neta que cayó el 42,7% interanual. En los inicios del mes de marzo, el mercado castigó la acción llevándola nuevamente a niveles cercanos a los 1.800 pesos, a finales del mes de septiembre la acción tocó un mínimo histórico de 1.285 pesos (un precio cerca de un 8.2% menor al de su primera emisión). Recientemente el título de Ecopetrol se ha mantenido por debajo de los 1.500 pesos.

El reciente relevo de la presidencia de la

compañía, que pasó a manos de Juan Carlos Echeverry, trajo consigo cambios en la estrategia y una reorganización desde el interior. Varios cargos ejecutivos y directivos de primer y segundo nivel han sido delegados, entre los que se encuentra la vicepresidencia de refinación y petroquímica, la dirección de gestión social, de relaciones laborales, y la presidencia de la junta directiva. Por otro lado, la primera reacción de la organización frente a la coyuntura, se dio en el recorte en un 28% en las inversiones para el 2015, junto con revisiones a la baja en las metas de producción. Una de las mayores preocupaciones viene dada por las reservas, ya que es la primera restricción al momento de buscar aumentar la cantidad de barriles extraídos, como mecanismo para contrarrestar la caída en su precio con un mayor volumen. Estas reservas son actualmente de 2.084 Mbpe<sup>4</sup>; lo que, bajo el ritmo actual de producción, da una vida media de 8,6 años. Por este motivo se traza un nuevo enfoque hacia la inversión en exploración *offshore* (costa afuera), para tener mayor posibilidad de éxito y participar en exploraciones más ambiciosas.

El incremento de la TRM ayuda a mitigar el impacto de la caída del precio de la materia prima, ya que los ingresos percibidos en moneda extranjera aumentan si se convierten a nominación nacional y los costos denominados en pesos, relativamente descienden. Así lo muestra un reporte de Ecopetrol, el cual evidencia que el costo de levantamiento por barril fue de 11,63 dólares para el cuarto semestre del 2014 sin contar con el efecto costo y volumen,<sup>5</sup> representando un descenso de 1,68 dólares frente al mismo periodo del año anterior. Por otro lado, aprovechando las bajas tasas que el mercado ofrecía por sus títulos y a que la calificadora de riesgo Fitch mantuvo la calificación en grado de inversión para los títulos de la petrolera, Ecopetrol ha emitido bonos desde mayo del año pasado por 4.700 millones de dólares. En el primer trimestre de 2015, el 83% de la deuda era en moneda extranjera, lo que hace a la empresa más vulnerable, ya que los beneficios relativos en los

<sup>4</sup> Millones de barriles de petróleo equivalentes, bajo la metodología de la SEC. Datos de la página web de la empresa.

<sup>5</sup> El efecto costo fue de 0,32 dólares por barril y el efecto volumen de 0,10 dólares, lo que eleva el costo de levantamiento por barril a 12,05 dólares.

ingresos se pierden con el aumento de la deuda, al materializarse el riesgo cambiario, el pasivo no corriente aumentó en un 50,4% a finales del último año.

La actividad integrada de petróleo y gas, junto con su posición dominante en el mercado colombiano son las mayores fortalezas que tiene la empresa. Actualmente el 49,86% de los ingresos provienen del segmento de exploración y producción, 33,70% de refinación y 16,44% de petroquímica.

La compañía más importante del país ha tenido que pasar por una coyuntura poco favorable y los desafíos son varios, la bonanza de las materias primas llega a su fin con Estados Unidos produciendo petróleo y China, el mayor consumidor de *commodities*, desacelerándose. Una firma es valiosa por sus procesos de gestión internos y las sinergias productivas y administrativas que posea. Una empresa de este sector debe tener las capacidades de adaptarse a las condiciones cambiantes del mercado; es el momento para que Ecopetrol replantee sus objetivos de corto, mediano y largo plazo, se transforme para convertirse en una firma dinámica y enfrente sus dos grandes problemas: el nivel de reservas inferior al promedio del sector y un precio del petróleo volátil y lleno de incertidumbre.

## Referencias

- Bastos, F. (2008). El pequeño gigante. *Carta petrolera*, edición 119. Recuperado de [http://www.ecopetrol.dacartec.com/especiales/carta\\_petrolera119/rev\\_pulso.htm](http://www.ecopetrol.dacartec.com/especiales/carta_petrolera119/rev_pulso.htm)
- Bolsa de Valores de Colombia. (2008-2015). Recuperado de <https://www.bvc.com.co>
- Ecopetrol S.A. (2014-2015.) Recuperado de <http://www.ecopetrol.com.co>
- Superintendencia Financiera de Colombia. (s.f.) Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co>
- Thomson Reuters Eikon. (Versión 4) [Software]. 2015. Thomson Reuters. Recuperado de <http://financial.thomsonreuters.com/en.html>