

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1794-2616

Febrero 4 de 2019



No. 1446

## ENAJENACIÓN DE ECOPETROL (2.0): INFRAESTRUCTURA, REGLA FISCAL Y EFICIENCIA PÚBLICA

A mediados de 2018, Anif había publicado un escrito analizando la relación entre los temas de infraestructura, la Regla Fiscal y las posibilidades de ganar en eficiencia pública a través de vender una porción adicional de Ecopetrol. En particular, decíamos que debía aprovecharse que la Ley 1118 de 2006 había aprobado la enajenación hasta de un 20% de las acciones del Estado en Ecopetrol y que solo se había utilizado hasta la fecha un 11.5%, quedando entonces un remanente del 8.5% por vender (ver *Comentario Económico del Día* 12 de julio de 2018).

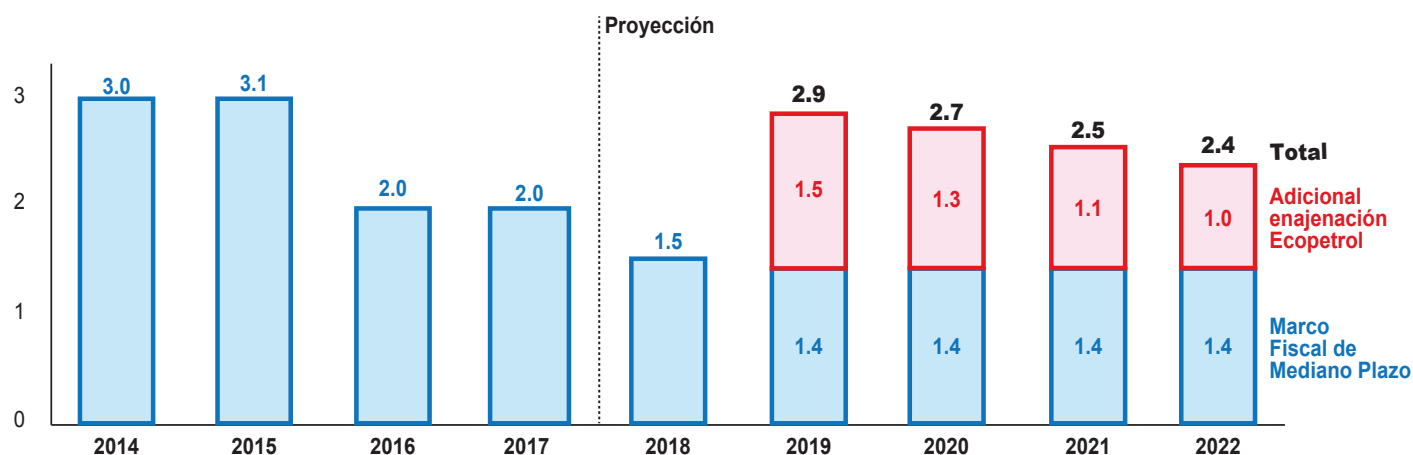
En aquel momento hacíamos eco de una propuesta de Fasecolda en el mismo sentido y que, sin mayor análisis, había sido rechazada por el Consejo Gremial. Sin embargo, el ministro Carrasquilla, al llegar al cargo en agosto de 2018, dijo que estudiaría con detenimiento este tipo de iniciativas de enajenación de activos del Estado para buscar aplicar esos recursos a proyectos

con mayores rentabilidades y urgencias en la provisión de bienes públicos.

Ahora, en los inicios de 2019, la Administración Duque ha revivido este tema de la venta de Ecopetrol, aduciendo faltantes fiscales del 0.7% del PIB en 2019 (y de no menos del 1.5% del PIB hacia 2022). Esto como resultado del drenaje en la relación Recaudo/PIB que estará causando la infortunada Ley 1943 de 2018, que comentamos recientemente (ver *Informe Semanal* No. 1444 de enero de 2019).

*Pero lo que debe quedar claro es que estos recursos de la venta de Ecopetrol no deberían dilapidarse en gasto operativo del Gobierno Central, sino destinarse a fortalecer el capital de la FDN. Solo de esta manera será posible impulsar tantos proyectos de infraestructura que han quedado sin adecuada financiación (ver gráfico 1). Esto último debido a tres*

**Gráfico 1. Inversión pública - Gobierno Nacional Central (% del PIB)**



Fuente: Fasecolda.

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1794-2616

Febrero 4 de 2019



Pág. 2

factores: i) los repetidos recortes de inversión pública que adoptó la Administración Santos de manera “no tan inteligente” (llevándola a solo un 1.2% del PIB en su componente de FBKF para 2019); ii) la retracción financiera que ha generado el *impasse* de Odebrecht (a nivel de toda América Latina); y iii) las salidas de capital del mundo emergente buscando refugio en los Tesoros de Estados Unidos, como resultado del alza en las tasas de interés del Fed (+225pb en los dos últimos años).

Afortunadamente, tenemos a mano el buen ejemplo de asignación de recursos a infraestructura provenientes de la enajenación de Isagen bajo Santos II (aunque con algo de tardanza respecto de la propuesta original de Anif en 2009). En efecto, la venta del remanente del 57% de Isagen generó US\$2.500 millones a favor del gobierno (duplicando en su venta el multiplicador Ebitda hacia 14 veces) y la totalidad de esos recursos se destinó a fortalecer el apalancamiento de la FDN (ver *Informe Semanal* No. 1348 de enero de 2017).

Ojalá que no termine por imponerse “la fungibilidad” de los recursos públicos, pues ello terminaría desviándolos hacia gasto operativo-recurrente. Además, está de por medio la consideración de que en la Regla Fiscal estos tipos de dineros provenientes de venta de activos deben manejarse “por debajo de la línea” (queriendo decir que no son para gasto “ordinario”).

### Escenarios de venta de Ecopetrol

El documento de Fasecolda de julio de 2018 presentaba diversos escenarios de valoración de Ecopetrol en función del precio de largo plazo del petróleo (US\$60 a US\$80/barril-Brent) y del costo del capital utilizado (WACC, del 12% al 15%). Ellos indicaban que el valor actual de Ecopetrol estaría entre US\$45.000 millones y US\$58.000 millones (equivalente al 14% o al 18% del PIB actual de Colombia). Esto quiere decir que si lo que

se ofrece en venta es el 8.5% de este total, pues se estarían obteniendo recursos entre unos US\$3.850 millones y los US\$4.900 millones (equivalentes al 1.2% o al 1.6% del PIB de 2019). Ello es ligeramente superior a los US\$3.200 millones que se vienen mencionando en las últimas semanas (equivalentes a unos \$10 billones).

Estas cifras resultan adecuadas para entrar a compensar los faltantes de financiamiento de la segunda y tercera ola de las 4G y también como respaldo a las obligaciones contingentes que puedan derivarse de las llamadas “Vigencias Futuras”. En efecto, Anif ha estimado que, de un total de Vigencias Futuras del 11% del PIB (en VPN), aquellas con probabilidad de alta concreción ascienden a cerca del 1% del PIB (ver <http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-infra-wpaper0119.pdf>).

En términos históricos, es relevante recordar que Anif le había sugerido a la Administración Uribe II (2006-2010) la venta de un 10% adicional de Ecopetrol al realizado en 2008-2009 bajo Uribe I. En esos momentos estimábamos que ese 10% ascendía a unos US\$3.500 millones (1.4% del PIB del momento), ver *Informe Semanal* No. 988 de agosto de 2009.

Lo anterior implica que no existen mayores discrepancias históricas respecto de los precios esperados de venta de Ecopetrol. Sin embargo, su valor de concreción dependerá en buena medida de la trayectoria de los precios del petróleo (en un año de alta incertidumbre global y con compleja geopolítica). Si, como estamos proyectando, el precio continuara recuperándose hasta promediar unos US\$72/barril-Brent a lo largo de 2019, no cabe duda de que estaríamos en un buen momento histórico para proceder en esta dirección de venta del 8.5% del valor de Ecopetrol ya aprobado por la Ley 1118 de 2006, con alta probabilidad de obtener valores equivalentes al 1.2% del PIB.

Atrás deben quedar los debates ideológicos sobre el doble error que fue haber destinado, bajo Uribe II y

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1794-2616

Febrero 4 de 2019



Pág. 3

Santos I-II, US\$8.000 millones a Reficar, cuya TIR difícilmente superará el 6%. Tampoco vale la pena “llorar sobre la leche derramada” proveniente de haber desacumulado, en épocas de bonanza petrolera de 2005-2008, los US\$2.600 millones que se llegaron a ahorrar en el fallido Fondo de Estabilización Petrolera de la época.

En materia de infraestructura, Anif ha venido repitiendo el siguiente *moto*: “para obras extraordinarias de infraestructura, se requieren recursos extraordinarios provenientes de la enajenación de activos del Estado”. Hace precisamente una década identificamos unos US\$5.000 millones que podrían provenir de dichas ventas de activos estatales (principalmente Ecopetrol e Isagen). Casi una década más tarde se concretó la venta de Isagen con su exitosa capitalización de la FDN (ver cuadro 1; *Informe Semanal* No. 1305 de marzo de 2016 y No. 1348 de enero de 2017).

Ojalá la Administración Duque tenga visión a este respecto y evalúe de forma seria y rápida estas alternativas que se le plantean a través de la enajenación de activos. Es claro, sin embargo, que estas ventas no sustituyen sino que vendrán a complementar los efectos de las reformas estructurales que se le han venido planteando en los frentes tributario, laboral, pensional y de justicia.

### Comportamiento de la acción de Ecopetrol

Se han cumplido doce años desde la emisión de acciones de Ecopetrol, tras haberse enajenado un 10% de su propiedad durante 2006-2007. Dicha emisión logró captar recursos por \$5.7 billones (unos US\$2.500 millones de la época) y se celebró entonces el haber incorporado a cerca de 500.000 personas naturales al mercado de renta variable. Se hablaba en ese enton-

**Cuadro 1. Efectos macroeconómicos y externos de la enajenación de Isagen (2016)**

			Con enajenación Isagen (1)	Sin enajenación Isagen (2)	Diferencia (3) = 1 - 2
<b>Sector externo</b>	<b>Déficit Cuenta Corriente</b>	US\$	12.559	9.559	+3.000
		% del PIB	4.5	3.5	+1.0
	<b>Inversión Extranjera Directa (IED)</b>	US\$	12.000	9.000	+3.000
		% del PIB	4.3	3.3	+1.0
<b>Sector real</b>	<b>Reservas Internacionales (RIN)</b>	US\$	46.675	43.675	+3.000
		% del PIB	16.5	15.5	+1.1
		RIN/CC	3.7	3.5	+0.2
		RIN/(CC + amort.)	1.37	1.26	+0.11
<b>Sector real</b>	<b>Importaciones</b>	US\$	42.912	39.912	+3.000
		Var. anual (%)	-17.7	-23.5	N.A.
	<b>PIB-real</b>	Var. anual (%)	1.8	1.2	+0.6
<b>Deuda</b>	<b>Deuda Externa (Pública + Privada)</b>	% del PIB	40.9	41.9	-1.0
	<b>Deuda Pública Consolidada (Interna+Externa)</b>	% del PIB	51.7	52.7	-1.0

Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República y Dane.



ces del “inicio de la democratización del Mercado de Capitales en Colombia”.

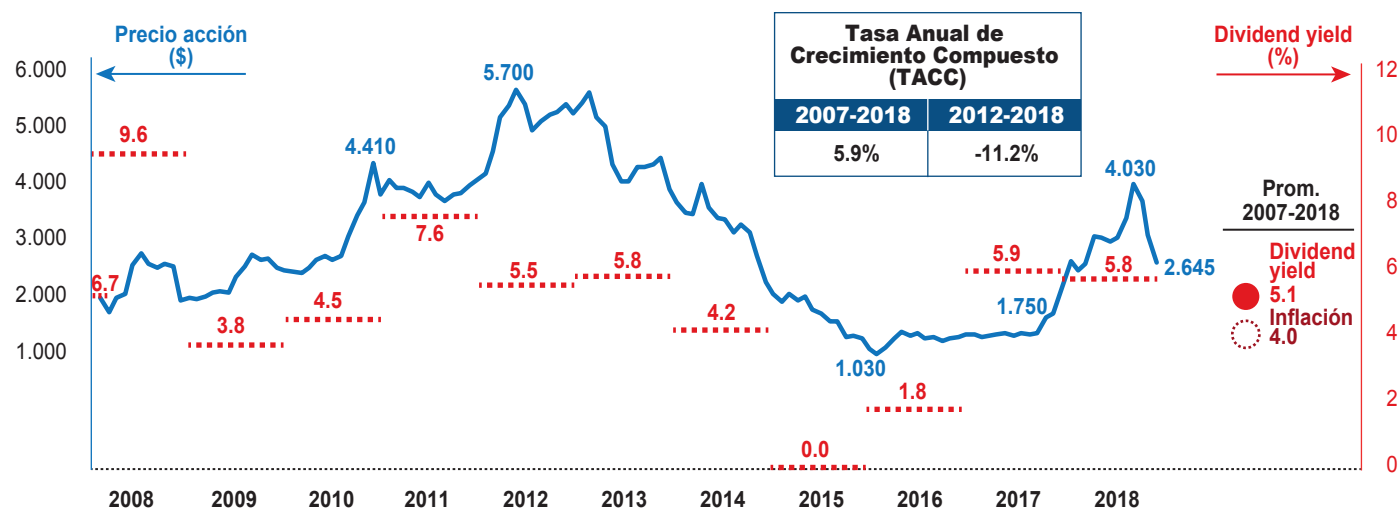
En particular, se quería hacer la “carambola” consistente en: i) profundizar el listamiento de dichas empresas “estrella” emisoras en el mercado de renta variable en Colombia, con potenciales ganancias en transparencia-eficiencia mediante mejoras en Gobierno Corporativo provenientes de la “disciplina del mercado”; y ii) despertar el interés de la clase media a dichas inversiones del Mercado de Capitales, logrando canalizar mayores recursos de ahorro.

Tras una década de tales sucesos, ¿qué es lo que realmente debemos estar festejando? Infortunadamente, la fiesta se ha aguado, siendo un componente importante el fin del súper ciclo de *commodities* del período 2014-2017. No obstante, se tuvo un respiro efímero a lo largo de 2018, cuando la acción re-

puntó de valores algo inferiores a los \$3.000/acción hacia los \$4.150/acción (hacia julio de 2018). Empero, durante el último trimestre del año anterior el precio del petróleo cayó un -35% (de US\$85 a US\$55 barril/Brent) y ello borró buena parte de esas ganancias, dejándola actualmente en cerca de esos mismos \$3.000/acción.

El gráfico 2 muestra cómo la acción de Ecopetrol se flotó a \$1.400 en 2007, valorizándose hasta picos cercanos a \$5.700 en 2012-2013. Sin embargo, el colapso de la estantería minero-energética de 2014-2017 implicó perder buena parte de esa valorización, llegando a mínimos de \$978 a mediados de 2016. Las utilidades de Ecopetrol rondaron los \$12 billones en 2018, mostrando un repunte importante frente a los \$7 billones de 2017 o las pérdidas de -\$4 billones de 2015. Ahora bien, regresar y sostener la franja de utilidades de los \$13-15 billones/anuales que se tuvieron en el período de auge 2012-2013 luce como una tarea demandante

**Gráfico 2. Comportamiento de la acción de Ecopetrol (2007-2018)**



Fuente: cálculos Anif con base en Ecopetrol y Bloomberg.

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1794-2616

Febrero 4 de 2019



Pág. 5

para Ecopetrol (ver *Comentario Económico del Día* 13 de diciembre de 2017).

A pesar de ello, el repunte de 2018 ha implicado que un “comprador devoto” (como lo han sido los ahorradores en las AFPs) ha tenido ganancias superiores al 6% real anual (tasa compuesta-TACC) durante la última década (2008-2018). Los pagos de dividendos han promediado niveles cercanos al 5% anual, prácticamente compensando la inflación de ese período, luego el *dividend yield* ha arrojado una rentabilidad de solo un 1% real anual para la acción de Ecopetrol durante 2007-2018.

Ahora bien, dicha conclusión se revierte al considerar un inversionista que hubiera adquirido acciones de Ecopetrol en el último quinquenio, atraído por el auge anterior, pues estaría reportando pérdidas del -11% en dicha inversión. Esto ha contribuido a la desazón de buena parte de los inversionistas, dadas las pérdidas cercanas al -5% por año evidenciadas en el Colcap durante 2012-2018.

### **Gobierno Corporativo-Eficiencia (a manera de conclusión)**

No sobra recalcar aquí que otra razón para pensar en la enajenación de acciones de Ecopetrol tiene que ver con sus dificultades para optimizar su operación. Son bien conocidos los constantes sabotajes a que son sometidas sus instalaciones, donde la Fiscalía ha tenido que intervenir seriamente para atajarlos; también se sabe que, a pesar de los progresos, sus esquemas de contratación siguen siendo deficientes, y claramente su experticia técnica aún deja que desear.

Aún está por resolverse el tema de tratamiento contable de los llamados *impairments* de Reficar, donde

la Contraloría (CGR) ha presentado reparos financieros. Debe tenerse en cuenta, a la hora de vender porciones de Ecopetrol, que la contabilidad NIIF permite una mejor valoración de activos (como en el caso de las reservas petroleras) cuando se presentan mejoras en los precios del petróleo (reversando los castigos contables que la misma CGR aceptó durante 2015-2016). También debe el gobierno analizar la conveniencia de enajenar el componente de transporte de crudo de su filial Cenit, la cual ha mostrado mejores resultados recientemente.

Las valoraciones de Cenit datan de unos cuatro años atrás, sugiriendo valores del orden de US\$8.000 millones cuando los precios internacionales y las reservas petroleras de Colombia eran superiores a las de hoy. Seguramente, una actualización de dicha valorización de Cenit arrojaría valores en el rango US\$4.000-6.000 millones, dadas esas menores reservas petroleras de Colombia y precios internacionales del petróleo más bajos. Así, una venta del 50% de Cenit podría alcanzar unos US\$3.000 millones. El gobierno deberá evaluar cuidadosamente si prefiere vender el 50% de Cenit o proceder con la idea de enajenar el 8.5% de Ecopetrol (arriba discutido).

En Ecopetrol persisten deficiencias operativas y de apalancamiento, siendo estos temas de preocupación por parte de bancos de inversión (ver Bank of America, 2017). Las ganancias en Gobierno Corporativo privado han resultado insuficientes para lograr (a pesar de la protección a los accionistas minoritarios) mejor focalización de las inversiones de Ecopetrol (con los conocidos casos de Reficar y Biomax arrojando TIRs tan bajas como un 4%-8% frente a proyecciones iniciales superiores al 15%-20%). Ojalá que las desinversiones de activos no estratégicos (tipo Isa y Propilco) mejoren la rentabilidad agregada de Ecopetrol.

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1794-2616



Pág. 6

Febrero 4 de 2019

## INDICADORES ECONÓMICOS

		\$MM <sup>(1)</sup>	CAMBIO PORCENTUAL ANUAL				FECHAS CLAVE FEBRERO 4 AL 8 DE 2019
			18 enero 2019	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	
1. Medios de pago (M1)		109.591	9.2	1.8	7.9	3.4	<b>LUNES 4</b>  <b>COL:</b> Índice de Precios al Productor, enero. <b>EE.UU:</b> órdenes de fábrica, diciembre. <b>U.E:</b> Índice de Precios al Productor, diciembre.
2. Base monetaria (B)		92.383	7.2	5.9	4.6	6.1	
3. Efectivo		61.212	10.4	4.3	8.3	7.7	
4. Cuentas corrientes		48.379	7.6	-1.1	7.5	-1.4	
5. Cuasidineros		339.821	3.5	6.0	5.1	6.7	<b>MARTES 5</b>  <b>COL:</b> Índice de Precios al Consumidor, noviembre. <b>COL:</b> exportaciones, diciembre. <b>EE.UU:</b> balanza comercial, diciembre. <b>EE.UU:</b> índice-PMI del sector de servicios, enero. <b>EE.UU:</b> índice no manufacturero-ISM, enero. <b>U.E:</b> índice-PMI del sector de servicios y compuesto de actividad total, enero. <b>U.E:</b> ventas al por menor, diciembre.
6. Total ahorro bancos comerciales		176.008	5.5	9.5	7.1	8.5	
7. CDTs		163.812	1.5	2.5	3.2	5.0	
8. Bonos		27.969	3.5	3.7	6.6	12.2	
9. M3		495.559	4.7	4.8	5.8	6.4	
10. Cartera total		422.939	5.6	4.9	4.5	5.0	
11. Cartera moneda legal		404.276	5.8	5.3	5.1	6.1	
12. Cartera moneda extranjera		18.662	0.7	-2.2	-5.6	-12.5	
13. Total bancos comerciales		409.825	5.5	4.8	4.4	4.9	
14. CFC		10.444	10.0	11.6	9.6	10.0	
15. TES		296.518	15.0	15.2	17.0	10.6	
16. I.P.C.	Dic		3.18	3.27	3.23	4.09	<b>MIÉRCOLES 6</b>  <b>COL:</b> Informe de Precios del Sector Agropecuario, enero.
17. I.P.C. sin alimentos	Dic		3.49	3.70	3.71	5.00	
18. I.P.C. de alimentos	Dic		2.43	2.22	2.05	1.92	
19. TRM (\$/US\$)	Feb4	3.102.61	8.64	13.50	11.27	-0.83	<b>JUEVES 7</b>  <b>Reino Unido:</b> reunión del Comité de Política Monetaria.  <b>VIERNES 8</b>  <b>EE.UU:</b> ventas al por mayor, diciembre.
VALORES ABSOLUTOS							
20. Reservas internacionales <sup>(2)</sup>			48.402	47.637	47.426	47.719	
21. Saldo de TES (\$MM)			296.518	292.754	298.323	257.804	
22. Unidad de Valor Real (UVR)	Feb4		261.32	260.71	260.04	253.22	
23. DTF efectiva anual	Feb4-Feb10		4.54	4.54	4.41	5.28	
24. Tasa interbancaria efectiva	Ene28-Feb1		4.25	4.25	4.25	4.52	

<sup>(1)</sup> Miles de millones de pesos. <sup>(2)</sup> Millones de dólares.