

EFFECTO DE LAS NOTICIAS ECONÓMICAS EN EL COMPORTAMIENTO DE LA
COTIZACIÓN DE LA ACCIÓN DE ECOPETROL DESDE SU EMISIÓN HASTA 2009
Y PROYECCIONES PARA 2010.

MARÍA ASTRID ESCORCIA SÁNCHEZ
JOHN COMAS NASSER

UNIVERSIDAD DE LA SABANA
INSTITUTO DE POSTGRADOS
ESPECIALIZACION EN FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES
ABRIL DE 2010

EFFECTO DE LAS NOTICIAS ECONÓMICAS EN EL COMPORTAMIENTO DE LA
COTIZACIÓN DE LA ACCIÓN DE ECOPETROL DESDE SU EMISIÓN HASTA 2009
Y PROYECCIONES PARA 2010.

MARÍA ASTRID ESCORCIA SÁNCHEZ
JOHN COMAS NASSER

Asesor:
JOSÉ RAFAEL BERNAL

UNIVERSIDAD DE LA SABANA
INSTITUTO DE POSTGRADOS
ESPECIALIZACION EN FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES
ABRIL DE 2010

CONTENIDO

| | |
|--|----|
| ÍNDICE DE TABLAS | 5 |
| ÍNDICE DE GRÁFICOS | 6 |
| INTRODUCCIÓN | 8 |
| 1. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN | 9 |
| 1.1. DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA..... | 9 |
| 1.2. PLANTEAMIENTO Y/O FORMULACIÓN DEL PROBLEMA..... | 9 |
| 1.3. JUSTIFICACIÓN..... | 9 |
| 1.4. DELIMITACIÓN DEL PROBLEMA..... | 10 |
| 2. OBJETIVOS | 11 |
| 2.1. OBJETIVO GENERAL..... | 11 |
| 2.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS | 11 |
| 3. MARCO DE REFERENCIA..... | 12 |
| 3.1. CONTEXTO ORGANIZACIONAL..... | 12 |
| 3.2. MARCO TEÓRICO | 12 |
| 3.3. MARCO NORMATIVO..... | 13 |
| 3.4. MARCO CONCEPTUAL | 14 |
| 4. METODOLOGÍA..... | 19 |
| 4.1. TIPO DE INVESTIGACIÓN..... | 19 |
| 4.2. RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN..... | 19 |
| 5. ENTORNO ECONÓMICO MUNDIAL | 20 |
| 6. ENTORNO ECONÓMICO COLOMBIANO | 36 |
| 7. COMPORTAMIENTO DEL PETRÓLEO | 43 |
| 7.1. COMPORTAMIENTO DEL PETRÓLEO 2007 | 47 |
| 7.2. COMPORTAMIENTO DEL PETRÓLEO 2008 | 49 |
| 7.3. COMPORTAMIENTO DEL PETRÓLEO 2009 | 52 |
| 8. ECOPETROL | 55 |
| 8.1. NEGOCIOS DE ECOPETROL..... | 56 |

| | | |
|-------|---|----|
| 8.2. | SITUACIÓN FINANCIERA DE ECOPETROL | 60 |
| 9. | EL PROCESO DE VENTA DE LAS ACCIONES DE ECOPETROL | 65 |
| 10. | COMPORTAMIENTO DEL PRECIO DE LA ACCIÓN DE ECOPETROL | 70 |
| 10.1. | CICLO NOVIEMBRE 2007 A MAYO 2008..... | 70 |
| 10.2. | CICLO MAYO 2008 A NOVIEMBRE 2008..... | 75 |
| 10.3. | CICLO NOVIEMBRE 2008 A AGOSTO 2009..... | 78 |
| 10.4. | CICLO AGOSTO 2009 A ENERO 2010 | 84 |
| 11. | PROYECCIÓN 2010 DE LA ACCIÓN DE ECOPETROL | 87 |
| 11.1. | PROYECCIÓN COTIZACIÓN..... | 91 |
| 12. | CONCLUSIONES | 94 |
| 13. | BIBLIOGRAFÍA | 96 |

ÍNDICE DE TABLAS

| | |
|---|----|
| Tabla 1. Producción y Consumo Mundial de Petróleo. | 43 |
| Tabla 2. Gestión Exploratoria Ecopetrol S.A. 2003 - 2008 | 56 |
| Tabla 3. Niveles de Producción Ecopetrol S.A. 2003 - 2008 | 58 |
| Tabla 4. Indicadores de Refinación Ecopetrol S.A. | 59 |
| Tabla 5. Indicadores de Transporte Ecopetrol S.A. | 60 |
| Tabla 6. Etapas del Proceso de venta de acciones Ecopetrol S.A..... | 65 |
| Tabla 7. Adquisiciones Ecopetrol S.A. | 88 |
| Tabla 8. Estado de Resultados Ecopetrol S.A. Estimado 2011..... | 90 |

ÍNDICE DE GRÁFICOS

| | |
|---|----|
| Gráfico 1. Crecimiento del PIB Mundial 2006 -2007 (Trimestral) | 20 |
| Gráfico 2. Evolución de los mercados de acciones 2006 – 2007 | 23 |
| Gráfico 3. Saldo Balanza Comercial Mundial 2006 – 2009 | 24 |
| Gráfico 4. Crecimiento del PIB Mundial 2006 -2008 (Trimestral) | 25 |
| Gráfico 5. Evolución de los mercados de acciones 2006 – Ene 2010..... | 29 |
| Gráfico 6. Crecimiento del PIB Mundial 2006 – Mar 2009 (Trimestral) | 30 |
| Gráfico 7. Tasa de Desempleo Mundial Mar 2006 – Nov 2009 | 33 |
| Gráfico 8. Crecimiento del PIB Colombiano 2006 – 2007 (Trimestral)..... | 36 |
| Gráfico 9. Inflación Colombiana 2006 - 2009 | 38 |
| Gráfico 10. Crecimiento del PIB Colombiano 2006 -2009 (Trimestral) | 40 |
| Gráfico 11. Tasa Desempleo Colombia Mar 2006 –Nov 2009..... | 41 |
| Gráfico 12. Distribución Geográfica del Petróleo 2009..... | 44 |
| Gráfico 13. Principales países productores de petróleo 2009. | 45 |
| Gráfico 14. Oferta y Demanda Mundial de Crudo 2006 - 2009 | 46 |
| Gráfico 15. Cotización WTI 2007..... | 47 |
| Gráfico 16. Cotización WTI 2008..... | 50 |
| Gráfico 17. Cotización WTI 2009..... | 53 |
| Gráfico 18. Éxito Exploratorio (Ene – Sep)..... | 56 |
| Gráfico 19. Producción Promedio (KBPED)..... | 57 |
| Gráfico 20. Producción Ecopetrol S.A..... | 57 |
| Gráfico 21. Producción Mensual 2009 (KBPED)..... | 58 |
| Gráfico 22. Cargas a la refinería (KBPD) Gráfico 23. Margen de refinación (USD/BL). | 59 |
| Gráfico 24. Estado de Resultados 2008 - 2009 | 60 |
| Gráfico 25. Balance General | 63 |
| Gráfico 26. Flujo de Caja Neta con Situación de Fondos 2009 | 63 |
| Gráfico 27. Resultados del Proceso de venta de acciones Ecopetrol S.A..... | 68 |
| Gráfico 28. Monto Solicitado por tipo de inversionistas | 68 |
| Gráfico 29. Monto Adjudicado por tipo de inversionista | 69 |
| Gráfico 30. Ecopetrol Vs. IGBC..... | 70 |
| Gráfico 31. Ecopetrol Vs. WTI Primer Ciclo | 73 |
| Gráfico 32. Ecopetrol Gráfico de Velas Primer Ciclo | 74 |
| Gráfico 33. Ecopetrol Vs. ADR | 75 |
| Gráfico 34. Ecopetrol Gráfico de Velas Segundo Ciclo | 77 |
| Gráfico 35. Ecopetrol Vs. WTI. Segundo Ciclo | 77 |
| Gráfico 36. Ecopetrol Vs. IGBC Noviembre 2008 - Agosto 2009 | 78 |
| Gráfico 37. Ecopetrol Vs. WTI - Dow Jones. Tercer Ciclo..... | 82 |
| Gráfico 38. Ecopetrol Gráfico de Velas. Tercer Ciclo (media 200) | 83 |
| Gráfico 39. Ecopetrol Gráfico de Velas Tercer Ciclo..... | 83 |
| Gráfico 40. Ecopetrol Gráfico de Velas. Cuarto Ciclo | 85 |

| | |
|--|----|
| Gráfico 41. Ecopetrol Vs. WTI. Cuarto Ciclo | 86 |
| Gráfico 42. Plan Inversiones 2010 Ecopetrol S.A. | 87 |
| Gráfico 43. Perforación Pozos Exploratorios | 88 |
| Gráfico 44. Proyección B/D Ecopetrol Vs. WTI USD/Barril..... | 89 |
| Gráfico 45. Ecopetrol Gráfico de Velas. Proyección..... | 93 |

INTRODUCCIÓN

La información suministrada en los medios de comunicación y en los sistemas de información financiera relacionadas a un activo financiero, al sector económico al que pertenece, a su composición accionaria, a las noticias económicas nacionales e internacionales, al conocimiento de la tasa de cambio, a las noticias políticas y de orden público, afectan de manera directa el comportamiento del precio de dicho activo.

Como consecuencia de lo anterior, el presente trabajo de investigación tiene como objetivo determinar el efecto de las noticias económicas en el comportamiento de la cotización de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta el año 2009 y su proyección para 2010; para lo cual se hace necesario contextualizar el entorno económico nacional e internacional.

Posteriormente, se analizará el comportamiento del petróleo desde el año 2007 hasta el 2009, identificando el comportamiento del título valor de la compañía desde su emisión hasta el año 2009.

Finalmente se pretende determinar la tendencia de la acción de Ecopetrol para el año 2010, mediante análisis fundamental y técnico basados en los resultados financieros y operativos correspondientes al año 2009, además del comportamiento histórico de la cotización del activo; esto proporcionará un referente importante a corto plazo del precio de la acción.

El mercado de capitales Colombiano ha registrado en la última década una gran transformación, sirviendo como motor a la economía nacional; motivo por el cual resulta relevante realizar una investigación relacionada con dicho mercado; para el desarrollo del presente trabajo se vio la necesidad de realizarlo en tres fases, descritas en la metodología, las cuales se encuentran encaminadas hacia el cumplimiento de los objetivos planteados y mencionados anteriormente, así como a la comprensión de las decisiones tomadas por la compañía y las opciones que tenía.

El alcance establecido para el presente trabajo de investigación, se enmarca en la relación existente entre las noticias económicas y el comportamiento del petróleo frente al comportamiento de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta el año 2009.

1. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

1.1. DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA

Analizar el efecto de las noticias económicas en el comportamiento de la cotización de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta el año 2009 y proyecciones para 2010, teniendo en cuenta factores como el riesgo de mercado, entorno económico mundial y local, comportamiento del petróleo y del dólar, perspectivas de la inversión en el país, comportamiento del sector y la profundidad y liquidez del mercado colombiano.

1.2. PLANTEAMIENTO Y/O FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

¿Cuál es el efecto de las noticias económicas en el comportamiento de la cotización de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta el año 2009 y proyecciones para 2010?

1.3. JUSTIFICACIÓN

Durante los últimos años, el mercado de valores en Colombia ha registrado un fuerte crecimiento como consecuencia de la evolución presentada en la economía nacional. Dicho mercado, se ha convertido en una palanca del desarrollo del país, permitiendo a empresas públicas y privadas, grandes y medianas, tener una opción diferente de obtención de recursos, que les permite disminuir los costos de financiación, ya sea para liquidez, pago de deudas o inversión en crecimiento de su infraestructura.

Por lo anterior, y teniendo en cuenta la importancia y el peso que representa la acción de Ecopetrol en el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia -IGBC-, además del gran número de nuevos inversionistas que poseen este título, pero que carecen de un conocimiento básico para la toma de decisiones; el presente trabajo de investigación pretende realizar un aporte que permita entender el efecto de las noticias económicas en el comportamiento de la cotización de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009 y su proyección para 2010.

Durante el 2007, Ecopetrol decide capitalizar el 10%¹ de la compañía en 482.941 accionistas. Dicha operación se registró como la emisión de acciones más grande de América Latina durante los últimos 15 años.

Las acciones entraron en circulación en la Bolsa de Valores de Colombia -BVC- el 27 de Noviembre de 2007, y para segundo trimestre del año 2008 entra al IGBC con una participación de 18,3%, seguida por la acción de Suramericana con 12,1%. Para el primer

¹ ECOPETROL (2008) Carta Petrolera. Edición 118. Febrero 2008

trimestre del año 2009, la petrolera logró una participación máxima dentro de la canasta de 50,9%.

Para el segundo trimestre del año 2010, Ecopetrol continúa siendo la acción más representativa dentro de la canasta del IGBC con una participación del 19,6%.

1.4. DELIMITACIÓN DEL PROBLEMA

El presente trabajo de investigación aplicada busca establecer el análisis del efecto de las noticias económicas en el comportamiento de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta el año 2009 y su proyección para 2010.

2. OBJETIVOS

2.1.OBJETIVO GENERAL

Determinar el efecto de las noticias económicas en el comportamiento de la cotización de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009 y su proyección para 2010.

2.2.OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Recopilar y analizar la información suministrada por las noticias macroeconómicas nacionales e internacionales y de las directamente relacionadas con Ecopetrol desde la emisión de la acción de la compañía hasta 2009.
- Realizar un análisis del comportamiento del petróleo del 2007 al 2009.
- Identificar el comportamiento del título valor de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009.
- Realizar un análisis técnico y fundamental de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009.
- Identificar la tendencia de la acción de Ecopetrol para 2010.

3. MARCO DE REFERENCIA

3.1.CONTEXTO ORGANIZACIONAL

Ecopetrol S.A. es la empresa más grande de Colombia² y la principal compañía petrolera del país. Por su tamaño, pertenece al grupo de las 39 petroleras más grandes del mundo y es una de las cinco principales de Latinoamérica.

Ecopetrol S.A tiene la participación mayoritaria de la infraestructura de transporte y refinación del país; posee el mayor conocimiento geológico de las diferentes cuencas; cuenta con una respetada política de buena vecindad entre las comunidades donde se realizan actividades de exploración y producción de hidrocarburos, es reconocido por la gestión ambiental y, tanto en el *upstream*³ como en el *downstream*⁴, ha establecido negocios con las más importantes petroleras del mundo.

Así mismo, cuenta con campos de extracción de hidrocarburos en el centro, el sur, el oriente y el norte de Colombia, dos refinерías, puertos para exportación e importación de combustibles y crudos en la costa Pacífica y Atlántica, y una red de transporte de 8.500 kilómetros de oleoductos y poliductos a lo largo de toda la geografía nacional, que intercomunican los sistemas de producción con los grandes centros de consumo y los terminales marítimos.

3.2.MARCO TEÓRICO

En los últimos años la información como área de la teoría económica ha registrado un fuerte crecimiento. Los postulados relacionados con esta teoría, han puesto de manifiesto cómo la información en los mercados puede influir de manera significativa en la asignación de los recursos y en las decisiones que los agentes económicos toman al realizar una transacción.

La teoría económica actual, asume que los agentes participes de una economía poseen información completa y compleja, sin tener en cuenta las posibles fallas que se pueden generar en los mercados, tales como las situaciones en las que un agente conoce algo que otro desconoce (Varian, 1998).

² Clasificación por ventas registradas 2008. Revista Semana *Las 100 Empresas más grandes de Colombia*. Edición 1409. Mayo 2 del 2009

³ Hace referencia a la búsqueda, reconocimiento y producción del petróleo y el gas natural

⁴ Hace referencia al proceso de refinерía del petróleo o venta y distribución del gas natural

En los mercados financieros las características de la información se dan principalmente por el conocimiento de precios. “Los mercados financieros son procesadores y diseminadores de información extraordinariamente eficaces y eficientes” (Landsburg, 2001).

Merton (2003), explica como se refleja la información en los precios de los activos, basado en la hipótesis de que los mercados son eficientes. En condiciones normales, el precio de una acción sube como consecuencia de la divulgación de noticias relacionadas con el horizonte de la empresa.

El autor supone el ejemplo que la empresa E realiza el anuncio que descubrió la cura al resfriado, con lo cual probablemente el precio de la acción se incremente. De forma contraria, si un juez fallará en contra de la empresa E por una demanda que exigirá una compensación significativa, con el fin de indemnizar a algunos clientes que se vieron perjudicados con uno de sus medicamentos, el precio de la acción seguramente disminuya.

En el ejemplo enunciado por Merton, indica que las personas poseedoras de las acciones de dicha empresa reaccionan a los factores que determinan el precio de la acción. Así mismo, si el precio del activo no cambia con un anuncio importante, el autor argumenta que la información ya estaba reflejada en el precio de la acción.

3.3.MARCO NORMATIVO⁵:

La Ley 1118 de 2006 autorizó la emisión de acciones de Ecopetrol a ser colocadas a través de un programa de emisión y colocación con el objetivo de ofrecerlas en el través de un programa de emisión y colocación con el objetivo de ofrecerlas en el mercado público de valores y sean suscritas por personas naturales o jurídicas. Una vez emitidas y colocadas total o parcialmente las acciones de qué trata la Ley 1118 de 2006, Ecopetrol quedaría organizada como una sociedad de economía mixta de carácter comercial, del orden nacional, vinculada al Ministerio de Minas y Energía.

Según la Ley 489 de 1998, las sociedades de economía mixta son organismos autorizados por la ley, constituidos bajo la forma de sociedades comerciales con aportes estatales y de capital privado, que desarrollan actividades de naturaleza industrial o comercial conforme a las reglas de Derecho Privado, salvo las excepciones que consagra la ley.

Las inversiones temporales de carácter financiero no afectan su naturaleza jurídica ni su régimen.

Se destaca en su párrafo, que los regímenes de las actividades y de los servidores de las sociedades de economía mixta en las cuales el aporte de la Nación, de entidades territoriales y de entidades descentralizadas, sea igual o superior al noventa (90%) del capital social es el de las empresas industriales y comerciales del Estado.

⁵ ECOPETROL (2007). Reglamento del Programa de Emisión y Colocación. Bogotá, 2007.

3.4.MARCO CONCEPTUAL

Con el fin de dar una lectura más clara de los temas relacionados en el presente trabajo de investigación; a continuación se relacionan los conceptos que serán desarrollados en el mismo, para brindar una comprensión amplia de los asuntos tratados en el presente documento:

Acción: Título que establece la participación que su poseedor tiene en el capital de una empresa, como consecuencia, su titular es propietario y socio capitalista de la compañía en proporción al monto de acciones que posea.

Clasificación De Acciones: Para la descripción de este aparte se hace necesario tener en cuenta la tipificación de las acciones.

Acción Ordinaria: Acción que tiene la característica de conceder a su titular ciertos derechos de participación en la sociedad emisora entre los cuales está el de percibir dividendos, y el voto en la Asamblea.

Acción Preferencial: Acción que da a su poseedor prioridad en el pago de dividendos y/o en caso de disolución de la empresa, el reembolso del capital. Tiene prerrogativas de carácter económico que pueden ser acumulativas, según los estatutos. No da derecho a voto en las Asambleas de los accionistas, excepto cuando se especifica este derecho a cuando ocurren eventos especiales como la no declaración de dividendos preferenciales.

Acción Privilegiada: Esta clase de acciones otorga a su titular, además de los derechos consagrados para las acciones ordinarias, los siguientes privilegios: Un derecho preferencial para su reembolso en caso de liquidación hasta concurrencia de su valor nominal; un derecho a que de las utilidades se les destine, en primer término, una cuota determinable o no. La acumulación no podrá extenderse a un período superior a 5 años; cualquier otra prerrogativa de carácter exclusivamente económico. En ningún caso podrán otorgarse privilegios que consistan en voto múltiple, o que priven de sus derechos de modo permanente a los propietarios de acciones comunes

ADR (American Depositary Receipts): Certificados negociables que se cotizan en uno o más mercados accionarios, diferentes del mercado de origen de la emisión y constituyen la propiedad de un número determinado de acciones. Fueron creados por Morgan Bank en 1927 con el fin de incentivar la colocación de títulos extranjeros en Estados Unidos. Cuando la negociación se va a realizar en dicho país se constituyen American Depositary Receipts ADR, y cuando se pretende su transacción fuera de los Estados Unidos, se establecen programas de Global Depositary Receipts -GDR.

Apreciación: En economía, se refiere al aumento en el valor de una moneda, está relacionado con distintos factores de la economía de un país como deflación, aumento del poder adquisitivo, entre otros. El valor de la moneda varía constantemente en el día a día y está regido por la oferta y demanda.

Balanza Comercial: Diferencia que hay entre las exportaciones e importaciones de bienes de un país, no incluye comercio internacional de servicios. Si las exportaciones son mayores que las importaciones existe un superávit comercial y si las importaciones son mayores que las exportaciones existe un déficit comercial.

Balanza de Pagos: Cuenta del sector externo del sistema de Cuentas Nacionales, expresada en dólares, donde se registran las transacciones económicas de un país con el exterior. Entre estas se encuentran las transacciones de compra y venta de mercancías, los movimientos de capital y las transferencias. Además, sintetiza los cambios en la posición financiera de los residentes de un país frente a los no residentes. La Balanza de Pagos está compuesta por la Cuenta Corriente, por la Cuenta de Capitales, el movimiento en las Reservas Internacionales y un renglón donde se anotan los errores y omisiones.

Bursatilidad Accionaria: Mide la dinámica de una acción, basada en el grado de facilidad para comprarla o venderla en el mercado secundario. Este índice es divulgado mensualmente por la Superintendencia de Valores.

COLCAP: Es un índice del mercado bursátil que refleja las variaciones de los precios de las acciones más liquidas de la Bolsa de Valores de Colombia BVC. La canasta de acciones que tiene en cuenta este índice se compone de 20 compañías y el nivel de ponderación de cada empresa se determina por su capitalización bursátil ajustada.

COL20: Es un indicador de liquidez de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Este índice refleja las variaciones de los precios de las 20 acciones más líquidas que se transan en la BVC, de esta forma la ponderación de cada compañía dentro del índice está determinado por su nivel de liquidez.

Cuenta Corriente: Cuenta perteneciente a la Balanza de Pagos, donde se registran sistemáticamente la entrada y salida de divisas de un país con el exterior, por concepto de compra y venta de mercancías y servicios. Además, en ella se consignan las utilidades obtenidas de operaciones extranjeras, intereses y pagos de transferencia. La Cuenta Corriente está conformada por la Balanza Comercial, la Balanza de Servicios y las Transferencias.

Déficit Externo: Saldo negativo de la balanza de pagos, resultado de un flujo de ingresos externos menores a los egresos.

Déficit Fiscal: Es el exceso de los egresos sobre los ingresos, ya sea, del sector público consolidado, del gobierno central o del sector público no financiero.

Demanda Interna: Cantidad total de bienes y servicios demandados por los residentes en el país.

Depreciación: En términos cambiarios es la disminución del valor o precio de un bien, debido al aumento de la tasa de cambio bajo un régimen cambiario flexible. En términos

contables, la depreciación es una reducción del activo fijo, sea en cantidad, calidad, valor o precio, debida al uso, a la obsolescencia o sólo por el paso del tiempo. La depreciación se mide anualmente, y depende de los factores ya mencionados, así como del precio de compra y la duración estimada del activo.

Depreciación de la Moneda: Hace referencia a la caída en el precio de la moneda nacional en términos de la moneda nacional de otro país; es decir, cuando la moneda nacional pierde valor respecto a una moneda de otra nación, bajo un régimen de flotación libre de la tasa de cambio.

Desaceleración Económica: Disminución temporal del ritmo de crecimiento de la actividad económica.

Downstream: Hace referencia al proceso de refinería del petróleo o venta y distribución del gas natural.

Exportaciones Netas: El valor de los bienes y servicios vendidos en el extranjero menos el valor de los bienes y servicios comprados al resto del mundo.

IGBC: Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia, el cual es el resultado de ponderar las acciones más líquidas y de mayor capitalización que se negocian en la Bolsa, es decir aquellas que tienen una mayor rotación y frecuencia. Aquellas acciones que tengan una rotación mayor a 0,5% semestral y una frecuencia superior a 40% en el trimestre anterior, son incluidas dentro del IGBC. Este índice opera desde la fusión de las tres bolsas bursátiles que existían en 2001: Bogotá, Medellín y Occidente. Trimestralmente se recalcula la composición del IGBC y se obtiene una nueva canasta de acciones.

Inflación: Se define como el incremento sostenido y generalizado en el nivel de precios de una economía. En Colombia, la inflación es calculada mensualmente por el DANE sobre los precios de una canasta básica de bienes y servicios de consumo. Con base en éstas se calcula un índice denominado Índice de precios al Consumidor (IPC). La inflación corresponde a la variación periódica de ese índice.

Liquidez: Hace referencia a la facilidad con que un activo puede convertirse en dinero.

Martillo o Remate Público de Valores: Mecanismo bursátil para la realización de subastas públicas de paquetes de títulos valores, el cual garantiza la libre concurrencia del mercado y la adecuada formación de precios, mediante la aplicación de un procedimiento especial de puja.

Mercado Cambiario o de Divisas: Aquel que permite a la banca comprar y vender billetes y monedas extranjeras (divisas), sea para cubrir las operaciones comerciales o para fines especulativos de financiación, garantía e inversiones internacionales.

Mercados Emergentes: Los mercados de países en vías de desarrollo reciben el nombre de emergentes. Actualmente se consideran emergentes los mercados del sudeste asiático, de latinoamérica y de los países europeos del antiguo bloque comunista.

OPA (Oferta Pública de Adquisición de Acciones): Consiste en la proposición de compra por parte de un accionista importante de la totalidad o parte de las acciones de una empresa que cotiza. Si el objetivo es la toma de control, la OPA puede ser pactada con quienes en ese momento dirigen la sociedad. El problema surge cuando no hay acuerdo y el comprador pretende tomar el control de forma hostil. En ese caso, el accionista que lanza la OPA propone un precio superior al que tiene en bolsa en ese momento. De este modo, los accionistas se animarán a vender sus títulos, porque a cambio recibirán un precio ventajoso. Si los gestores rechazan la OPA, tendrán que conseguir el apoyo de la mayoría del capital. De lo contrario, perderán el control de la sociedad. El inversor que lanza una OPA suele aprovechar para hacerlo en épocas en que las cotizaciones están bajas para así abaratar al máximo el coste de la operación.

PER (Price Earnings Ratio): Índice bursátil que resulta de dividir la cotización en Bolsa de una acción por el beneficio neto, después de impuestos, correspondientes a cada acción en el ejercicio, es decir, es el número de veces que el beneficio neto está contenido en el precio de la acción.

PIB (Producto Interno Bruto): Es el valor monetario total de la producción corriente de bienes y servicios de un país durante un período (normalmente es un trimestre o un año). El PIB es una magnitud de flujo, pues contabiliza sólo los bienes y servicios producidos durante la etapa de estudio. Además el PIB no contabiliza los bienes o servicios que son fruto del trabajo informal (trabajo doméstico, intercambios de servicios entre conocidos, etc.).

Precio de Mercado: Es el precio al que un bien o servicio puede adquirirse en un mercado concreto y se establece mediante la ley de la oferta y la demanda conforme a las características del mercado en cuestión.

Precio Nominal: Valorar un producto a precios nominales o corrientes significa considerar el precio efectivamente pagado por el producto, expresada en moneda del mismo período en el que se está realizando la transacción. Es decir, el precio del cobre considerado es el precio que tuvo el producto en cada uno de los años analizados.

Título Valor: Según el artículo 619 del Código de Comercio de Colombia, son los documentos necesarios para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo que en ellos se incorpora. Dichos títulos pueden ser de contenido crediticio, corporativos o de participación, y de tradición o representativos de mercancías.

Upstream: Hace referencia a la búsqueda, reconocimiento y producción del petróleo y el gas natural.

Valor Patrimonial de la Acción: Es el valor en libros o intrínseco de la acción. Resultante de dividir el patrimonio de la empresa entre el número de acciones.

4. METODOLOGÍA

Con el fin de realizar un análisis del efecto de las noticias económicas con el comportamiento de la cotización de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009 y proyecciones para 2010, se propone el siguiente énfasis.

FASE I:

Durante esta fase, se analizará para el periodo comprendido entre el año 2006 y el 2009 del entorno económico internacional y del entorno económico colombiano. De igual forma se hará una descripción del comportamiento del petróleo desde 2007 hasta 2009.

FASE II:

En el desarrollo de esta fase, se hará una descripción general de Ecopetrol y el proceso de capitalización de la compañía; las opciones latentes que tuvo antes de llevar a cabo dicho proceso y los motivos que la llevaron a decidirse por la emisión de sus acciones.

FASE III:

En la última fase se analizará el comportamiento de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009 mediante un análisis técnico y fundamental de la misma. En esta fase también, se hará un pronóstico basado en la información procesada con anterioridad, de la tendencia que tomará durante el 2010 el precio de la acción de Ecopetrol.

4.1.TIPO DE INVESTIGACIÓN

El presente trabajo de grado se realiza bajo la modalidad de investigación documental - aplicada, ya que se analiza información escrita sobre el tema de objeto de estudio, así mismo, se utilizaron los conocimientos en la práctica, pero con el objetivo de adquirir conocimientos nuevos orientados a un objetivo práctico determinado.

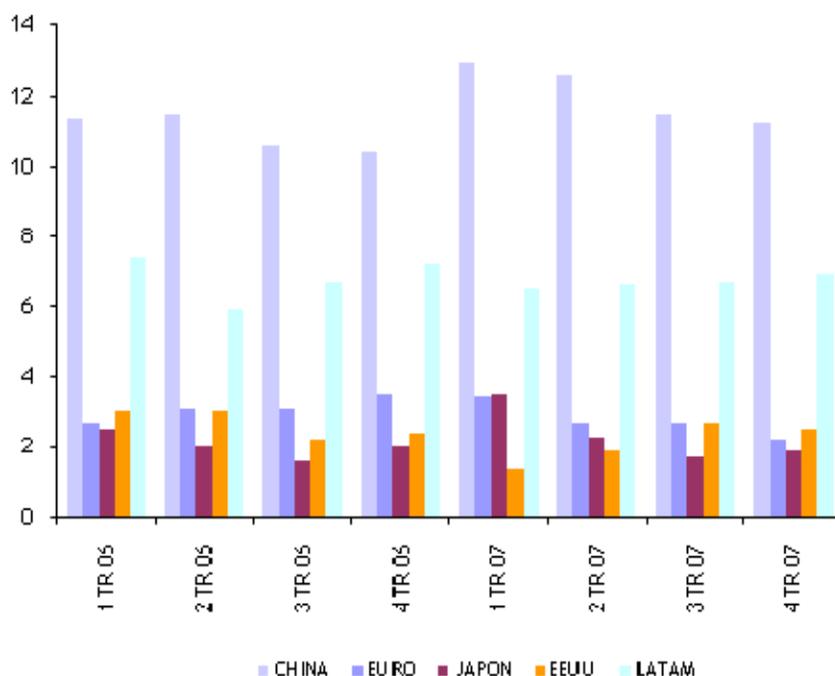
4.2.RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN

La información usada en el desarrollo del presente trabajo de investigación es de fuente secundaria, pues se tuvo en cuenta el material impreso relacionado; por otra parte se hizo uso de técnicas observacionales a través de medios electrónicos.

5. ENTORNO ECONÓMICO MUNDIAL⁶

El crecimiento económico mundial se aceleró de 4,9% en 2005 a 5,4% en 2006, lo cual supuso un cuarto año consecutivo de vigorosa expansión mundial. Además, la expansión fue más equilibrada, ya que la desaceleración de la economía de Estados Unidos se vio compensada por un afianzamiento del crecimiento en otras regiones. En los países de mercados emergentes, las favorables condiciones financieras internacionales y, en muchos casos, los precios elevados de los productos básicos permitieron un ritmo de crecimiento especialmente rápido. La inflación en los países avanzados disminuyó en el segundo semestre de 2006 al descender los precios del petróleo de los máximos que alcanzaron en agosto.

Gráfico 1. Crecimiento del PIB Mundial 2006 -2007 (Trimestral)



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

Los desequilibrios en cuenta corriente siguieron siendo significativos. El déficit externo de Estados Unidos se estabilizó en 6,5% del Producto Interno Bruto -PIB- en 2006, con una disminución acentuada hacia finales de año. Los superávits de los países exportadores de

⁶ FMI (2007). Informe Anual 2007. *Por una economía mundial para todos*. FMI (2008). Informe Anual 2008. *Por una economía mundial para todos*. FMI (2009). Informe Anual 2009. *La lucha contra la crisis mundial*.

petróleo de Asia oriental continuaron aumentando, en tanto que los déficits se agravaron en los países europeos occidentales y de mercados emergentes⁷ y en las economías de mercados emergentes de rápido crecimiento, como India.

En Estados Unidos la desaceleración del crecimiento fue notable, de una tasa anual de 2,5% en el segundo semestre de 2006 a 0,6% en el primer trimestre de 2007, y obedeció sobre todo a disminuciones en las exportaciones netas, las existencias y la inversión en viviendas. Pese a que el crecimiento de las exportaciones siguió siendo sólido, el aumento acelerado de las importaciones anuló algunas de las mejoras registradas en la balanza de pagos después de agosto de 2006.

Las mayores importaciones de petróleo representaron más de la mitad del crecimiento de las importaciones. La inversión empresarial también se frenó. No obstante, el consumo privado siguió siendo firme, apoyado por el continuo crecimiento del empleo y la subida de los precios de las acciones.

La actividad económica en la zona euro cobró impulso durante el mismo período. El dinamismo de la inversión y de las exportaciones netas empujó el crecimiento del PIB a 2,5% (tasa anual desestacionalizada) en el primer trimestre de 2007, es decir, casi el doble de la cifra de 2005 y la tasa más alta desde 2000, mientras que el gasto de consumo se desaceleró significativamente, debido en parte al efecto del aumento del impuesto sobre el valor agregado en Alemania.

La expansión económica de Japón sufrió una desaceleración transitoria a mediados de 2006, causada sobre todo por una contracción inesperada del consumo, pero el crecimiento repuntó con fuerza en el cuarto trimestre de 2006 al recuperarse la demanda interna. El crecimiento permaneció por encima del potencial pese a una moderación del ritmo de la actividad a comienzos de 2007.

La actividad económica en los países emergentes de Asia siguió expandiéndose con rapidez, y China e India marcaron la pauta con su vigoroso crecimiento. En China, el PIB real creció un 10,7% en 2006. El ritmo de inversión en activos fijos se frenó en el segundo semestre de 2006, pero se reactivó a comienzos de 2007. El crecimiento de 9,7% registrado en India en 2006 se apoyó en la auge del consumo y, sobre todo, de la inversión. En las economías recientemente industrializadas (Corea, la provincia china de Taiwan, la RAE de Hong Kong y Singapur), la capacidad de recuperación de la demanda externa estimuló la actividad, en particular en el sector de los artículos electrónicos. El crecimiento del PIB también mejoró en las cuatro economías del grupo ASEAN-4 (Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia).

El crecimiento en América Latina se aceleró de 4,6% en 2005 a 5,5% en 2006, lo que sitúa la tasa media de crecimiento de los últimos tres años en 5,5%, la cifra más alta desde

⁷ Según el FMI, esta designación abarca Bulgaria, Croacia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca, Rumania y Turquía.

finales de los años setenta. El crecimiento repuntó en Brasil y México, pero se mantuvo por debajo del promedio regional. Conforme avanzó la recuperación de América Latina, la demanda interna fue convirtiéndose en el principal motor de crecimiento. Las exportaciones netas han ejercido una presión a la baja sobre la actividad, en parte como consecuencia del menor crecimiento en Estados Unidos, que es el principal socio comercial de la región, aunque los exportadores de productos básicos siguieron beneficiándose del dinamismo de los precios mundiales de esos productos.

En las economías emergentes de Europa, el crecimiento ascendió a 6% en 2006. La demanda interna subió gracias a que el consumo se vio estimulado por el creciente nivel del empleo y de los salarios reales. Los déficits en cuenta corriente continuaron aumentando, aunque en la mayoría de los casos se financiaron sin dificultad con afluencias bancarias y con inversión extranjera directa. Sin embargo, la preocupación por los grandes déficits externos en Hungría y Turquía dio lugar a presiones bajistas sobre los tipos de cambio de ambos países y a un endurecimiento de las políticas monetarias. En la Comunidad de Estados Independientes —el grupo compuesto por 12 antiguas repúblicas soviéticas— el alza de los precios del petróleo y los productos básicos no combustibles alentaron la continua y rápida expansión de la actividad económica.

Para los países de Oriente Medio que exportan petróleo, el 2006 fue otro año de crecimiento fuerte, con sólidos saldos externos y fiscales. Los ingresos petroleros siguieron aumentando con rapidez, el sector no petrolero mantuvo su ímpetu y los gobiernos planificaron gastos importantes en programas sociales e inversión en los sectores petrolero y no petrolero.

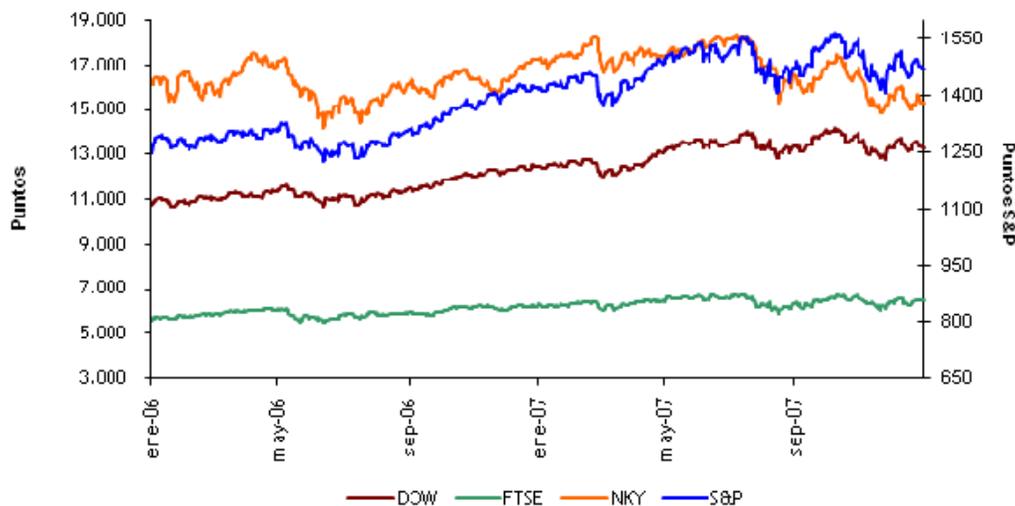
En África subsahariana el crecimiento se moderó en cierta medida en 2006 pero siguió siendo robusto, y los factores que lo impulsaron fueron la inversión interna, el aumento de la productividad y, en menor grado, el consumo del gobierno. Los mayores ingresos petroleros y el alivio de la deuda respaldaron el gasto público en muchos países. La inflación permaneció bajo control en la mayoría de los países, gracias a la aplicación de políticas macroeconómicas prudentes y a otra buena cosecha.

En los mercados cambiarios, la desaceleración del crecimiento en Estados Unidos contribuyó a la caída del dólar de EE.UU. Entre mayo de 2006 y finales de abril de 2007, el dólar de EE.UU. se depreció 8,4% frente al euro y 9,5% frente a la libra esterlina. El yen también volvió a debilitarse a medida que las bajas tasas de interés estimulaban la salida de capitales.

Durante 2007, la estabilidad de los mercados financieros siguió estando acompañada por las favorables perspectivas de la economía mundial. Pese a episodios de nerviosismo en mayo y junio de 2006 y luego en febrero y marzo de 2007, la volatilidad del mercado permaneció en niveles bajos. Los desencadenantes del último episodio fueron una serie de factores en medio de una creciente preocupación por el efecto de la rápida desaceleración del mercado inmobiliario estadounidense en los valores vinculados a la vivienda, dado el

aumento de los atrasos y las tasas de incumplimiento de pago de las hipotecas, sobre todo de las otorgadas a prestatarios de menor calidad (alto riesgo).

Gráfico 2. Evolución de los mercados de acciones 2006 – 2007



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

Los diferenciales de los bonos empresariales permanecieron en niveles bajos, durante 2007. La solidez de los balances de las empresas, con amplias reservas de efectivo, dio lugar a una ola de fusiones y adquisiciones de compañías. Este fenómeno, junto con las inesperadamente altas utilidades que obtuvieron las empresas, contribuyó a los rendimientos de dos cifras registrados en la mayoría de los mercados bursátiles mundiales, con la notable excepción de Japón.

En los mercados emergentes⁸, los diferenciales de rendimiento se redujeron a mínimos históricos. El mercado se sustentó en las continuas mejoras de la calidad del crédito (los ascensos de categoría fueron mucho más numerosos que los descensos), más acuerdos de recompra de deuda soberana y la disminución de las emisiones soberanas. Los inversionistas mundiales asignaron más activos en los mercados emergentes locales. Los flujos netos a los mercados bursátiles emergentes fluctuaron. Concretamente, se observaron salidas fuertes durante las correcciones de mayo y junio de 2006 y febrero y marzo de 2007, registrándose las salidas más acusadas en los mercados que habían acaparado más flujos. Sin embargo, los valores bursátiles en los mercados emergentes arrojaron rendimientos importantes, reflejados en un aumento de 15,2% en el índice MSCI⁹ de acciones en moneda local de los mercados emergentes entre el 1 de mayo de 2006 y finales de abril de 2007.

⁸ Las economías de mercados emergentes comprenden principalmente países en desarrollo en que los mercados de capitales han avanzado lo suficiente como para atraer inversión extranjera de cartera y para obtener volúmenes significativos de préstamos en los mercados internacionales de capital.

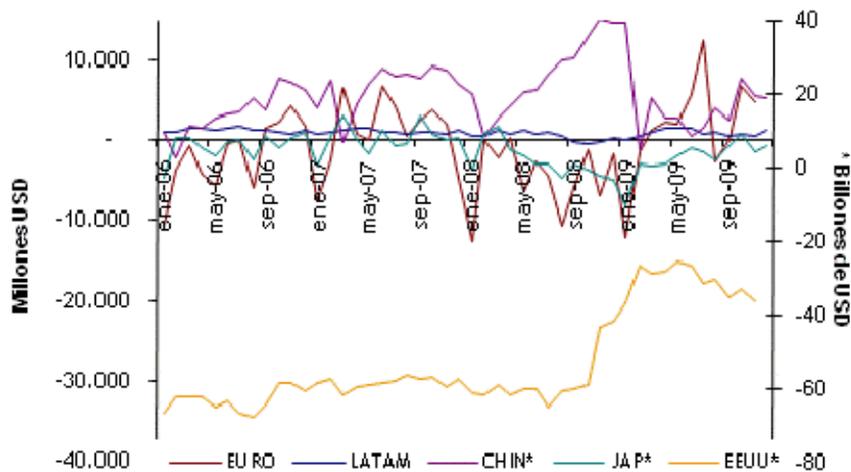
⁹ Por sus siglas en inglés *Morgan Stanley Capital Index*.

Por otra parte, el curso de la economía mundial durante el ejercicio 2008 estuvo marcado por la interacción de tres hechos decisivos: la crisis financiera se profundizó y enfrió el crecimiento de algunas economías avanzadas, el crecimiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo continuó, y las presiones inflacionarias se intensificaron en el mundo entero, alimentadas en parte por el aumento vertiginoso de los precios de las materias primas.

En términos globales, el PIB mundial medido a tipos de cambio ajustados según la paridad del poder adquisitivo -PPA- aumentó 4,9% en 2007, el cuarto año con un registro muy superior a la tendencia. Sin embargo, en el cuarto trimestre de 2007 la actividad comenzó a debilitarse en las economías avanzadas y particularmente en Estados Unidos, donde la crisis del mercado de hipotecas de alto riesgo golpeó a un amplio abanico de mercados e instituciones financieras. Aunque la desaceleración también se hizo sentir a partir de ese mismo trimestre en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, no les impidió conservar un vigor histórico en todas las regiones.

Los mercados cambiarios también se vieron afectados por la evolución de las condiciones financieras. El tipo de cambio efectivo real del dólar de EE.UU. entró en una baja pronunciada a mediados de 2007, cuando la inversión extranjera en títulos estadounidenses, enfrentada a las perspectivas de crecimiento poco alentadoras de Estados Unidos y a la expectativa de recortes de las tasas de interés, comenzó a retroceder. Las monedas de varios países con elevados superávits en cuenta corriente —como China y los exportadores de petróleo de Oriente Medio— siguieron sometidas a un régimen controlado. La principal contrapartida de la depreciación del dólar fue la apreciación del euro, del yen y de otras monedas de flotación libre como el dólar canadiense y las divisas de algunos mercados emergentes.

Gráfico 3. Saldo Balanza Comercial Mundial 2006 – 2009

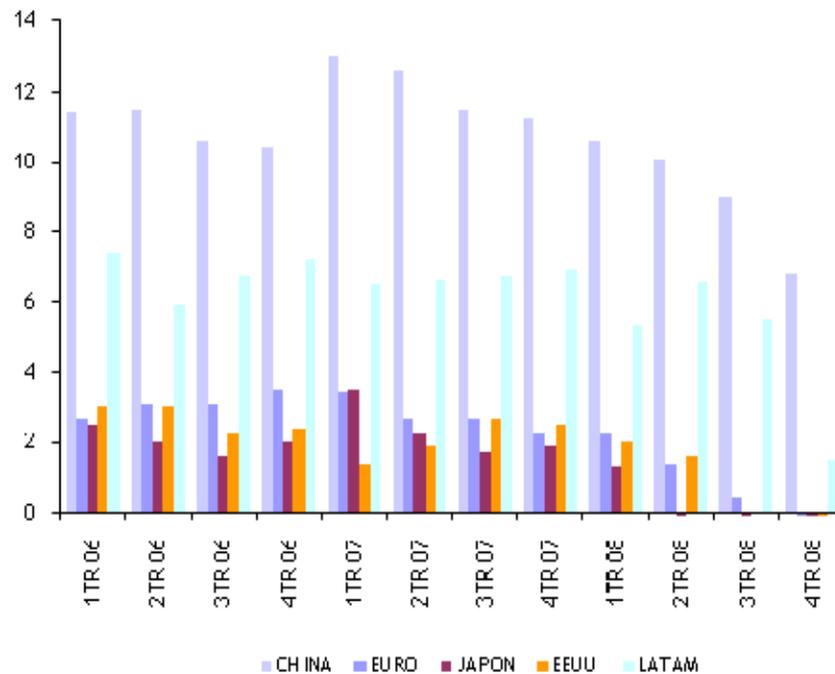


Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.
* Cifras Billones en Billones USD

La subida empinada de los precios de las materias primas, sobre todo los alimentos y el petróleo, arrastró consigo el nivel general de inflación, con repercusiones en la inflación básica, en particular en las economías de mercados emergentes. El encarecimiento de los alimentos comprimió el ingreso real, especialmente en los países que dedican a la alimentación un porcentaje mayor de las canastas de consumo. Y mientras los precios récord del petróleo han beneficiado a los exportadores, algunos importadores netos experimentaron un deterioro de la balanza comercial y de las perspectivas de crecimiento.

La turbulencia crediticia originada en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo se desbordó y en agosto de 2007 desató una crisis de liquidez total en los mercados de financiamiento interbancario a plazo. Llegado el mes de octubre, los bancos centrales lanzaban medidas claves, como la de suministrar liquidez a las instituciones con problemas, y así lograron calmar los mercados por un tiempo. Pero las presiones se reavivaron y se intensificaron hacia finales de 2007, cuando las grandes instituciones financieras comenzaron a anunciar pérdidas sustanciales, resultantes sobre todo de su exposición a la titularización de hipotecas de alto riesgo. Los indicios de desaceleración de la economía estadounidense empeoraron la situación de los mercados. La crisis continuó propagándose en medio de un creciente malestar sistémico generado por la disminución de la calidad del crédito, la pérdida de valor de los productos de crédito estructurados y la falta de liquidez que acompañaba el desapalancamiento generalizado del sistema financiero.

Gráfico 4. Crecimiento del PIB Mundial 2006 -2008 (Trimestral)



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

A pesar de que Estados Unidos era el epicentro de la crisis, las instituciones financieras de otras economías avanzadas no salieron ilesas porque estaban expuestas al crédito estructurado y, en mayor o menor medida, sufrían deficiencias en el ámbito de la supervisión prudencial y los sistemas de control del riesgo de las instituciones financieras. Ante el giro de los acontecimientos, los grandes bancos centrales de Europa y el de Estados Unidos asumieron un papel cardinal en la contención del riesgo sistémico, usando mecanismos tradicionales y nuevos para infundir liquidez a corto plazo y a gran escala en un momento en que los bancos privados evitaban los mercados interbancarios, y funcionando como contrapartes en los mercados de financiamiento a plazo mientras las instituciones financieras no bancarias se mantenían al margen. Los fondos soberanos de inversión también desempeñaron un importante y oportuno papel, contribuyendo con sumas sustanciales a las instituciones financieras de gran envergadura.

Los bancos centrales de las economías avanzadas se encontraron atrapados —en distinto grado— entre la creciente presión inflacionaria y una posible desaceleración del crecimiento; el equilibrio justo dependía de la coyuntura nacional o regional. Varios distendieron la política monetaria, destacándose aquí Estados Unidos, donde la Reserva Federal recortó la tasa de referencia 300 puntos básicos entre agosto de 2007 y abril de 2008. La actividad estadounidense sufrió una dura desaceleración el cuarto trimestre de 2007, y el consumo y la inversión empresarial registraron un marcado descenso a raíz del pesimismo del mercado y del deterioro de las condiciones crediticias. El crecimiento de 2007 fue de apenas 2,2% —comparado con el 3% de 2006— y se redujo a alrededor de 1% en el primer trimestre de 2008, ya que la corrección del mercado de la vivienda comprimió la inversión residencial y el consumo de los hogares experimentó una caída pronunciada. El encarecimiento del petróleo contribuyó a atenuar el consumo y empujó el nivel general de inflación en 12 meses a más de 4% a fines de 2007 y comienzos de 2008. Ante las desfavorables perspectivas de crecimiento de Estados Unidos comparado con sus socios comerciales y la expectativa de recortes de las tasas de interés, disminuyó el interés de los inversionistas extranjeros en los títulos estadounidenses, lo cual generó una presión bajista sobre el dólar. Su depreciación frente al euro, el yen y otras monedas de flotación libre como el dólar canadiense y las divisas de algunos mercados emergentes estimuló la exportación neta —el único sector pujante de la economía nacional— y causó una mejora moderada del déficit en cuenta corriente, que se ubicó en 5,3% del PIB en 2007.

Durante la mayor parte de 2007 y comienzos de 2008, la actividad de las economías avanzadas europeas siguió expandiéndose a paso firme. La vigorosa demanda interna respondía a un crecimiento constante del empleo y a una inversión enérgica. Tomada en conjunto, la zona euro registró en 2007 un crecimiento anual de 2,6%, porcentaje cercano al rápido ritmo de 2006; por su parte, el Reino Unido alcanzó un sólido 3,1% pese a los problemas del sector bancario. En el curso del primer trimestre de 2008, el crecimiento de la zona euro se aceleró a casi 3%, a pesar de la creciente desazón de los consumidores y de las empresas ante la dislocación del sector financiero, el impacto del encarecimiento del petróleo en el ingreso real disponible, la apreciación del euro y la contracción de las exportaciones. Frente al empañamiento de las perspectivas, el Banco de Inglaterra bajó las tasas de interés, en tanto que el Banco Central Europeo optó por mantenerlas sin cambios.

La economía de Japón resistió sin grandes problemas la desaceleración mundial durante el primer trimestre de 2008, cuando el PIB alcanzó 3,3% —tras el 2,1% de 2007—, impulsado por el vigor de la exportación neta y la inversión empresarial. El superávit externo se mantuvo elevado. Pero la actividad de las empresas pareció enfriarse el segundo trimestre de 2008; no obstante, el Banco de Japón conservó las tasas de interés al mismo nivel.

Por su parte, durante el 2008, la mayoría de los países de mercados emergentes continuaron beneficiándose del afianzamiento de los fundamentos macroeconómicos y la solidez de los balances del sector público. No obstante, algunos se vieron sometidos a las presiones del mercado, y ninguno más que las economías emergentes de Europa¹⁰, cuyo crédito interno se expandió gracias a la entrada de capitales extranjeros y cuyos profundos déficits en cuenta corriente reclamaban financiamiento.

Aunque los bonos soberanos de los mercados emergentes resultaron en general inmunes a la turbulencia financiera de las economías maduras y el crédito bancario conservó la fuerza durante el cuarto trimestre de 2007, la emisión de bonos corporativos disminuyó drásticamente en el tercer trimestre de dicho año y continuó a niveles moderados a comienzos de 2008, en tanto que el financiamiento se encareció.

El crecimiento de las economías emergentes de Europa disminuyó casi 1 punto porcentual, y llegó a 5,7% en 2007, pero aun así fue mayor por sexto año consecutivo que el de las economías europeas avanzadas. En la mayor parte de los casos, el crecimiento siguió impulsado por una demanda interna potente, que volvió a superar sustancialmente la producción en 2007. En consecuencia, el déficit regional en cuenta corriente se incrementó a 6,7% del PIB. El motor de la demanda fue la gran expansión del crédito, estimulada a su vez por las afluencias de capital y, en muchos países, por fuertes aumentos salariales en medio de una creciente escasez de mano de obra. Las presiones inflacionarias se agudizaron, especialmente hacia finales de 2007, debido al alza de los precios de los alimentos y de la energía, y al aumento del costo de la mano de obra, frente a lo cual la mayoría de los bancos centrales continuaron endureciendo la política monetaria.

Durante 2007, el crecimiento del PIB real en la Comunidad de Estados Independientes¹¹ se mantuvo en 8,5%, gracias al elevado nivel de precios de las materias primas, a las políticas monetarias expansivas, a las caudalosas afluencias de capital registradas la mayor parte de 2007, al rápido crecimiento del crédito y al alza de los precios de los activos, que se tradujeron en una vigorosa expansión de la demanda interna.

El crecimiento de las economías emergentes de Asia conservó la pujanza en 2007, aunque con algunos indicios de debilidad, sobre todo a comienzos de 2008. Los superávits externos

¹⁰ Según el FMI, este grupo abarca: Bulgaria, Croacia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, la República Checa, la República Eslovaca, Rumania y Turquía.

¹¹ Se trata del grupo formado en 1991 por 12 de las ex repúblicas soviéticas: Armenia, Azerbaiyán, Belarús, Georgia, Kazajstán, Moldova, la República Kirguisa, Rusia, Tayikistán, Turkmenistán, Ucrania y Uzbekistán.

siguen siendo cuantiosos. El motor de la región fue China, cuyo producto aumentó un 11,4% en 2007, gracias al consumo, el fuerte aumento de la inversión y la exportación neta. En India, la expansión se redujo ligeramente al 8,5% en el segundo semestre de 2007, ya que el endurecimiento de la política monetaria desalentó el consumo. El ímpetu de la demanda interna en la región, sumado al encarecimiento de los alimentos y la energía, contribuyó a agudizar la presión inflacionaria en varios países.

En 2007 la actividad económica de América Latina y el Caribe se aceleró sustancialmente, y llegó a 5,6%, nivel ligeramente superior al registrado en 2006. En México el crecimiento se vio golpeado por la desaceleración estadounidense, pero la expansión siguió su curso en América Central y en los exportadores sudamericanos de materias primas, sobresaliendo en Brasil gracias al retroceso constante de las tasas de interés reales y a un empleo robusto. El principal motor del crecimiento en la región fue el aumento de la demanda interna. Los superávits en cuenta corriente bajaron y la inflación se aceleró, en parte por efecto de la elevada utilización de la capacidad en algunos países y por la carestía de los alimentos.

En medio del período más prolongado de crecimiento económico sostenido desde la época de la independencia, en 2007 la actividad económica de África subsahariana alcanzó el 6,8%, alimentada por el fortísimo crecimiento de los exportadores de petróleo y respaldada por la sólida expansión de otras economías de la región. En los países que no exportan petróleo, la actividad se intensificó principalmente por efecto de la demanda interna y la inversión, los beneficios derivados de la estabilización económica y las reformas emprendidas por la mayoría de los países.

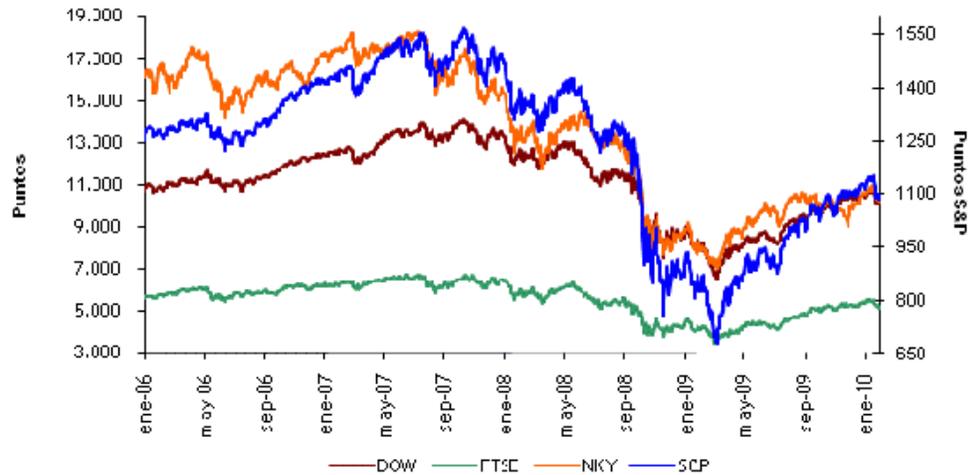
También en Oriente Medio el crecimiento conservó el vigor, y alcanzó 5,8% en 2007. Aunque la producción de petróleo no aumentó demasiado, el elevado nivel de precios del combustible permitió a los países exportadores incrementar el gasto público y ampliar sustancialmente el crédito al sector privado. Pese al aumento del gasto interno y de la importación, los grandes superávits en cuenta corriente de los países exportadores apenas bajaron —a alrededor de 22,8% del PIB— porque el avance de los precios del petróleo engrosó los ingresos de exportación; los tipos de cambio de estos países seguían vinculados a otra moneda o sujetos a controles estrictos.

El crecimiento fue aún más marcado en algunos de los países de la región que no exportan petróleo y estuvo alimentado por el comercio internacional, los efectos financieros originados en los países exportadores de petróleo y las reformas internas. La presión inflacionaria se agudizó considerablemente en los países del Consejo de Cooperación del Golfo -CCG-¹² por efecto de la vigorosa demanda interna, del encarecimiento de los alimentos, de las limitaciones de la oferta inmobiliaria, que hicieron subir los alquileres, y de los recortes de las tasas de interés (exigidos por la vinculación de los tipos de cambio a las monedas de grandes economías avanzadas).

¹² Arabia Saudita, Bahrein, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y Qatar.

Por su parte, la economía mundial atravesó un período de inestabilidad financiera sin precedentes entre 2008 y 2009, que estuvo acompañada de la peor desaceleración económica mundial y del colapso más marcado del comercio internacional en muchas décadas.

Gráfico 5. Evolución de los mercados de acciones 2006 – Ene 2010



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

Las semillas de la crisis mundial se sembraron durante los años de crecimiento elevado y tasas de interés bajas, que condujeron a un optimismo y una toma de riesgos excesivos y que produjeron fallas de naturaleza diversa: en la disciplina del mercado, en la regulación financiera, en las políticas macroeconómicas y en la supervisión mundial. Durante este período, el sistema financiero mundial se amplió vertiginosamente y creó instrumentos que parecían ofrecer una rentabilidad más elevada con menos riesgo. Uno de los factores que promovió dicha evolución fue la creencia generalizada en un régimen de regulación ligera, que partía de dos premisas: la disciplina del mercado coartaría un comportamiento irresponsable y la innovación financiera no concentraba el riesgo, sino que lo dispersaba.

Ambas premisas ha resultaron, o al menos ingenuas. El resultado fue una acumulación insostenible de desequilibrios externos, grandes burbujas de precios de los activos —sobre todo de la vivienda— en las economías avanzadas y de mercados emergentes, una escalada de los precios de las materias primas y una acumulación enorme de deudas y riesgos en los principales sistemas financieros, tanto dentro como fuera del sistema bancario formal.

Informes del FMI aseguran que, las posibles causas de la crisis financiera apuntaban a la ausencia de alertas anticipadas adecuadas en la arquitectura mundial, especialmente en la supervisión de economías avanzadas sistémicamente importantes, y a fallas regulatorias en varios niveles:

- Excesos de apalancamiento y toma de riesgos que se gestaron durante un largo período de tasas de interés bajas y crecimiento elevado.

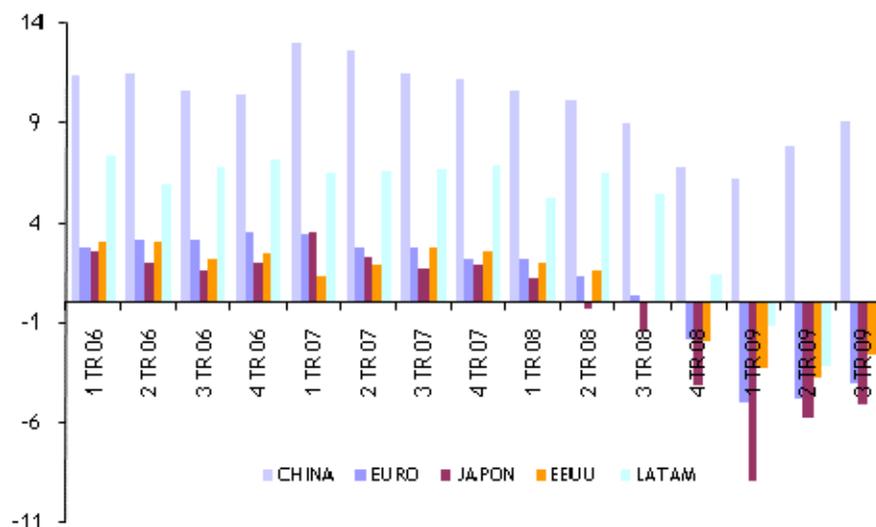
- Deficiencias en el enfoque adoptado para la regulación financiera nacional e internacional.
- Fragmentación de las estructuras regulatorias.
- Insuficiente divulgación de los riesgos.
- Deficiencias de los marcos de control de crisis y resolución bancaria.

En general, los reguladores del sector financiero no estaban equipados para detectar las concentraciones del riesgo ni los incentivos distorsionados detrás del auge de las innovaciones financieras. Ni la disciplina del mercado ni la regulación lograron contener los riesgos que se estaban acumulando desde hacía años, generados por la rápida innovación y un apalancamiento cada vez más pronunciado.

En lo que respecta a la política macroeconómica, las autoridades no tuvieron suficientemente en cuenta los crecientes desequilibrios macroeconómicos que contribuyeron a la acumulación de riesgos sistémicos en el sistema financiero y los mercados de la vivienda. A falta de una cooperación eficaz a nivel internacional, resultó más difícil detectar la multiplicación de los focos de vulnerabilidad y las vinculaciones transfronterizas, con los riesgos consiguientes.

Los bancos centrales se concentraron más que nada en la inflación, no en los riesgos vinculados a la carestía de los activos y al aumento del apalancamiento. Los supervisores financieros, por su parte, tenían la atención puesta en el sector bancario formal, no en los riesgos cada vez mayores del sistema financiero paralelo.

Gráfico 6. Crecimiento del PIB Mundial 2006 – Mar 2009 (Trimestral)



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

Por lo tanto, la propagación de la crisis financiera fue imprevistamente fuerte y rápida durante el 2009 y desembocó en una caída histórica del producto y del comercio

internacional. Las ramificaciones de la contracción crediticia y del colapso de los precios de los activos no tardaron en trascender los sistemas bancarios y llegar a todos los sectores y países de la economía internacional, ampliadas por el desvanecimiento de la confianza de los consumidores y de las empresas.

Tras una profunda crisis financiera originada en los mercados de los países desarrollados en 2007, entre 2008 y 2009 la economía mundial se hundió en la peor recesión desde la segunda guerra mundial. Esta agudización del estrés financiero se tradujo en una caída histórica del producto y del comercio mundial durante 2009 y se transmitió a través de varios canales. Las ramificaciones de la contracción crediticia y del desmoronamiento de los precios de los activos trascendieron rápidamente los sistemas bancarios hasta alcanzar a numerosos sectores y países, ampliadas por el desvanecimiento de la confianza de los consumidores y de las empresas. Las medidas extensas —y a veces poco ortodoxas— lanzadas contra la crisis lograron aportar cierta estabilidad a los mercados durante 2009, pero no pudieron quebrar el círculo vicioso entre una tensión financiera cada vez más fuerte y una actividad cada vez más floja.

La actividad económica y el comercio internacional de mercancías se desplomaron en el último trimestre de 2008 en todos los mercados y siguieron cayendo con rapidez a comienzos de 2009. El PIB mundial retrocedió más de 6% el cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009. Las economías avanzadas sufrieron considerablemente a causa del estrés financiero y del deterioro de los mercados de la vivienda. En los mercados emergentes de Europa y de la Comunidad de Estados Independientes, que se habían apoyado mucho en las entradas de capital para alimentar el crecimiento, no tardaron en registrarse daños considerables a través de los canales financieros. Los países con una marcada dependencia de la exportación de manufacturas, como los de Asia oriental, Japón, Alemania y Brasil, se vieron golpeados por la caída de la demanda en los mercados de exportación. Los países de África, América Latina y Oriente Medio sufrieron a causa del colapso de los precios de las materias primas, la caída de la demanda de exportaciones y la disminución de las remesas y las entradas de capital extranjero.

De hecho, la corrección marcada que se produjo en el tercer trimestre de 2008 puso fin al auge de precios de las materias primas. El índice de precios de las materias primas elaborado por el FMI bajó casi 55% en el curso del segundo semestre de 2008, especialmente por los efectos negativos del enfriamiento mundial de la demanda de dichos productos.

Concretamente, la desaceleración imprevistamente fuerte que vivieron las economías emergentes y menos desarrolladas a mediados de 2008 —en las cuales se había originado el grueso de la demanda incremental durante el boom— fue uno de los factores determinantes de la baja de precios de las materias primas. En general, los precios se estabilizaron a finales de 2008. Las materias primas estrechamente vinculadas a la fabricación de bienes de capital fueron las más afectadas, en tanto que las caracterizadas por una menor elasticidad de la demanda en función del ingreso experimentaron una disminución más suave de los precios.

En la mayoría de las zonas del mundo, las presiones inflacionarias se moderaron con rapidez y la creciente debilidad económica contuvo las presiones sobre los precios. El nivel general de inflación de las economías avanzadas se ubicó por debajo de 1% a principios de 2009. La inflación bajó significativamente en las economías emergentes, aunque en algunos casos la depreciación del tipo de cambio frenó en parte ese impulso a la baja.

Se pusieron en marcha iniciativas nacionales e internacionales encaminadas a promover la coordinación de las políticas para estabilizar el sistema financiero. Junto con el Banco Mundial y bancos regionales de desarrollo, el FMI jugó un papel importante proporcionando más financiamiento con desembolsos inmediatos y condicionalidad simplificada.

La situación de las economías avanzadas empeoró rápidamente tras la declaración de quiebra de un gran banco de inversión estadounidense (Lehman Brothers) en septiembre de 2008, el respaldo público a la empresa de seguros más grande de Estados Unidos (AIG) y la intervención en diversas instituciones sistémicas de Estados Unidos y Europa. Estos hechos pusieron en duda la solvencia de muchas instituciones financieras. Como consecuencia, se esfumó el financiamiento mayorista, se paralizaron los mercados de deuda externa y se inició un desapalancamiento desordenado en el resto del sistema financiero internacional. Los flujos brutos de capital mundiales disminuyeron, concentrándose en las plazas más líquidas y seguras. El resultado fue una fuerte apreciación del dólar de EE.UU. y del yen en términos reales efectivos durante el segundo semestre de 2008, en tanto que el euro se mantuvo más o menos estable.

Los mercados financieros se habían estabilizado para finales de 2008, pero siguieron tensionados el resto de 2009. Muchos mercados de renta variable se mantuvieron más del 40% por debajo de los máximos. Tras años de acumular niveles récord de deuda, las instituciones financieras y los hogares comenzaron un doloroso proceso de desapalancamiento, empujados por las crecientes rebajas contables de los activos de los bancos a medida que se deterioraba la calidad del crédito y también por la rectificación de las decisiones de ahorro intertemporales tomadas por los hogares y algunas empresas.

Muchos elementos del sistema bancario paralelo fundamentados en un apalancamiento profundo comenzaron a desmantelarse. Las presiones financieras generadas por este ciclo de desapalancamiento fueron generalizadas y persistentes, producto del círculo vicioso que se había formado con la economía real. A medida que se contraía el producto, el riesgo de que se multiplicaran los impagos de empresas y hogares hizo subir los diferenciales (spreads) de crédito y las pérdidas bancarias vinculadas al crédito. En el cuarto trimestre de 2008, las economías avanzadas experimentaron una caída del producto sin precedentes, del 70%.

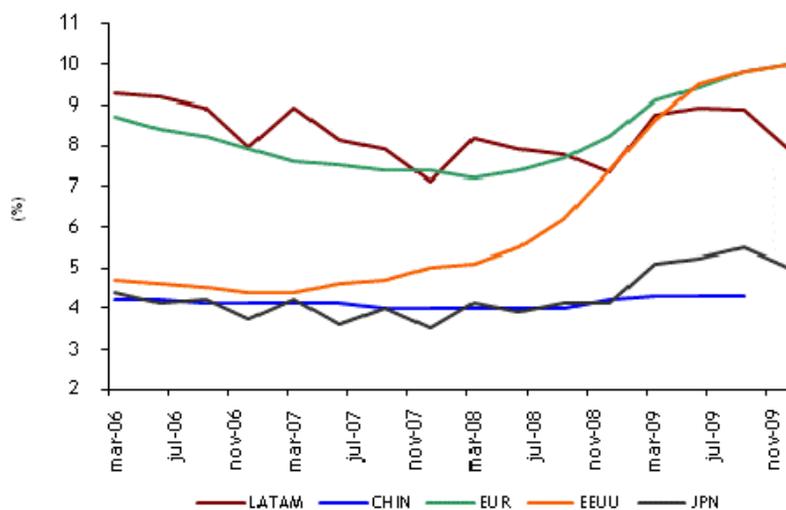
La respuesta fue rápida y exhaustiva, pero no logró contener la caída. Las autoridades nacionales desplegaron estrategias multifacéticas que comprendían el suministro de liquidez, garantías ampliadas de las obligaciones bancarias, inyecciones de fondos públicos

para capitalizar los bancos y programas para solucionar el problema causado por los activos dañados.

Con todo, algunas de estas políticas, particularmente las relacionadas con el tratamiento de los activos dañados, no eran detalladas, ya que fueron formuladas sin detenimiento, y por lo tanto al principio no redujeron debidamente la incertidumbre.

Los bancos centrales recurrieron a herramientas convencionales y novedosas para reactivar los mercados crediticios y recortaron las tasas de referencia a mínimos históricos, pero aun así el crecimiento global del crédito perdió ímpetu. Alemania, China, Corea, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido emprendieron ambiciosos programas de estímulo fiscal discrecional.

Gráfico 7. Tasa de Desempleo Mundial Mar 2006 – Nov 2009



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

En Estados Unidos, la peor crisis financiera desde la Gran Depresión empujó a la economía a una recesión profunda. La contracción crediticia se intensificó y los precios de los activos siguieron cayendo. La aguda incertidumbre, las ingentes pérdidas patrimoniales y el empañamiento de las perspectivas de ingreso redujeron la confianza de los consumidores a mínimos sin precedentes y dispararon las tasas de ahorro. Como consecuencia de la depresión del consumo, el PIB real retrocedió más del 6% el cuarto trimestre de 2008 y 5,7% el primero de 2009, y la tasa de desempleo subió al 8,5%.

En Europa, el impacto en los sistemas financieros fue mucho más contundente y sostenido de lo previsto, las políticas macroeconómicas en general tardaron en reaccionar, y la confianza disminuyó fuertemente cuando los hogares y las empresas batieron espectacularmente la retirada. La exposición a activos de origen estadounidense causó amplias repercusiones en el sistema bancario debido a los estrechos vínculos entre las

principales instituciones financieras europeas y su elevado apalancamiento. La mayoría de las economías avanzadas experimentaron una contracción violenta durante 2009.

En Asia, las economías avanzadas fueron las más golpeadas porque estaban más expuestas a la reducción de la demanda externa, sobre todo de bienes de consumo. La economía japonesa se contrajo a una tasa anualizada del 14% durante el cuarto trimestre de 2008, dado que la fortaleza del yen y el deterioro relativo de las condiciones de crédito exacerbaron los problemas del sector exportador. Sin embargo, algunas partes de la región comenzaron a dar tímidos indicios de recuperación en 2009.

Otras economías avanzadas como Canadá, Australia y Nueva Zelanda tuvieron que enfrentar los efectos negativos en los términos de intercambio, el impacto de una reducción considerable del patrimonio privado y, en el caso de Canadá, una floja demanda de Estados Unidos. Sin embargo, tras años de gestión prudente de la política fiscal y regulación más conservadora del sistema financiero, estos países estaban mejor preparados que otras economías avanzadas para mitigar nuevas disminuciones de la demanda.

La contracción de los flujos brutos de capital mundiales y la aversión al riesgo asestaron un golpe muy duro a los mercados emergentes de Europa. Numerosos países de la región dependían mucho de las entradas de capital provenientes de los bancos occidentales para sustentar los auges de crédito locales. También existían grandes exposiciones bancarias transfronterizas dentro de Europa, y muchos bancos de las economías emergentes eran propiedad de instituciones financieras extranjeras en problemas. La situación empeoró drásticamente en el cuarto trimestre de 2008, cuando los diferenciales soberanos dieron un salto generalizado y los tipos de cambio experimentaron una depreciación marcada en los países con regímenes flexibles. Como resultado de la caída de la demanda de importaciones en los países avanzados, el colapso de los precios de las propiedades, las limitaciones del acceso al crédito y la depreciación cambiaria en un ambiente caracterizado por descalces considerables en los balances, se produjo un aterrizaje muy duro y, en algunos casos, una crisis propiamente dicha. En medio del desmoronamiento de la exportación y del producto, y de la disminución de los ingresos públicos, varios países recibieron apoyo del FMI y de otras instituciones financieras internacionales para consolidar la balanza de pagos.

La situación que dio el vuelco más grande durante 2008 fue la de los países que integran la Comunidad de Estados Independientes -CEI-. Estas economías sufrieron tres grandes shocks: el financiamiento eterno se interrumpió completamente o disminuyó en gran medida, la demanda de los mercados de exportación se resintió y los precios de las materias primas —especialmente de la energía— cayeron drásticamente. Los sistemas financieros de varios países de la CEI eran muy abiertos y más susceptibles a la turbulencia financiera del exterior.

La inflación no cedió tanto como en otros mercados emergentes debido a los efectos de transmisión de la depreciación. El impacto del debilitamiento de la moneda significó una pesada carga para las empresas no financieras que se habían endeudado en moneda extranjera y desembocó en recortes masivos de la inversión y el empleo.

América Latina experimentó los tres mismos shocks, pero el impacto global fue más suave que en Europa porque los balances públicos y privados eran relativamente sólidos, los sistemas financieros estaban menos expuestos del lado de los pasivos a los sistemas bancarios de las economías avanzadas, y varias de las grandes economías pudieron aprovechar el tipo de cambio como amortiguador. Aun así, la crisis financiera se tradujo en una venta masiva de renta variable a finales de 2008, disparó los costos de financiamiento e hizo saltar los diferenciales de la deuda corporativa y soberana.

Los flujos de capital disminuyeron y las monedas nacionales experimentaron una depreciación pronunciada en los países con regímenes flexibles. No tardó en producirse una desaceleración del crecimiento del crédito y un colapso de la exportación y la producción industrial. Otro golpe para los países de América Central y el Caribe fue la enorme disminución del ingreso turístico y de las remesas enviadas a la región, y varios solicitaron respaldo al FMI y a otras instituciones financieras internacionales.

El mercado retroceso del precio del petróleo durante el 2009 produjo un impacto sustancial en las economías de Oriente Medio y América del Sur. Otros países se vieron afectados por el debilitamiento de la exportación, el turismo, las remesas y la inversión extranjera directa. A medida que empeoraban las condiciones externas y se revertían los flujos de capital, varios mercados de renta variable y de propiedades entraron en crisis. Se pusieron en marcha sin demora programas de gasto público para lograr una reactivación, aprovechando las generosas reservas acumuladas durante los años de prosperidad.

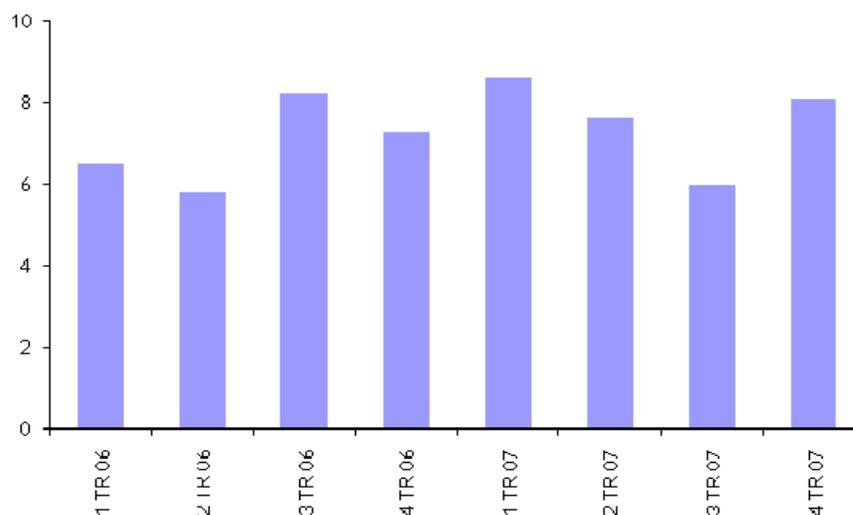
Aunque las vinculaciones financieras entre los países de bajo ingreso (sobre todo los de África subsahariana) y las economías desarrolladas eran relativamente limitadas, pocos países escaparon a la turbulencia económica. La demanda de exportaciones disminuyó, exacerbada por la caída de los precios de la mayor parte de los bienes procedentes de países de bajo ingreso. Por un lado, el abaratamiento mundial de las materias primas ayudó efectivamente a reducir la inflación y produjo efectos compensatorios en los términos de intercambio. Pese al repliegue de la demanda de materias primas de exportación, los precios de las materias primas de importación como los alimentos y los combustibles también bajaron, lo cual incrementó en muchos casos el ingreso real de los sectores más pobres de la población.

Sin embargo, la disminución de las remesas de los trabajadores, el endurecimiento de las condiciones crediticias y la reducción de la inversión extranjera directa disminuyeron los saldos externos. La situación fiscal global de los países de bajo ingreso empeoró, especialmente como consecuencia del profundo cambio de la situación fiscal de algunos países exportadores de petróleo. Las autoridades tomaron medidas para mantener la estabilidad macroeconómica y proteger el terreno que se había ganado con tanto esfuerzo en la lucha contra la pobreza en los últimos años. Sin embargo, cuando escaseó el financiamiento disponible para cubrir los déficits externos, los países enfrentados a duras limitaciones de financiamiento interno y externo recurrieron a los donantes para obtener respaldo adicional.

6. ENTORNO ECONÓMICO COLOMBIANO¹³

Durante el primer trimestre de 2007 PIB alcanzó una tasa de 8%, con lo cual se completaron tres trimestres consecutivos de crecimientos superiores al 7%. El dinamismo durante el primer trimestre fue liderado por la inversión y el consumo de los hogares. Por su parte, el consumo público disminuyó, acorde con las metas de déficit consolidado para el 2007.

Gráfico 8. Crecimiento del PIB Colombiano 2006 – 2007 (Trimestral)



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

La inversión, impulsada principalmente por una mayor formación bruta de capital en infraestructura pública y en maquinaria y equipo, favoreció la sostenibilidad del crecimiento, al ampliar el producto potencial de la economía e incrementar su productividad. El mayor consumo de los hogares irrigó los beneficios del crecimiento económico a amplios segmentos de la población, a la vez que se observó moderación en el consumo público. En el frente externo, las exportaciones continuaban aumentando a un ritmo saludable, superior al 9% en términos reales, al tiempo que las importaciones

¹³ JDBR (2007-1). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Marzo 2007. JDBR (2007-2). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Agosto 2007. JDBR (2008). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Agosto 2008. JDBR (2009). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Julio 2009.

mostraron un fuerte aumento, como reflejo de una economía que requirió importar bienes de capital y materias primas para mejorar su competitividad y continuar su expansión. Desde el punto de vista de la oferta, sobresalió el dinamismo que alcanzaron la construcción, la industria, el comercio y el sector de transporte y comunicaciones.

Las decisiones de incrementar las tasas de interés adoptadas por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) buscaron preservar y prolongar el buen momento de la economía.

Durante los primeros cuatro meses de 2007 la inflación adquirió una dinámica creciente, al pasar de 4,5% en diciembre a 6,3% en abril, superando el techo del rango meta establecido para 2007 (entre 3,5% y 4,5%). En mayo y junio se observó una disminución en la variación anual del IPC al 6%.

El repunte de la inflación tuvo un origen diverso. En parte, obedeció a choques de oferta, que presionaron al alza en el precio de los alimentos, cuya inflación anual a junio alcanzó el 9,7%. Entre los factores que explicaron este comportamiento cabe mencionar el fenómeno de El Niño; el alza en los precios internacionales de productos básicos que son insumos para la fabricación de biocombustibles y la fuerte demanda de Venezuela, particularmente de carne. Por su parte, el fuerte incremento de la demanda interna (11%) añadió una presión importante sobre los precios de distintos rubros de la canasta familiar, además de los alimentos. Aunque algunos de estos factores, como el fenómeno de El Niño, fueron transitorios, otros tuvieron un carácter más duradero, por lo cual requirieron de una reacción de la autoridad monetaria.

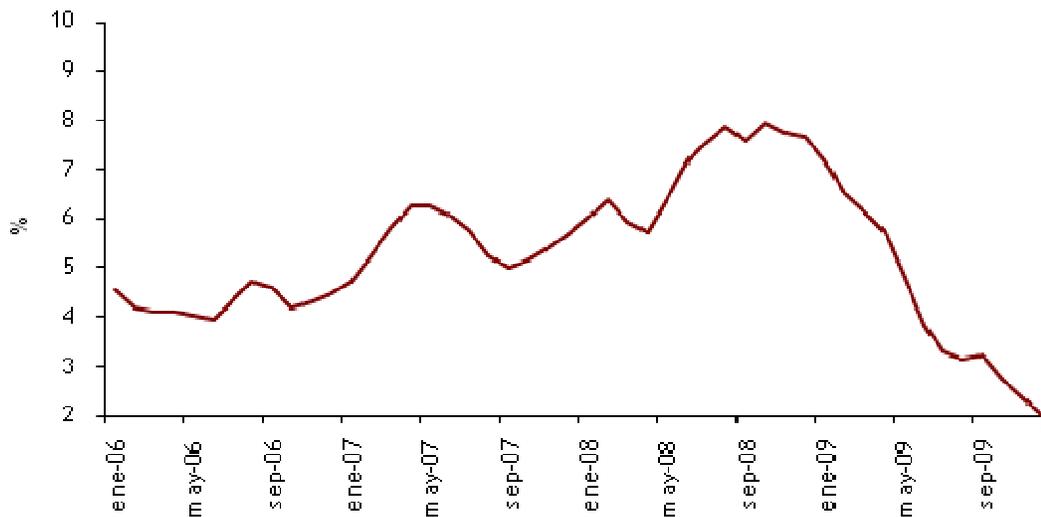
Reconociendo el carácter duradero de algunos de estos choques y la posibilidad de que los excesos de demanda agregada agudizaran las presiones inflacionarias, desde abril de 2006 la JDBR comenzó a modificar gradualmente la postura de la política monetaria hacia una posición más restrictiva. Al anticiparse a las presiones inflacionarias, se logró ganar tiempo para permitir que los mecanismos de transmisión, mediante los cuales actúa la política monetaria, pudieran comenzar a operar. La operación de dichos mecanismos fue lenta, en parte, como resultado de un crecimiento muy acelerado del crédito bancario, asociado con la recomposición del portafolio de los bancos desde inversiones en TES hacia cartera. En vista de esta situación y con el objeto de acelerar la transmisión de la política monetaria hacia el crédito y la demanda agregada, a comienzos de mayo de 2006, la JDBR decidió establecer un encaje marginal sobre los pasivos del sistema bancario.

Durante el 2007, se dio inicio a una fuerte entrada neta de capitales privados, originados en endeudamiento externo, para lo cual la JDBR tomó la decisión de establecer un depósito no remunerado en pesos por un período de seis meses, equivalente al 40% de los desembolsos de crédito externo. Posteriormente, el Gobierno extendió esta medida para los capitales de portafolio.

La inflación anual al consumidor se aceleró durante el primer semestre del 2008 hasta alcanzar un nivel de 7,2%, frente al 5,7% con el que cerró el 2007. De esta forma, la

inflación continuó alejándose del rango meta de 3,5% a 4,5% fijado por la JDBR para el año 2008. Por su parte, el crecimiento de la economía colombiana durante el primer trimestre de 2008 fue de 4,1%, frente a un registro de 8,4% en el último trimestre de 2007.

Gráfico 9. Inflación Colombiana 2006 - 2009



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

El crecimiento económico de 4,1% durante el primer trimestre de 2008 mostró una desaceleración, ya sea en comparación con la cifra para todo el año 2007 o con la del último trimestre de dicho año. Pero quizá es más importante mencionar que durante el primer trimestre del 2008 existieron razones puntuales que contribuyeron a acentuar la desaceleración. Por una parte, el menor número de días hábiles —debido a que la Semana Santa de 2008 se situó en marzo, sucedida por un lunes festivo—; el cese de actividades de Cerromatoso, que se extendió entre el 27 de febrero y el 31 de marzo, y el cambio de alcaldes y gobernadores, lo que retrasó la contratación pública en las entidades territoriales.

De hecho, las cuentas fiscales de las entidades territoriales en el primer trimestre de 2008 exhibieron un superávit de 0,7% del PIB, cifra bastante alta comparada con el superávit obtenido en el mismo trimestre de 2007 (0,2%), lo cual reflejó una lenta ejecución presupuestal. Ello explica la disminución de 25% en las obras civiles, que de manera directa impactó negativamente en 0,8 pp el crecimiento del PIB. Excluyendo tal rubro, el crecimiento del PIB habría sido de 5,1%.

No obstante, aún dejando de lado estos elementos puntuales, el crecimiento del producto sufrió una desaceleración importante en el primer trimestre de 2008. Este evento se venía anticipando, si se tiene en cuenta el cambio en las condiciones económicas tanto internas como externas. En primer término, cabe mencionar la acción de la política monetaria, por medio de incrementos sucesivos de la tasa de interés y de aumentos del encaje bancario, la política monetaria buscó moderar la expansión de la demanda agregada, para hacerla más compatible con la capacidad potencial de la economía. Al respecto, cabe recordar que 2007

la demanda interna aumentó 10%, ritmo que sobrepasó significativamente el crecimiento del PIB potencial, agudizando con ello las ya importantes presiones inflacionarias provenientes de los choques a los precios de los alimentos y del petróleo, y ampliando aún más el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

La cartera de crédito aumentó en promedio 21,7% entre enero y junio de 2008, frente a 35,3% en el mismo período de 2007. Lo anterior se evidenció en un menor ritmo de crecimiento del consumo de los hogares; así, durante el primer trimestre de 2008 la demanda interna creció 5,4%.

Otro factor por destacar como causa de la desaceleración, fue el fuerte aumento de los precios de los alimentos, combustibles y otros productos básicos durante el 2008. Algo más del 80% de la aceleración de la inflación durante el primer semestre del 2008 se explica por el alza en el precio de los alimentos. El resto de la presión inflacionaria se ha concentrado en el rubro de regulados, que agrupa a servicios públicos, transporte y gasolina. Es bien conocido que la demanda tanto de alimentos como de servicios públicos y combustibles es inelástica a los precios. Esto significa que el consumidor tiende a reducir menos que proporcionalmente el consumo de estos bienes ante un determinado incremento porcentual en sus precios. En consecuencia, el gasto total en este tipo de bienes aumenta cuando sus precios suben y, por tanto (dado un nivel de ingreso), el gasto en otros rubros se reduce. Esta fue una de las razones que puedo explicar la caída en la demanda de los hogares por bienes distintos de alimentos y combustibles durante el 2008, con el consecuente desestímulo a la producción industrial.

Es importante mencionar que comparaciones internacionales muestran que cuanto menor es el ingreso per cápita de un país, mayor tiende a ser la ponderación de los alimentos en el índice de precios al consumidor -IPC- y, en consecuencia, también es mayor la transmisión de un incremento de los precios internacionales de los alimentos a la inflación total. En el caso de Colombia, los alimentos tienen una ponderación de 29,5% en la canasta familiar, por lo cual la respuesta de la inflación interna a lo que ocurra con los precios internacionales de alimentos es mayor, frente a lo que ocurre en países desarrollados, donde los alimentos tienen menor importancia en el patrón de gastos del consumidor.

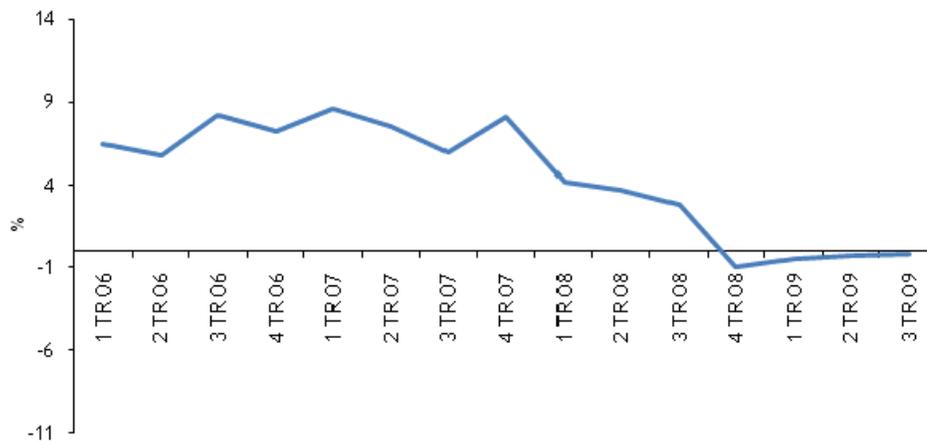
Por su parte, Colombia al igual que otros países exportadores de productos básicos se vio afectada por el choque internacional a los precios de los alimentos, petróleo y diversos metales, el cual ha tenido un doble efecto. En vista de que Colombia importa una parte de materias primas y derivados del petróleo, los incrementos en los precios internacionales aumentaron los costos al productor. Como reflejo de esto y de los incrementos en los salarios industriales, al finalizar el mes de junio de 2008, la inflación anual de precios al productor alcanzó 8%. En la medida en que los mayores costos reducen los márgenes de beneficio de los empresarios, se desincentiva la producción y el emprendimiento de nuevos proyectos. Por otro lado, en su calidad de exportador de petróleo, carbón, ferroníquel, oro, y otros commodities, el país se benefició de una significativa mejoría en sus términos de intercambio, que al manifestarse en una expansión de la demanda interna, puede aumentar la presión alcista sobre el nivel general de precios.

Durante el primer semestre de 2008, la JDBR también actuó en el campo de la política cambiaria; de hecho, el Banco de la República utilizó mecanismos de subastas para acumulación de reservas internacionales con el objeto de incrementar su nivel. Al concluir el primer semestre de 2008 se habían comprado US\$1.035 millones (m), con lo cual las reservas internacionales alcanzaron un valor de US\$22.848 m.

El adverso contexto económico mundial afectó el desempeño de la economía colombiana, al igual que el de muchas otras economías emergentes. No obstante, el comportamiento del producto interno bruto durante el primer trimestre de 2009 mostró que la economía colombiana logró resistir mejor que muchos otros países de desarrollo similar, los duros efectos de la crisis.

Luego de la agudización de la crisis financiera en los Estados Unidos y otros países desarrollados a raíz de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, durante la primera mitad de 2009 la economía mundial continuó sintiendo los efectos de la crisis, con altibajos en su intensidad y en la forma como distintos grupos de países se han visto afectados. Para el primer trimestre de 2009, los datos de crecimiento mostraron una contracción de las economías industrializadas, en la mayoría de los casos superior a la observada en la última parte de 2008.

Gráfico 10. Crecimiento del PIB Colombiano 2006 -2009 (Trimestral)



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

Bajo el escenario de contracción económica mundial, pérdida de confianza, reducción del comercio internacional y debilidad de los mercados financieros, se afectó el desempeño de la economía colombiana al igual que el de muchas otras economías emergentes. Según datos publicados por el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas -DANE-, el PIB registró una caída de 0,6% de la actividad económica en Colombia durante el primer trimestre de 2009.

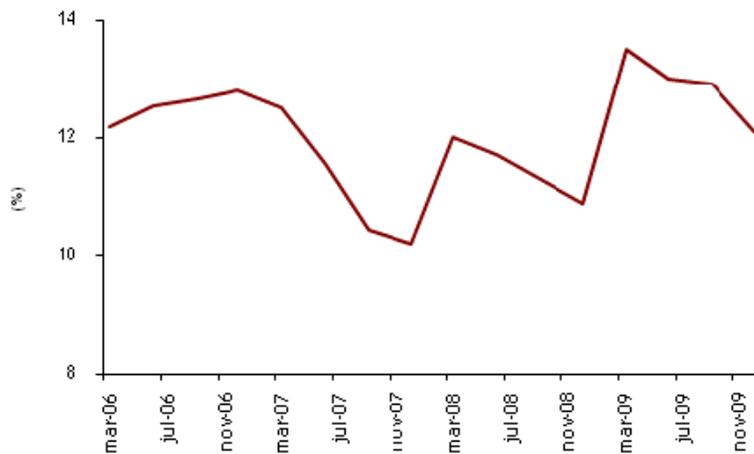
Los canales por medio de los cuales la crisis financiera internacional ha afectado a la economía colombiana están asociados principalmente con el deterioro de la confianza de consumidores y empresarios, y con la disminución del ingreso disponible de la economía, resultante de los menores precios de la mayoría de bienes exportados y de la caída de las remesas. Lo anterior contribuye a explicar la reducción de 0,5% del consumo de los hogares y de 6,3% de la inversión privada durante el primer trimestre de 2009.

Por otra parte, aquellas actividades productivas más vinculadas al comercio mundial, que se clasifican en lo que se denomina el sector transable de la economía, experimentaron durante el primer trimestre de 2009 una contracción de 1,8% anual, tres veces superior a la del total de la economía. Dentro de este grupo se destaca la industria manufacturera, cuya caída en el primer trimestre de 2009 fue de 7,9% por efecto de la reducción de las ventas externas de ramas industriales como vehículos, prendas de vestir y confecciones, molinería y almidones, hierro y acero, y sustancias químicas. El sector agropecuario, que se clasifica como transable, también experimentó una reducción superior a la de la economía, aunque de menor magnitud (-0,8%).

En contraste, el sector no transable de la economía, que fundamentalmente se orienta a atender el mercado interno, logró un ligero crecimiento de 0,1% en el primer trimestre de 2009. Evidentemente este sector no es ajeno a la crisis, aunque en este caso el impacto de la misma se produce de manera indirecta por la pérdida de confianza, que reduce el consumo de los hogares y la inversión. Dentro de este sector se destaca el desempeño del sistema financiero, que logró crecer 4,1% anual durante el primer trimestre de 2009.

La desaceleración del crecimiento económico se reflejó en un incremento de la tasa de desempleo, que por sus consecuencias sociales constituyó sin duda uno de los efectos más preocupantes de la crisis mundial. La tasa de desempleo del trimestre marzo-mayo de 2009 se ubicó en 11,9% para el total nacional y 12,9% para las trece principales áreas metropolitanas.

Gráfico 11. Tasa Desempleo Colombia Mar 2006 –Nov 2009



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

En octubre de 2008, pocas semanas después del recrudecimiento de la crisis financiera internacional, la JDBR decidió reducir el encaje bancario sobre los depósitos ordinarios. Con esta medida se disminuía el costo de intermediación financiera y se disipaban temores de un apretón de liquidez. Por esa misma época, la Junta también decidió reducir a cero el requisito de depósito sobre operaciones de endeudamiento externo, para facilitar el acceso al financiamiento externo, en un momento en que éste se había encarecido por cuenta de la crisis global. Posteriormente, a partir de diciembre de 2008, adelantándose a los demás bancos centrales de América Latina, la JDBR inició un rápido proceso de reducción de la tasa de interés de política, que a finales de junio 2009 acumulaba un recorte de 550 puntos básicos (pb), con lo cual la tasa repo central pasó de un nivel de 10% a uno de 4,5%.

La reducción de la tasa de interés del crédito y la solidez del sistema financiero contribuyeron a sostener cierto dinamismo de la cartera total, que al concluir el primer semestre del 2009 alcanzaba un crecimiento del 14% anual. En particular, la cartera comercial mostró mayor dinamismo, al alcanzar un crecimiento de 20% anual durante el primer semestre de 2009, lo que sin duda reflejó la mayor respuesta que la tasa de interés de esta modalidad de crédito ha tenido frente a la tasa de política. El crédito comercial estuvo orientado al sector corporativo de la economía, y ayuda a mantener la dinámica de la inversión productiva. De otra parte, el crédito de consumo permaneció casi estancado, a una tasa de 2,8% anual durante el primer semestre de 2009.

7. COMPORTAMIENTO DEL PETRÓLEO

El incremento en el precio del barril de petróleo, que en enero de 2007 se encontraba en US\$50¹⁴ y a junio de 2008 superaba los US\$140, alimentó la incertidumbre para la actividad económica y la inflación mundial. El precio de esta materia prima, relativo al aumento de los precios de la canasta estadounidense¹⁵, ha superado desde 2007 los niveles de la principal crisis de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP- a finales de los años setenta, mostrando un empinamiento sin precedentes en la tendencia de dicho precio relativo.

La respuesta de un banco central ante el incremento en los precios del crudo va a depender de la duración de los mismos, de las expectativas inflacionarias que ello genere, así como de los efectos sobre el crecimiento económico y la productividad que envuelven dichas dinámicas.

En el cuadro 1, se observa el déficit entre producción y consumo a nivel global durante el año 2007 y la correspondiente reducción en los inventarios de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos -OCDE-¹⁶. En el Gráfico 1, también se muestra que al primer trimestre de 2008 más del 15% de la producción mundial está concentrada en países que han mostrado incertidumbre política o políticas económicas antimercado (Irán, Iraq, Nigeria y Venezuela).

Tabla 1. Producción y Consumo Mundial de Petróleo.

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 (p) | 2009 (p) |
|---|-------|-------|-------|----------|----------|
| Producción* | 84.36 | 84.98 | 85.18 | 87.91 | 89.74 |
| Consumo* | 83.68 | 84.46 | 86.03 | 87.51 | 89.37 |
| Balance* | 0.68 | 0.52 | -0.85 | 0.4 | 0.37 |
| Inventarios Totales | 2.567 | 2.684 | 2.548 | 2.630 | 2.709 |
| * Millones de barriles por día | | | | | |
| (p) Proyectado | | | | | |
| Fuente: International Energy Agency (IEA) | | | | | |

Por su parte, en el consumo mundial se destaca la participación de China (9%), Latinoamérica (9%) y Europa, Oriente Medio y África (EMEA, por su sigla en inglés) (16%), aunque los Estados Unidos y Europa mantienen la mayor proporción.

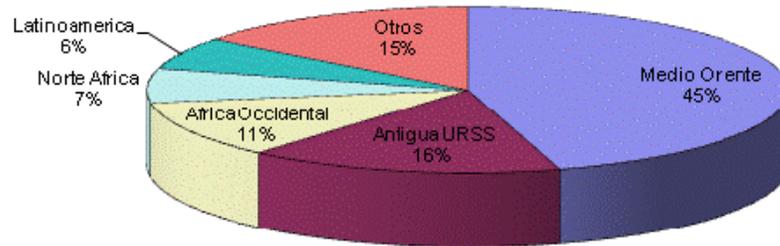
¹⁴ JDBR (2008). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Agosto 2008.

¹⁵ IPC sin alimentos ni energía.

¹⁶ Las proyecciones del cuadro son tomadas del Cuadro 1 del informe trimestral de la Economist Intelligence Unit (abril de 2008).

Dentro de las causas estructurales que podrían haber generado un reajuste en los precios internacionales del crudo desde 2007, se observan dinámicas tanto por presión de oferta como por mayor demanda.

Gráfico 12. Distribución Geográfica del Petróleo 2009



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

Por el lado de la oferta, la principal preocupación se relaciona con su estancamiento, que aunque sigue respondiendo a los mayores precios internacionales, lo hace de manera más lenta, con un rezago más grande y con costos superiores a los que se veían en años anteriores¹⁷. Los principales motivos son:

- Restricciones físicas en cuanto a los límites de capacidad de varios campos maduros de oferta tradicional de crudo¹⁸.
- Restricciones tecnológicas que se presentan en la exploración y producción de alternativas no tradicionales, como mayores costos promedio de exploración, escasez de equipo y capital humano calificado, costos adjuntos a la utilización de recursos con fines energéticos, entre otros.
- Barreras de mercado y problemas geopolíticos en los principales países exportadores de crudo. Esto último ha generado menores niveles de inversión en exploración en países exportadores¹⁹ y ha trasladado flujos de capital internacionales hacia los destinos disponibles, pero no hacia los lugares más eficientes. Estos hechos han contribuido a que la capacidad de reposición de petróleo²⁰ se haya reducido ampliamente durante estos últimos años, dejando poco espacio de maniobra²¹, especialmente en la OPEP, para suavizar los efectos potenciales de escasez que generan diversas noticias geopolíticas.

¹⁷ Incluso, en muchos casos los mayores esfuerzos de inversión sólo mantienen los niveles de oferta, necesitando de un estímulo aún mayor para incrementar los niveles de producción a la par con la demanda.

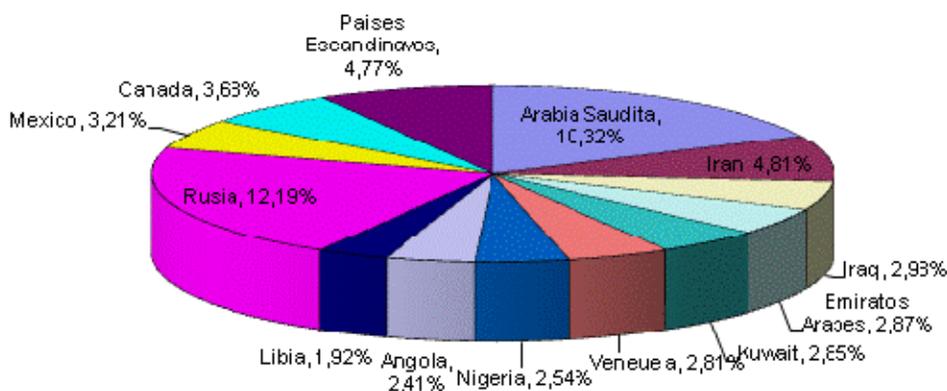
¹⁸ Por ejemplo Rusia y Arabia Saudita, donde algunos estudios demuestran que se ha llegado a los picos de producción.

¹⁹ Recientemente no se han generado descubrimientos tradicionales de gran magnitud en estas economías.

²⁰ Concentrada en Arabia Saudita.

²¹ Actualmente cercano al 4% de la demanda y con proyecciones a la baja.

Gráfico 13. Principales países productores de petróleo 2009.



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

Por el lado de la demanda, la principal razón estructural que puede estar presionando los precios recientes es el aumento del consumo de petróleo de varios países en desarrollo. Sobre la sostenibilidad de un “choque de demanda”, en varios estudios²² se argumenta que aunque se desacelere moderadamente el crecimiento global en los próximos trimestres, la demanda energética permanecerá activa, debido a una escasa correlación de la misma con el ciclo económico, tanto por hábitos de consumo en economías desarrolladas como por la industrialización de zonas con rezago económico y por subsidios a los precios energéticos establecidos por los gobiernos locales de economías emergentes²³.

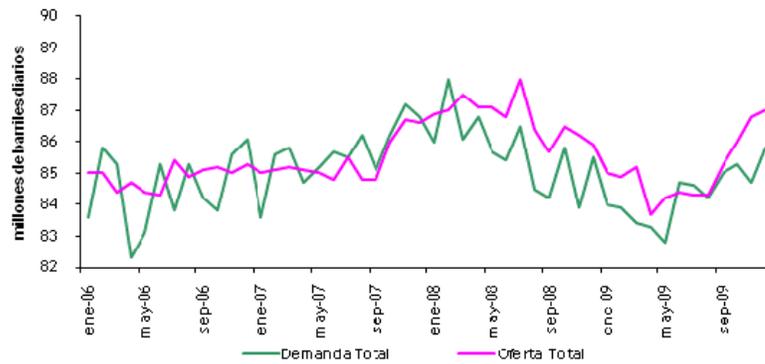
En la ausencia de una desaceleración marcada de la economía mundial y frente a rigideces importantes en el efecto de la inversión sobre la nueva producción de petróleo, serían los hábitos de consumo, la sustitución por diversas fuentes energéticas y la innovación tecnológica las variables que balancearían el actual distanciamiento entre el crecimiento de la demanda y la oferta de petróleo en los próximos años.

Un buen indicador de mercado de dichas dinámicas estructurales son los precios de los contratos a futuro de largo plazo, que históricamente carecen de la volatilidad de los precios spot y que podrían estar más relacionados con la percepción de balances entre el consumo y la producción de la materia prima a diferentes plazos. Entre 2004 y 2005 se generó un suceso similar con un reajuste de precios cercano a los US\$70 para el período 2005-2007, una vez se incentivó el crecimiento de la oferta por vías no tradicionales (biodiésel, gas natural líquido, etc.).

²² International Emergency Agency (IEA), Energy Information Administration (EIA) y Goldman Sachs.

²³ En el caso de la industrialización, varias regiones de China e India generan el mayor impacto sobre la demanda, y en el caso de controles de precios, tanto China, como los países productores de petróleo de Oriente Medio y Latinoamérica tienen los mayores subsidios.

Gráfico 14. Oferta y Demanda Mundial de Crudo 2006 - 2009



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

Otra de las explicaciones a las fuertes alzas en los precios del barril de petróleo se centra en la debilidad del dólar. Al depreciarse dicha moneda aumenta la demanda por el bien básico, dado que:

- Se incrementa el poder de compra del bien referenciado en dólares y se aumenta el costo de los insumos a precios de otras monedas.
- Los bancos centrales aumentan el nivel de sus reservas y se genera mayor liquidez. Estos recursos pueden estar siendo destinados nuevamente a la inversión de materias primas como el petróleo²⁴.
- Se buscan activos que protejan al inversionista frente a la devaluación del dólar y la inflación estadounidense (como es el caso de los bienes básicos).

Otro factor importante en el alza del petróleo tiene que ver con los flujos de inversión de portafolio y posibles brotes especulativos. Este bien básico es frecuentemente utilizado como cobertura para mitigar las caídas de precios de otros activos tradicionales como los títulos del tesoro de los Estados Unidos, acciones o bonos corporativos. Así mismo, ha aumentado su demanda especulativa para aprovechar la tendencia alcista que generan los fundamentales enunciados anteriormente. No obstante, se debe tener en cuenta que estos fenómenos pueden exacerbar las dinámicas de demanda y relacionarse con movimientos cíclicos de los precios en determinados momentos de tiempo, pero no pueden alterar estructuralmente ni la oferta ni la demanda del bien básico.

De esta manera, aunque diversos factores geopolíticos, climáticos y financieros pueden modificar los precios a lo largo de una tendencia (tanto al alza como a la baja), la situación actual del sector energético requiere de precios estructuralmente más elevados, que incentiven inversión costosa en un ambiente de restricciones políticas, geológicas y tecnológicas, y que modere de manera estructural el crecimiento de la demanda por crudo, particularmente en economías en desarrollo.

²⁴ Estadísticamente JP-Morgan no pudo rechazar la hipótesis de presentarse una causalidad contraria, es decir, que aumentos del precio del petróleo pueden generar debilidad en el dólar.

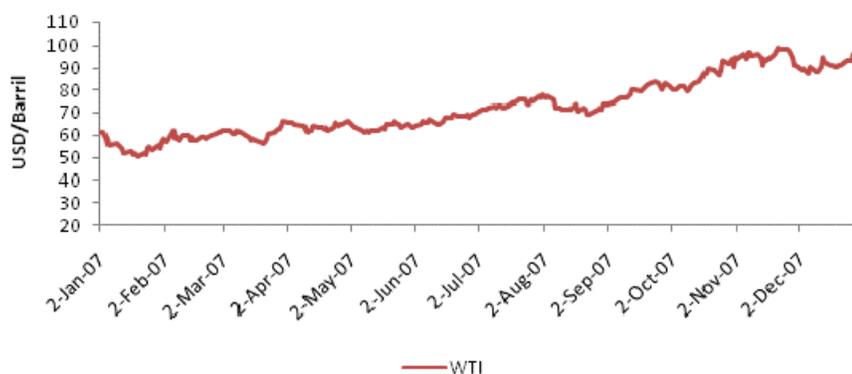
7.1.COMPORTAMIENTO DEL PETRÓLEO 2007²⁵

En enero, el mercado de petróleo comenzó débil debido a un clima cálido predominante, lo cual perjudicó la demanda de combustibles en invierno. El ORB (Oil Reference Basket²⁶) presentó una caída de más del 12% o 7,16 dólares para ubicarse en \$50,79/b, su nivel más bajo desde mayo del 2005.

Durante febrero, un invierno tardío en el hemisferio occidental y la decisión de EE.UU. de incrementar su reserva estratégica, generaron optimismo en el mercado, lo anterior acompañado con las preocupaciones geopolíticas; mantuvieron la volatilidad intacta. El promedio mensual subió 3,77 dólares para dicho mes.

Para marzo, los problemas en las refinerías en los EE.UU., relacionados con los productos derivados del petróleo mantuvieron al mercado en estado de alerta. La mejora en los márgenes de refinamiento en Europa también apoyó a la tendencia alcista, al igual que el inicio del almacenamiento de los combustibles para el verano. La turbulencia presentada en la región de Asia y los mercados de valores europeos, revivió las preocupaciones sobre un crecimiento más lento de lo esperado para la economía mundial, lo cual podría bajar la demanda. Sin embargo, la perspectiva de un mayor consumo de gasolina en los EE.UU. mantuvieron el mercado algo equilibrado. Por otra parte, la canasta fue muy volátil en un mercado de acciones desplomado, mientras la OPEP mantuvo sus niveles de producción sin cambios.

Gráfico 15. Cotización WTI 2007



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

²⁵ OPEC- (2007). Annual Report 2007. Viena.

²⁶ Índice calculado por la OPEP

Las reavivadas tensiones geopolíticas en Oriente Medio y África occidental sostuvieron la fuerza de la tendencia al alza, fomentando una prima relacionada con el miedo en el mercado. Adicionalmente, se presentó un agotamiento de las existencias de los combustibles en verano de los principales consumidores del mundo. Así, el ORB cerró el mes en un máximo de \$58,59/b tras haber subido 4,03 dólares o 7,4%, un nuevo récord no visto en seis meses.

Debido a la preocupación por la interrupción del abastecimiento de los combustibles de verano, y a la evolución de las tensiones geopolíticas que mantuvieron la volatilidad del mercado, el ORB aumentó a un nuevo nivel récord no visto en ocho meses en abril de este año. De esta manera, al tiempo que los combustibles de verano se agotan y en medio de la turbulencia de las refinerías en los EE.UU., se mantuvo latente la tendencia alcista con un promedio de precios para la canasta mensual de \$63,55/b. Lo anterior marcó que el aumento del tercer mes, siendo del 25%, el incremento más alto desde agosto de 2006.

El ORB promedió en \$64,38/b en mayo. El incremento en las reservas de crudo de petróleo en los EE.UU. y la evolución positiva de la situación geopolítica de Oriente Medio equilibraron la serie de fallas en refinerías, principalmente en los EE.UU., en un momento de preocupación por los aumentos de la demanda con el inicio de la *driving season*. La preocupación por la capacidad del abastecimiento sostenido de África Occidental mantuvo en alerta al mercado.

En junio, el ORB cerró en \$66,89/b al tiempo que la preocupación por el suministro de gasolina generaba una tendencia alcista del mercado, por su parte, la tensión geopolítica y los problemas técnicos en las refinerías jugaron un papel importante en mantener las expectativas. El mercado se encontraba equilibrado y un mayor incremento en el precio del crudo fue impedido por el crecimiento económico y de las existencias de crudo.

El ORB cerró julio con un promedio récord de \$71,89/b, cuando el precio del crudo aumentó USD\$5 o 7,5%, el nivel más alto en un año. La interrupción de abastecimiento en África Occidental, recalcado en las reservas de petróleo crudo de EE.UU y el crecimiento saludable en su economía marcó dinamismo en el horizonte de la demanda, lo que aumentó el sentimiento alcista del mercado. Un incendio en Exxon Mobil en la refinería de 326.000b/d en Fawley, Reino Unido, sacudió al mercado momentáneamente.

Una menor oferta de los no-OPEP, según la AIE, junto con el crecimiento económico reportado por el FMI respaldaron las perspectivas de una mejora en la demanda. El promedio mensual en agosto fue de \$68,71/b. Sin embargo, la preocupación sobre el riesgo de la economía y una caída en el mercado de valores perjudicó la demanda de la energía, el efecto se vio en los combustibles estacionales entre interrupciones de la refinería y continuó en las reservas de petróleo crudo. En septiembre, el ORB reanudaba la tendencia al alza consecuencia de las tormentas en el Golfo de México y las interrupciones en las refinerías, mientras que la reducción de las tasas de interés de la Reserva Federal apoyaba el sentimiento del mercado. Así mismo, un ataque contra un oleoducto en México añadió el impulso al alza. A pesar de la decisión de la OPEP para aumentar la producción, la preocupación por los combustibles de temporada se mantuvo en un momento en que la

evolución de la situación geopolítica revivió el miedo de un déficit de oferta potencial para la temporada almacenamiento. El promedio de ORB para el mes se situó \$74,18/b.

El precio de ORB seguía siendo inestable en octubre, así como la debilidad del dólar de EE.UU., impulsaba compras por parte de los fondos de inversión en el mercado de futuros, y la situación geopolítica de Oriente Medio marcaba una tendencia alcista del mercado. La toma de ganancias y la preocupación por un crecimiento más lento de la economía, también proporcionó algunos límites a los precios. A mediados de octubre, el crudo del oriente de Ecuador con 23.8 API²⁷ y 1,4% en peso de contenido de azufre fue añadido a la ORB. El promedio de ORB cerró en el mes a \$79,32/b.

El ORB subió 9,52 dólares o el 12% en noviembre al llegar a \$88,84/b. El dólar estadounidense seguía débil, sin embargo continuó dominando el mercado, lo que generó una mayor actividad especulativa en el mercado de futuros de energía. La expectativa de una mayor producción de la OPEP y revisiones a la baja de la demanda de las previsiones de crecimiento ayudaron a aliviar el mercado hacia el final del mes. En diciembre, el ORB promedió \$87,05/b como resultado del debilitamiento del crecimiento económico continuo, perjudicando la demanda en el Año Nuevo, y aliviando un poco la presión especulativa.

7.2.COMPORTAMIENTO DEL PETRÓLEO 2008²⁸

En enero de 2008, el precio promedio de referencia de la canasta de la OPEP fue de \$88,35/b, en medio de revividas preocupaciones geopolíticas. La cotización había sido muy volátil en enero, alcanzando un record high de \$93,78/b el 3 de enero, antes de disminuir de nuevo a \$83,84/b el 22 de enero, el nivel más bajo en unos tres meses. Este fue un momento en que el mercado se vio sacudido por los temores de recesión en los EE.UU. y una desaceleración en la economía mundial. Pero el recorte de la FED en las tasas de interés, junto con un plan de estímulo económico, ayudó a fortalecer el mercado.

El ORB tuvo un registro promedio de \$90,64/b en febrero. Los acontecimientos geopolíticos que se revivieron en el Oriente Medio y en Sur América, así como el limitado suministro continuo de África Occidental, mantuvieron la tendencia alcista intacta. Mientras que el aumento saludable en las existencias de petróleo crudo y el suministro de gasolina de EE.UU. evitaron que el mercado subiera aún más, la continua debilidad del dólar de EE.UU. impulsó a inversiones en el mercado de la energía, y en el proceso, presionando la tendencia al alza en el mercado.

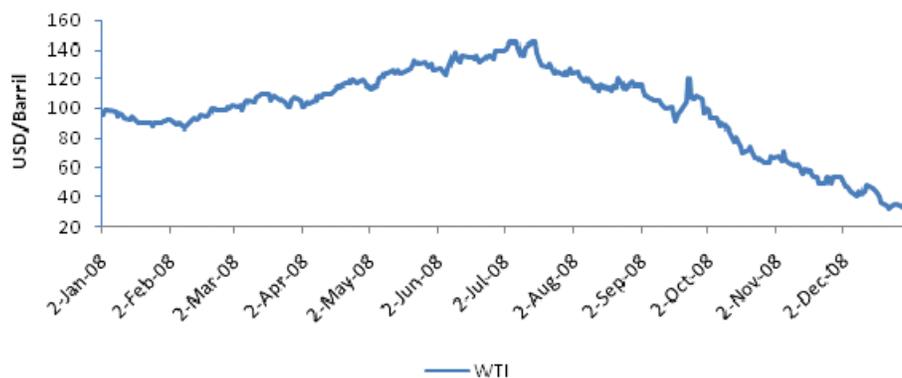
En marzo, un débil dólar de EE.UU. contra las principales monedas encaminó la inversión hacia los commodities en general y al petróleo en particular, fijando precios récord. Por el otro lado, preocupaciones por el crecimiento de la economía repercutían en la demanda de petróleo manteniendo la volatilidad. Mientras tanto, los márgenes de refinamiento no fueron capaces de mantener el ritmo. Conflictos geopolíticos en el Oriente Medio

²⁷ Según The American Petroleum Institute, es la gravedad del petróleo.

²⁸ OPEC (2008)

añadieron más tendencia alcista al mercado, mientras que débiles indicadores económicos reavivaron los temores sobre la recesión y permitieron el desarrollo de los precios. La canasta alcanzó el récord de \$ 102,88 dólares/b y promedio mes de \$ 99,03/b.

Gráfico 16. Cotización WTI 2008.



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

El ORB en abril tuvo un promedio récord de \$105,20/b. La baja producción en las refinерías y la evolución geopolítica en la Oriente Medio, África occidental y Europa sostuvo el impulso alcista. La volatilidad del dólar de EE.UU., un sombrío panorama económico y la débil demanda también causaron la fluctuación de los precios.

En los primeros días de mayo, el impulso alcista siguió debido a la evolución de la geopolítica de Oriente Medio, las huelgas de trabajadores portuarios en Francia y las previsiones especulativas de los precios del petróleo, alimentando la incertidumbre de los mercados, mientras que la fluctuación del dólar de EE.UU. y la interrupción del suministro de África Occidental causa que el mercado permanezca volátil. La situación en el Oriente Medio y Francia interrumpió el envío de petróleo, generando aún mas presiones alcistas al mercado, mientras que los temores sobre productos finales y persistentes tasas altas en el agotamiento de los inventarios en refinería mantienen el estado de alerta. Los subsidios más bajos de las naciones de Asia y un mayor suministro de la OPEP ayudó a garantizar la calma en el mercado.

La ORB marcó \$119,39/b en el mes de mayo. La tendencia alcista se volvió a revivir por la inminente tormenta tropical en el Atlántico, lo que aumentó los temores de posibles interrupciones en la infraestructura. Esto estaba en medio de los recursos naturales subterráneos de almacenamientos de gas, una situación que elevó el precio a su nivel más alto desde diciembre de 2005. La prima del miedo fue impulsada por la amenaza de un conflicto en el Oriente Medio, creando problemas de interrupciones de abastecimiento.

Pese al aumento de las exportaciones de la OPEP y el impulso de la producción de Oriente Medio, luego que los principales productores y consumidores se reunieron en Jeddah, Arabia Saudita, la escalada en la situación geopolítica de Oriente Medio y la continua

fluctuación del dólar de EE.UU. avivó la volatilidad del mercado. Además, una amenaza de tormenta en el GOM revivió preocupaciones en la interrupción de la infraestructura petrolera y por los déficit de suministro. Como resultado, el miedo inducido por la continua especulación pesó sobre el aumento de las exportaciones. En junio, el ORB fue de \$128,34/b.

En julio, el ORB en la primera semana dio un salto de \$6,71 dólares, para ubicarse en el promedio semanal más alto en \$138,31/b, tras alcanzar un máximo de \$140,73/b. Las tensiones geopolíticas en Oriente Medio marcaron la tendencia alcista del mercado. Sin embargo, durante el resto del mes, con la preocupación por la desaceleración del crecimiento de la demanda y en medio de débiles señales económicas mantienen el ORB en una tendencia a la baja en \$13,55 dólares. Sin embargo, el promedio mensual fue de \$131,22/b.

En medio de un panorama económico débil que perjudicó la demanda, la canasta disminuyó en agosto, mientras que mayores exportaciones de la OPEP calmaron el sentimiento del mercado. La disminución de las importaciones de China aumentó la preocupación por el crecimiento de la demanda. Sin embargo, los factores geopolíticos en el Oriente Medio, el Cáucaso y en África Occidental mantuvieron la tendencia intacta, mientras que la especulación de la EIA en la reducción de producción de la OPEP aumentaron los temores por la escasez de crudo en el mercado. Con interrupciones en las refinerías no planificadas, y el agotamiento de los suministros de gasolina nivelaron al alza en agosto. Un pronóstico económico débil en las perspectivas de crecimiento de la demanda generó el apoyo de la tendencia bajista en el mercado así como un refuerzo del dólar de EE.UU. agregó el impulso hacia abajo.

La política de baja producción de la OPEP en su reunión Ministerial y la escasa oferta de la mayoría del Oriente Medio mantienen el mercado en equilibrio. Con los pocos huracanes sobre la infraestructura petrolera en la Costa del Golfo de EE.UU y el GOM, las preocupaciones sobre el déficit de suministro disminuyó, pero el derrumbe de los recursos financieros trajo temores de recesión que dominaron el mercado mundial. La canasta en septiembre se ubicó en \$96,85/b, el más bajo en ocho meses.

En octubre, la canasta descendió a \$55,90/b. A medida que la crisis financiera continuó, el crecimiento de la demanda del petróleo se vio mermada por la tendencia bajista dominante. Además, la incertidumbre sobre el plan de rescate en los EE.UU. siguió alimentando los temores de una recesión inminente y la difusión mundial de la crisis. Añadido a esto, habían pérdidas en el mercado de valores a pesar de los intentos de los bancos centrales de todo el mundo a salvaguardar el sistema financiero.

Basados en una percepción inicial de recorte de producción por parte de la OPEP se impulsó el temor por una escasa oferta. Sin embargo, la reducción de los planes de gastos por una multinacional petrolera provocó una mayor pérdida de impulso en el mercado de valores. Por lo tanto, la canasta de octubre obtuvo un promedio de \$69,16/b, la caída más grande registrada desde agosto de 2007. El movimiento descendente, dominado por una

economía sombría, continuaba por quinto mes consecutivo. El anuncio hecho por algunas naciones de que se sumergirán en la recesión del mercado de valores a un mínimo de cinco años, avivó aun más los temores sobre el petróleo y la destrucción de la demanda. A pesar del estímulo del plan de rescate que inyecta capital nuevo y con las tasas de interés más bajas, había una expectativa en la caída del suministro al tiempo que la OPEP se preparaba para reducir la producción. La tendencia bajista tiene en este momento el mercado dominado. Un rebote en el dólar de EE.UU. contra las principales monedas también inspiró la salida de los inversores en el mercado de futuros.

El ORB en noviembre promedió un 28% más bajo, a \$49,76/b. La volatilidad continuó con la fluctuación del dólar de EE.UU., mientras que las previsiones de menores precios de las principales instituciones financieras impulsaron a los fondos a vender para la toma de ganancias. A medida que la debilidad de la economía continuó abollando el crecimiento de la demanda, una caída en el mercado de capitales dio apoyo a la tendencia bajista. El escaso abastecimiento de la OPEP y sorpresivos cortes de producción por las principales productores de la no- OPEP coronaron al descenso. Sin embargo, las señales mixtas de la AIE y la evaluación del impacto ambiental sobre el crecimiento de la demanda y la oferta provocó un resurgimiento de la volatilidad.

En los últimos días del 2008, las preocupaciones geopolíticas, derivadas de los conflictos del Oriente Medio y la interrupción de suministro de gas natural por parte de Rusia a Ucrania, revivió cierto nivel de optimismo. Sin embargo, el ORB en diciembre bajó en \$11.16, para ubicarse en \$38,60/b, al cierre del mes.

7.3.COMPORTAMIENTO DEL PETRÓLEO 2009²⁹

La decisión de la OPEP en Orán parece haber detenido la caída a la baja en los precios, que ya se encontraban excesivamente en niveles bajos, a pesar de un flujo constante de datos económicos y de demanda negativos. La referencia de la canasta OPEP aumentó a \$41.52/b, en enero. El clima frío en Europa y EE.UU. reavivó la demanda de los combustibles de invierno mejorando los márgenes de refinación. Las tensiones geopolíticas y la interrupción del suministro de gas natural de Rusia también contribuyeron al comportamiento del crudo a principios de 2009.

La canasta de referencia de la OPEP se mantuvo prácticamente sin cambios en febrero, con disminución marginal de 17 ¢ a \$41,35/b. Aunque, se registró un continuo deterioro en la situación económica mundial y la erosión de la demanda, la acción de los gobiernos para estimular sus economías y los esfuerzos de la OPEP para reducir el exceso de oferta contribuyeron a estabilizar el mercado. La canasta de referencia de la OPEP subió 4,37 a \$45,78/b en marzo. El mercado estaba dominado por la evolución de las acciones y otros indicadores económicos. Los precios siguieron fortaleciéndose a principios de abril así como la confianza económica mostró cierta mejoría después de los esfuerzos del G-20 para impulsar el crecimiento económico mundial.

²⁹ OPEC Monthly Oil Market Report 2009 and January 2010.

Gráfico 17. Cotización WTI 2009.



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

La canasta de referencia de la OPEP ganó \$4,42/b, cerrando en \$50,20/b, en abril. Los precios aumentaron gracias a la mayor confianza en la recuperación económica en medio de los indicadores de prosperidad. Las fluctuaciones en los mercados de acciones y el debilitamiento del dólar estadounidense provocaron una afluencia de inversión en los futuros de energía. Esta mejora se produjo a pesar del deterioro persistente de la demanda.

La canasta de referencia de la OPEP subió cerca del 14% ubicándose en \$56,98/b en mayo, el promedio mensual más alto en siete meses. El mercado fue impulsado por la expectativa de mejora económica esperanzando en una recuperación de la demanda de petróleo. Los problemas en las refinerías de EE.UU. surgieron con el inicio de la *driving season* mientras que la demanda implícita semanal alcanzó su máximo de dos años. La caída del dólar estadounidense a un mínimo de cinco meses y la continua alza en acciones también repercutieron en el mercado.

La canasta continuó subiendo en junio, debido a que algunas instituciones de inversión pronosticaban precios más altos influyendo en inversiones de futuros de energía así como a su vez el dólar se debilitó de nuevo. La canasta de referencia de la OPEP subió a \$68,36/b. Un considerable optimismo sobre las perspectivas para la economía mundial, las fluctuaciones del dólar de EE.UU. y los mercados de valores en aumento ayudaron a la canasta a ubicarse por encima \$70/b, así como también el mercado se movió más en la *driving season*. Sin embargo, la débil demanda y la base en productos refinados cortaron el sentimiento alcista.

El precio de referencia de la canasta OPEP cayó en \$3,77/b, hasta los \$64,59 b en el mes de julio. La evolución bajista del mercado, incluyendo una caída en la confianza de los consumidores de EE.UU. en junio y el aumento de las solicitudes de desempleo opacaron otros factores de apoyo en la primera mitad de julio. El sentimiento del mercado volvió a ser positivo a finales de julio, así como los informes optimistas sobre las ganancias corporativas, la venta de viviendas y una moderación en la contracción económica de EE.UU. levantó las acciones y los precios del crudo.

La canasta de referencia de la OPEP subió por un significativo \$6,76/b, o el 10% con respecto a julio para llegar a \$71,35/b en el mes de agosto. Una combinación de mejoras en las señales económicas, junto con la cotización del crudo en EE.UU. prestó apoyo para la confianza del mercado en agosto, particularmente en a finales de mes. Sin embargo, Estados Unidos y el movimiento del dólar contra las principales monedas y la volatilidad del mercado de valores, junto con la venta de opciones técnicas para la toma de ganancias, cortó la tendencia al alza mantenimiento los precios alrededor de \$70/b. Aunque los fundamentos siguen siendo débiles, en ausencia de un importante cambio en las perspectivas económicas, las circunstancias del mercado probablemente iban a persistir.

La canasta de referencia de la OPEP cayó en septiembre para llegar a \$67,17/b. La evolución a la baja de los mercados de capital a principios de mes ejerció una presión también a la baja sobre los precios del crudo en todo el mundo, reforzado por los *stock builds*. Sin embargo, la depreciación del dólar EE.UU., lo que generó un incremento en los precios de las acciones y una mejora en las proyecciones de la demanda debido a la recuperación económica, cambió al alza el sentimiento del mercado elevando los precios del crudo.

La ORB subió en octubre a \$72,67/b. El sentimiento optimista en el mercado se vio reforzado por los ajustes al alza de la demanda mundial de petróleo tras la revisión de cifras del PIB por el FMI. La depreciación del dólar EE.UU. y el aumento de precios de las acciones también contribuyeron a la tendencia alcista de los precios, junto con la *counter-seasonal draws* en los inventarios de gasolina de EE.UU.

La canasta se situó en \$76,50/b el 10 de noviembre. La volatilidad del mercado sugería que los precios del crudo probablemente permanecieran en los \$ 70 en un futuro próximo, con la dirección de los precios siendo afectados por los datos de las condiciones económicas y las fluctuaciones del dólar de EE.UU.

Los precios del crudo subieron en noviembre con el apoyo de las expectativas de crecimiento económico para los próximos años y el impacto positivo en la demanda, así como la depreciación del dólar EE.UU. La referencia de la canasta de la OPEP aumentó a \$76,29/b en el mes de noviembre. Sin embargo, este sentimiento alcista fue socavado en las últimas semanas, debido a los *counter-seasonal sotck builds*, y por la percepción de un dólar de EE.UU. más fuerte.

Después de caer a un mínimo de dos meses de \$70,7/b, a mediados de diciembre, la ORB se recuperó debido a una perspectiva económica positiva lo que desencadenó una oleada de la actividad especulativa. Como resultado, el precio de la canasta promedió \$74,01/b, en diciembre, la segunda cifra mensual más alta en 2009 después de noviembre. La canasta aumentó más en el Año Nuevo hasta alcanzar los \$80,29/b, el 7 de enero, el nivel más alto desde principios de octubre de 2008. Desde entonces, los precios se han invertido entre las preocupaciones económicas, un clima moderado y *inventory builds*, hasta situarse en \$75,79/b el 18 de enero de 2010.

8. ECOPETROL³⁰

Ecopetrol nace el 25 de Agosto de 1951, con el nombre de Empresa Colombiana de Petróleos; con la cesión de activos por parte de Tropical Oil Company, como una Empresa Industrial y Comercial del Estado, administrando los recursos hidrocarburíferos de la nación. En el año de 1961 asume el control de la refinería de Barrancabermeja y en 1974 compra la refinería de Cartagena. En el año de 1983 con el hallazgo de reservas en el campo de Caño Limon Coveñas por 1.100 millones de barriles, Colombia vuelve a convertirse en un país exportador de Petróleo y en los noventas prolongó su autosuficiencia con los Hallazgos en Cusiana y Cupiagua.

Ecopetrol S.A. es la empresa más grande del país y la principal compañía petrolera en Colombia. Por su tamaño, Ecopetrol S.A. pertenece al grupo de las 39 petroleras más grandes del mundo y es una de las cinco principales de Latinoamérica.

Ecopetrol S.A tiene la participación mayoritaria de la infraestructura de transporte y refinación del país, posee el mayor conocimiento geológico de las diferentes cuencas, cuenta con una respetada política de buena vecindad entre las comunidades donde se realizan actividades de exploración y producción de hidrocarburos, es reconocido por la gestión ambiental y, tanto en el *upstream*³¹ como en el *downstream*³², ha establecido negocios con las más importantes petroleras del mundo.

Ecopetrol S.A cuenta con campos de extracción de hidrocarburos en el centro, el sur, el oriente y el norte de Colombia, dos refinerías, puertos para exportación e importación de combustibles y crudos en ambas costas y una red de transporte de 8.500 kilómetros de oleoductos y poliductos a lo largo de toda la geografía nacional, que intercomunican los sistemas de producción con los grandes centros de consumo y los terminales marítimos.

Ecopetrol S.A tiene a disposición de sus socios el Instituto Colombiano del Petróleo -ICP-, considerado el más completo centro de investigación y laboratorio científico de su género en el país, donde reposa el acervo geológico de un siglo de historia petrolera de Colombia.

Desde 1997 ha marcado récords al obtener las más altas utilidades de una compañía colombiana en toda la historia. En 2003 se convirtió en una sociedad pública por acciones y emprendimos una transformación que garantiza mayor autonomía financiera y competitividad dentro de la nueva organización del sector de hidrocarburos de Colombia, con la posibilidad de establecer alianzas comerciales fuera del país.

³⁰ Información suministrada por Ecopetrol, Correval (2010-1) y Correval (2010-2)

³¹ Hace referencia a la búsqueda, reconocimiento y producción del petróleo y el gas natural.

³² Hace referencia al proceso de refinería del petróleo o venta y distribución del gas natural.

8.1.NEGOCIOS DE ECOPETROL

Exploración

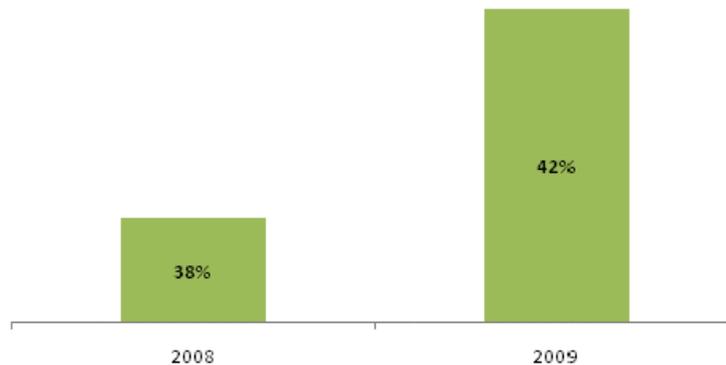
Ecopetrol S.A. realiza actividades de exploración de hidrocarburos en 32 bloques del territorio colombiano de manera directa y en 15 adicionales participa en riesgo con otras compañías, uno de ellos es Tayrona. Hasta el tercer trimestre del 2009 había logrado un éxito exploratorio del 42%. Para el 2010 tiene presupuestado USD\$951 MM para la perforación de 20 pozos exploratorios. El 54% de la inversión se realizará en Colombia y el 46% en el exterior. Los nuevos negocios estarán enfocados principalmente en el desarrollo de los proyectos de exploración en la costa del Golfo de los Estados Unidos, Perú, Brasil, en compañía de otras empresas. Con respecto al presupuesto de 2009, hay una disminución del -7,34% para el 2010.

Tabla 2. Gestión Exploratoria Ecopetrol S.A. 2003 - 2008

| Indicador | Unidad | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|-------------------------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|
| Sísmica Ecopetrol | Kilómetros Equivalentes | 1.651 | 2.481 | 855 | 3.773 | 1.670 | 5.633 |
| Sísmica (2D + 3D) Ecopetrol y socios | Kilómetros Equivalentes | 3.470 | 6.767 | 2.668 | 4.584 | 3.081 | 6.738 |
| Sísmica (2D + 3D) Total país | Kilómetros Equivalentes | 3.470 | 6.767 | 11.896 | 26.491 | 9.971 | 16.286 |
| Perforación Ecopetrol Pozos A3 | Pozos | 3 | 1 | 9 | 4 | 12 | 15 |
| Perforación Pozos A3 Ecopetrol y socios | Pozos | 28 | 21 | 32 | 34 | 33 | 35 |
| Perforación Pozos A3 Total país | Pozos | 28 | 21 | 35 | 56 | 75 | 96 |
| Inversión Ecopetrol | Millones de Dólares | 53 | 92 | 96 | 120 | 265 | 458 |
| Inversión Ecopetrol y socios | Millones de Dólares | 189 | 219 | 263 | 353 | 457 | 562 |

Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

Gráfico 18. Éxito Exploratorio (Ene – Sep)

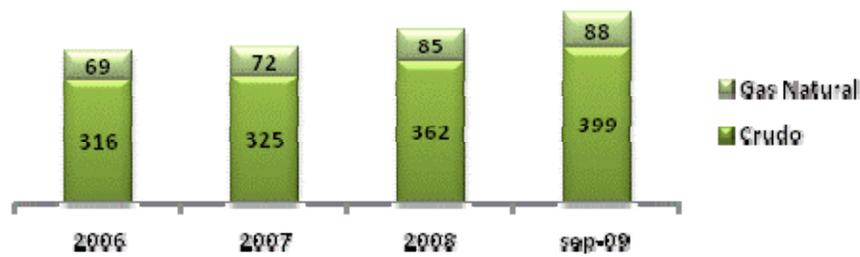


Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

Producción

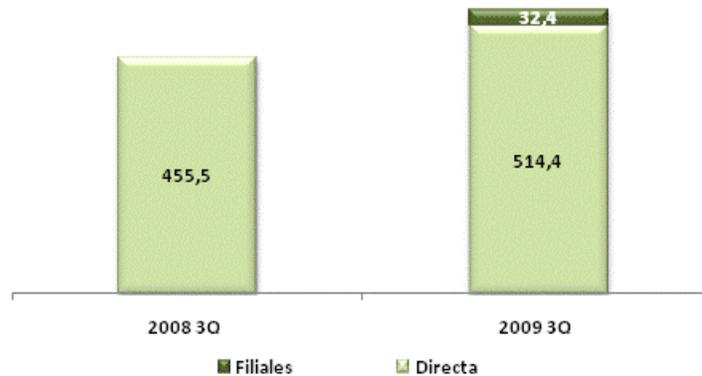
Ecopetrol S.A participa en la mayor parte de la producción de crudo y gas en el país, obtenida mediante la operación directa y la operación asociada. La operación incluye la extracción, recolección, tratamiento, almacenamiento y bombeo o compresión de hidrocarburos. Entre 2002 y 2005 la producción de petróleo del país venía cayendo en promedio a una tasa anual de 3.09%. Sin embargo, a partir de 2006 está tendencia decreciente cambió a tal punto que el año pasado la producción promedio de hidrocarburos de Ecopetrol presentaba un aumento de 12.6%, al ubicarse en 447 kbped³³. Durante el tercer semestre del 2009 obtuvo una producción bruta de 514,4 kbped, lo que representa un incremento del 12,9% frente a la producción promedio del año anterior. Las reservas probadas de hidrocarburos (1P) de propiedad de Ecopetrol S.A, calculadas a 31 de Diciembre de 2008, ascienden a 1474 millones de barriles de petróleo equivalente. Para el 2010 tiene presupuestado USD\$5,558 MM destinado a incrementar su producción directa de crudo y gas. El objetivo es alcanzar 556 kbped en promedio para este año.

Gráfico 19. Producción Promedio (KBPED)



Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

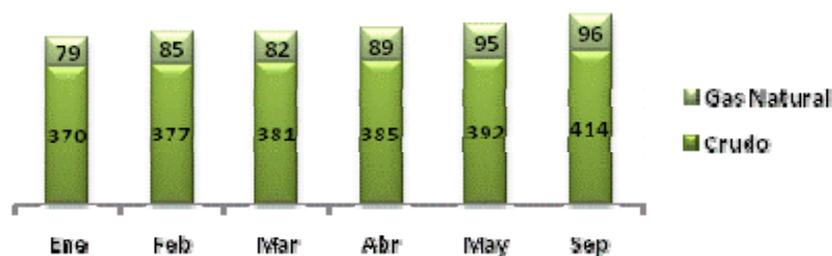
Gráfico 20. Producción Ecopetrol S.A.



Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

³³ Miles de barriles de petróleo equivalentes diarios

Gráfico 21. Producción Mensual 2009 (KBPED)



Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

Tabla 3. Niveles de Producción Ecopetrol S.A. 2003 - 2008

| Petróleo y Gas | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|-------|--------|------|------|------|------|
| Petróleo Operación directa Ecopetrol (kbpd) | 113 | 123 | 138 | 157 | 151 | 172 |
| Propiedad de Ecopetrol (Incluye regalías) | 292 | 307 | 311 | 316 | 327 | 362 |
| Petróleo Ecopetrol y Socios (kbpd) | 541 | 528 | 526 | 528 | 525 | 564 |
| Producción diaria de petróleo total en el país (kbpd) | 541 | 528 | 526 | 529 | 531 | 588 |
| Producción Gas Natural (Mpcd) | 581,5 | 619,64 | 649 | 699 | 729 | 874 |
| Gas Natural propiedad Ecopetrol (Mpcd) | 0 | 345 | 367 | 383 | 411 | 486 |

Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

Refinación y Petroquímica

Ecopetrol S.A. cuenta con una infraestructura que integra el proceso de transformación de hidrocarburos, para garantizar la demanda y el consumo nacional de combustibles y petroquímicos de manera rentable con estándares de calidad cada vez más altos. En 2008 Ecopetrol tuvo una carga de refinación de 310,1 mil barriles de carga de crudo diarios, en las Refinerías de Barrancabermeja (232,1 kbpd) y Cartagena (78,0 kbpd), esta última en sociedad con Glencore. Estas dos refinerías suplen la producción nacional de combustibles que permite atender la demanda del país y la salida de productos de exportación. Para el 2010 tiene presupuestado USD\$1,294 MM para continuar la modernización de las refinerías, el proyecto de servicios industriales y el plan de mejoramiento de la calidad de los combustibles.

Gráfico 22. Cargas a la refinería (KBPD)

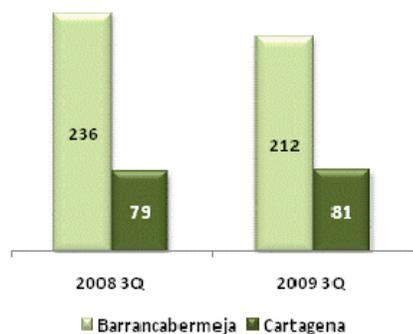
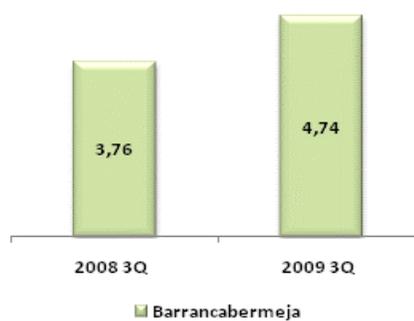


Gráfico 23. Margen de refinación (USD/BL)



Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

Tabla 4. Indicadores de Refinación Ecopetrol S.A.

| Indicador | Medida del Indicador | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------------------|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cargas a refinería crudo | Miles de barriles por día | 299,6 | 305,6 | 296,3 | 312,2 | 309,9 | 310,1 |
| Factor Utilización | Porcentaje | 81,2 | 82,1 | 84,1 | 83,9 | 82,6 | 85,4 |
| Margen Bruto | Dólares por Barril | 7,24 | 9,06 | 11,37 | 8,92 | 10,4 | 4,47 |
| Paradas no programadas | Días | 1.066 | 567 | 348 | 500 | 417,8 | 236 |

Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

Transporte

El negocio de transporte de combustibles de Ecopetrol representa cerca del 5% de sus ingresos operacionales. Esta línea se enfoca en llevar los hidrocarburos producidos de los pozos a las refinerías y a los sitios de embarque. De este modo, la orientación que le ha dado Ecopetrol a su negocio de transporte se enfoca principalmente en reducir sus costos de exportación, ya que el precio de enviar los hidrocarburos a los sitios de embarque en carro tanques es más del doble que hacerlo a través de los oleoductos. Ecopetrol S.A. garantiza al país y a los inversionistas el transporte y disponibilidad oportuna de los diferentes hidrocarburos para refinación, exportación o consumo a través de su red de 8.500 kilómetros de poliductos y oleoductos, que van desde los centros de producción hasta las refinerías y puertos en los océanos Atlántico y Pacífico. Cuenta con 53 estaciones desde las que se bombea crudo y productos por la geografía colombiana, además de sus centros de almacenamiento. La Compañía asegura una capacidad de excedentes en los principales sistemas de transporte de petróleo, lo que se convierte en una ventaja económica en caso de un descubrimiento comercial de hidrocarburos. El sistema de transporte cuenta con 8.500 kilómetros de redes principales de oleoductos y poliductos que convergen en los terminales de Coveñas y Santa Marta, en el Atlántico, y Buenaventura y Tumaco, en el Pacífico. Los principales oleoductos trabajan, en la actualidad, a un 60% de su capacidad operativa. Para los nuevos descubrimientos, Ecopetrol cuenta con una amplia experiencia

en la oferta de servicios de transporte multimodal, a través de oleoductos, poliductos, buquetanques; ofreciendo soluciones integrales a sus clientes. Para el 2010 se tiene presupuestado USD\$735 MM para la ampliación de los sistemas de Pozos-Galán y para el poliducto Andino.

Tabla 5. Indicadores de Transporte Ecopetrol S.A.

| Indicador | Medida del Indicador | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------------------------------|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Volumen de crudo transportados | Miles de barriles por día Calendario | 426,6 | 445,2 | 443,8 | 471,1 | 516,6 | 542,3 |
| Volúmenes de refinados transportados | Miles de barriles por día Calendario | 152,2 | 155,1 | 159,4 | 180,7 | 193,8 | 209,5 |
| Hurto de Hidrocarburos | Barriles por día calendario | 5.777 | 2.942 | 1.601 | 942 | 561 | 389 |

Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

8.2.SITUACIÓN FINANCIERA DE ECOPETROL³⁴

Gráfico 24. Estado de Resultados 2008 - 2009

| (Millardos de COP\$) | IV trim. 09 | IV trim. 08 | % | 2009 | 2008 | % |
|-----------------------------------|-------------|-------------|----------|-----------|-----------|----------|
| Ventas locales | 4.113,0 | 3.775,9 | 8,9% | 14.441,8 | 20.254,7 | (28,7%) |
| Ventas de exportación | 4.124,1 | 2.096,7 | 96,7% | 12.248,4 | 11.573,0 | 5,8% |
| Ventas de servicios | 268,6 | 263,3 | 2,0% | 983,8 | 921,7 | 6,7% |
| Ventas Totales | 8.505,7 | 6.135,9 | 38,6% | 27.674,0 | 32.749,4 | (15,5%) |
| Costos Variables | 2.950,5 | 2.701,5 | 9,2% | 11.401,5 | 12.482,1 | (8,7%) |
| Costos Fijos | 2.172,8 | 2.025,9 | 7,3% | 6.029,1 | 5.572,6 | 8,2% |
| Costo de Ventas | 5.123,3 | 4.727,4 | 8,4% | 17.430,6 | 18.054,7 | (3,5%) |
| Utilidad Bruta | 3.382,4 | 1.408,5 | 140,1% | 10.243,3 | 14.694,7 | (30,3%) |
| Gastos Operativos | 676,3 | 693,9 | (2,5%) | 2.159,8 | 1.811,4 | 19,2% |
| Utilidad Operacional | 2.706,1 | 714,6 | 278,7% | 8.083,5 | 12.883,3 | (37,3%) |
| Utilidad (pérdida) No Operacional | (455,5) | 1.988,8 | (122,9%) | (881,1) | 3.121,6 | (128,2%) |
| Provisión impuesto de renta | 559,2 | 651,1 | (14,1%) | 1.946,2 | 4.374,2 | (55,5%) |
| Utilidad Neta | 1.691,4 | 2.052,3 | (17,6%) | 5.256,2 | 11.630,7 | (54,8%) |
| Utilidad por acción (COP\$) | \$ 41,79 | \$ 50,71 | (17,6%) | \$ 129,87 | \$ 287,37 | (54,8%) |
| EBITDA | 2.963,6 | 1.150,9 | 157,5% | 10.438,0 | 14.758,9 | (29,3%) |
| Margen EBITDA | 35% | 19% | | 38% | 45% | |

Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

En el año 2009 los resultados financieros de Ecopetrol S.A. mostraron una tendencia positiva, con crecimientos trimestrales en términos de ventas totales, utilidad operativa y Ebitda.

³⁴ ECOPETROL (2010). Boletines de Prensa. *Presentación de resultados 2009*. Febrero 15 de 2010. CORFICOLMBIANA (2009). Investigaciones Económicas: *Análisis Empresarial: Ecopetrol*. Bogotá, Junio 2009.

En el cuarto trimestre de 2009 los mayores precios del crudo y el incremento en los volúmenes exportados hicieron que las **ventas totales** aumentaran un 38,6% frente al mismo período de 2008. Las ventas crecieron de manera sostenida durante todos los trimestres de 2009. Sin embargo, en el año acumulado, la reducción en los ingresos fue del 15,5%, debido a los menores precios promedio de crudo y productos durante 2009 frente a 2008.

Entre el cuarto trimestre de 2008 y el mismo trimestre de 2009 los **costos variables** aumentaron en 9,2%, debido al mayor valor de las compras de crudo, cuyo precio promedio pasó de US\$66,20/barril a US\$70,14/barril, y a los mayores volúmenes de diesel de bajo azufre importados en el último trimestre de 2009 para cumplir con las especificaciones de mejor calidad de combustibles a partir del 1° de enero de 2010. De otra parte, los conceptos de amortización y agotamiento presentaron una reducción del 99,7%, originado por el recalcu realizado a 31 de diciembre de 2009 con una mayor base de reservas de hidrocarburos. En el acumulado a diciembre de 2009, los costos variables se redujeron 8,7% comparados con el año 2008.

Los **costos fijos** presentaron un incremento del 7,3% entre el cuarto trimestre de 2009 y el mismo período de 2008, debido principalmente al aumento de los rubros de servicios contratados y mantenimientos requeridos para soportar los crecientes niveles de producción, así como a mayores costos laborales asociados con el mismo hecho.

Para el año 2009, además de los rubros mencionados, el costo de transporte de hidrocarburos se incrementó debido al mayor uso de carrotanques para el transporte de crudo y al aumento de los costos de transporte de gas de la Guajira a la refinería de Barrancabermeja, lo que llevó a un incremento de los costos fijos de 8,2% frente al año 2008.

Ecopetrol continuó con la implementación de diversas estrategias para reducir los costos de abastecimiento, que incluyeron beneficios por exenciones arancelarias y uso de opciones de negociación, logrando ahorros de COP\$288,7 millardos en el cuarto trimestre de 2009, frente a COP\$95 millardos en el cuarto trimestre de 2008. En el año 2009, el ahorro total logrado fue de COP\$607,6 millardos, frente a COP\$272 millardos obtenidos en 2008. Adicionalmente, esas estrategias también permitieron evitar incurrir en costos estimados de COP\$202 millardos durante 2009.

Los gastos operativos tuvieron una reducción neta de 2,5% en el cuarto trimestre de 2009 comparados con el cuarto trimestre de 2008. Esto se explica principalmente por una disminución del 20,6% en los gastos de exploración y proyectos, debida a: 1) menor actividad sísmica en el cuarto trimestre de 2009 frente al mismo trimestre de 2008 y, 2) menor costo amortización de gastos de pozos el cuarto trimestre de 2009 frente al mismo trimestre de 2008.

En el acumulado a diciembre de 2009, el incremento de los gastos operativos frente a 2008 fue de 19,2%, debido a mayores gastos por actividades exploratorias no exitosas y a la amortización de créditos mercantiles de las adquisiciones hechas por Ecopetrol en 2009.

La utilidad no operativa disminuyó en el cuarto trimestre de 2009 comparada con el cuarto trimestre de 2008, al obtener un resultado negativo de COP\$455,5 millardos, frente a una utilidad no operativa de COP\$1.988,8 millardos, respectivamente. Esta pérdida se debió al efecto de la diferencia en cambio en el portafolio financiero de las inversiones denominadas en dólares, las cuales durante el transcurso del año disminuyeron sensiblemente. De igual manera se reconocieron gastos financieros derivados de la adquisición de deuda.

Respecto al acumulado del año, la reducción en los resultados no operacionales ocasionados por la diferencia en cambio generó una pérdida neta de COP\$23,4 millardos, frente a una utilidad neta de COP\$1.967,2 millardos en 2008. Vale la pena destacar que la posición neta en moneda extranjera por efecto de la deuda adquirida en dólares disminuyó la exposición de la compañía a factores cambiarios en 2009.

La utilidad neta en el cuarto trimestre de 2009 fue de COP\$1.691,4 millardos, equivalente a COP\$41,79 pesos por acción, 17,6% menos que la reportada para el cuarto trimestre de 2008 que fue de COP\$2.052,3 millardos, equivalente a una utilidad de COP\$50,71 pesos por acción. Sin embargo, la utilidad del cuarto trimestre de 2009 fue un 42% superior a los COP\$1.193,5 millardos de utilidad generados en el trimestre inmediatamente anterior.

En el acumulado a diciembre de 2009, la utilidad neta alcanzó COP\$5.256,2 millardos, equivalente a COP\$129,87 por acción, 54,8% menos que en el mismo período de 2008, debido principalmente al efecto de la caída en los precios.

El Ebitda del cuarto trimestre del año fue de COP\$2.963,6 millardos, un 158% mayor que los COP\$ 1.150,9 millardos generados en el cuarto trimestre del año anterior y un 2,4% menor que el EBITDA generado en el tercer trimestre de 2009. El margen Ebitda fue de 35% frente a 19% en el cuarto trimestre de 2008 y frente a 41% en el tercer trimestre de 2009. En el Ebitda se resalta la mayor capacidad de generación de ingresos de la compañía por efectos de los incrementos de la producción y las iniciativas de control de los costos de operación.

Ecopetrol cerró el año 2009 con **activos** por valor total de COP\$53.092 millardos en comparación con COP\$51.626 millardos al cierre del septiembre de 2009. Durante el último trimestre el activo corriente se redujo en el rubro de efectivo y equivalentes de efectivo para atender el pago de proveedores, inversiones de proyectos y la última cuota de los dividendos de 2009. El activo de largo plazo por su parte se incrementó por la capitalización de las inversiones en propiedad, planta y equipo, así como por las inversiones en filiales.

Gráfico 25. Balance General

| Millardos de COP\$ | A dic. 31-09 | A sept. 30-09 | % |
|----------------------------------|-----------------|-----------------|---------------|
| Activos corrientes | 9.596,5 | 14.242,3 | (32,6%) |
| Activos de largo plazo | 43.495,9 | 37.383,9 | 16,3% |
| Total Activos | 53.092,4 | 51.626,2 | 2,8% |
| Pasivos corrientes | 6.772,0 | 9.918,5 | (31,7%) |
| Pasivos de largo plazo | 13.617,2 | 12.262,8 | 11,0% |
| Total Pasivos | 20.389,2 | 22.181,2 | (8,1%) |
| Patrimonio | 32.703,2 | 29.445,0 | 11,1% |
| Total Pasivo y Patrimonio | 53.092,4 | 51.626,2 | 2,8% |

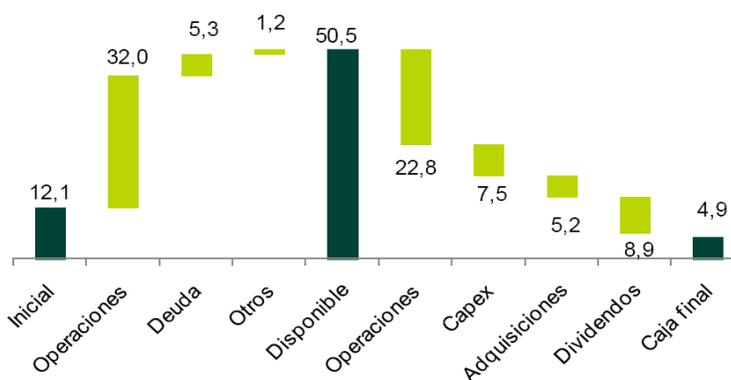
Cuentas de orden 138.150,6 134.943,3

Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

Los **pasivos** al cierre de diciembre de 2009 ascendieron a COP\$20.389 millones en comparación con COP\$22.181 millones al cierre de septiembre de 2009. La disminución del pasivo corriente obedeció principalmente al pago de la tercera cuota de dividendos por COP\$2.938 millones. El pasivo de largo plazo por su parte se incrementó en este período principalmente por el reconocimiento de COP\$1.008 millones por provisión de costos de abandono de pozos.

A su vez, el **patrimonio** pasó de COP\$29.445 millones en septiembre de 2009 a COP\$32.703 millones en diciembre de 2009, debido principalmente al aumento de la utilidad neta de COP \$1.691 millones y por la recuperación de provisión por resultado del avalúo técnico de activos por COP\$712 millones.

Gráfico 26. Flujo de Caja Neta con Situación de Fondos 2009



Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.
Cifras Billones COP

Ecopetrol inició el año 2009 con un saldo en caja de COP\$ 12,1 billones. En el período enero-diciembre la generación de caja continuó siendo fuerte, originando en su operación COP\$32,04 billones, lo cual fue complementado con el inicio del apalancamiento financiero de la empresa (nueva deuda) por aproximadamente COP\$5,4 billones. Estos

recursos fondearon la operación del año que llegó a COP\$22,83 billones, las inversiones por COP\$7,55 billones, las adquisiciones por COP\$5,15 billones, y el pago de dividendos por COP\$8,9 billones.

El año 2009 finalizó con COP\$4,9 billones en efectivo, equivalentes de efectivo e inversiones, incluyendo inversiones en portafolios al vencimiento que ascendieron a COP\$138,3 millardos.

9. EL PROCESO DE VENTA DE LAS ACCIONES DE ECOPETROL³⁵

El Gobierno Nacional autorizó el 25 de Julio del 2006 iniciar el proceso para la vinculación de tercero a la propiedad accionaria de Ecopetrol S.A. hasta en 20%, preferiblemente a través del sector solidario y con una participación de un número plural de ciudadanos.

La decisión cobró relevancia dentro del rol que tiene Ecopetrol luego del proceso de transformación vivido en los últimos años, especialmente con la expedición del Decreto 1760 de 2003.

Dicho decreto llevó a la empresa a comportarse como un jugador más en la industria petrolera nacional, con la obligación de competir en la asignación de áreas para exploración y producción, sin contar con las ventajas del antiguo sistema de asociación y la administración de las reservas.

El nuevo esquema implica que Ecopetrol se convierta en una empresa competitiva para garantizar su sostenibilidad. El primer paso fue adoptar una serie de medidas para “ordenar la casa” y preparar la empresa para desenvolverse en el nuevo escenario. Entre 2003 y 2005 se modificó la estructura organizacional, se optimizó la planta de personal, se introdujeron cambios en el régimen laboral y se incrementaron los presupuestos de inversión para exploración y producción.

Tabla 6. Etapas del Proceso de venta de acciones Ecopetrol S.A.

| PREPARACIÓN | | | EJECUCIÓN | |
|--|---------------------|--------------------|------------------------|----------------------------|
| Divulgación General | Lograr aprobaciones | Pre-Capitalización | Capitalización | Post-Capitalización |
| Dar a conocer en qué consiste el proyecto, sus ventajas y el Plan de Negocios de Ecopetrol | | Valoración | Rondas de divulgación | Relación con el accionista |
| | | Estudio de mercado | Ejecución de la oferta | Divulgación de resultados |
| Obtener apoyo para aprobaciones | | Estructuración | | |

Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

Los cambios introducidos se tradujeron en una mayor competitividad de Colombia en el escenario mundial y en mejores indicadores operativos de Ecopetrol. Sin embargo, la empresa tenía todavía algunas restricciones que le dificultaban competir en igualdad de condiciones con otras petroleras, asociadas a las dificultades para financiar sus planes de inversión para los próximos años y lograr autonomía administrativa, presupuestal y financiera.

Luego de analizar diferentes opciones para conseguir dicha autonomía y garantizar las inversiones que requiere la empresa para su fortalecimiento, el Gobierno y la

³⁵ Información suministrada por Ecopetrol, Oficina del accionista.

administración de Ecopetrol optaron por el camino de la capitalización. El Gobierno mantendrá el control de la empresa porque conservará un porcentaje igual o superior al 80% de las acciones con derecho a voto.

El objetivo no era buscar un socio estratégico que aporte conocimientos y tecnología, pues Ecopetrol ha demostrado su capacidad para operar en el sector petrolero. La intención fundamental era conseguir recursos frescos para llevar a cabo un plan agresivo de inversiones.

El esquema planteaba la emisión de nuevas acciones que garanticen una capitalización de la empresa. No se trata de vender un porcentaje de las acciones que estaban en cabeza del Ministerio de Hacienda, en más del 99%, y de otras cinco entidades públicas. Por ello, no se trata de una venta, sino de una capitalización vía emisión de acciones.

Se llegó a la decisión de la capitalización puesto que las otras alternativas estudiadas presentaban los siguientes inconvenientes:

- a. *Recursos del Estado:* Los recursos del estado, además de ser limitados, deben destinarse a otras actividades prioritarias como la salud, educación e infraestructura básica. los requerimientos de Ecopetrol S.A. para financiar su crecimiento son del orden de US\$2.500 millones por año, cifra que representa el 130% de la inversión pública directa del Gobierno central en 2005.
- b. *Financiar con deuda privada:* A pesar de su solidez financiera y su condición de empresa netamente estatal, cualquier deuda que Ecopetrol S.A. pretenda adquirir le resta espacio al endeudamiento que la Nación requiere para financiar el déficit fiscal y la inversión social del Estado.
- c. *Modificación estatuto Orgánico de Presupuesto:* La simple modificación del Estatuto Orgánico de Presupuesto solo conduce a flexibilizar trámites y procedimientos pero no asegura los recursos económicos requeridos por Ecopetrol S.A. ni asegura que en la empresa primen los criterios comerciales y de continuidad de la estrategia. Siempre que Ecopetrol S.A. siga siendo una empresa netamente estatal y aunque tenga un régimen legal especial de autonomía, en la práctica sus necesidades de inversión competirán con las prioridades de inversión del Estado (salud, educación, infraestructura, justicia, etc.).
- d. *Fondo nacional de regalías:* Estos recursos constitucionalmente pertenecen a las entidades territoriales no productoras de recursos naturales no renovables, es decir aquellas que no reciben regalías directas. Adicionalmente tienen una destinación específica en fomento a la minería, preservación del medio ambiente y proyectos prioritarios regionales de inversión señalados por la misma Constitución, que no permite que puedan ser utilizados para financiar el crecimiento de Ecopetrol S.A.
- e. *Utilidades de Ecopetrol:* La Nación no puede prescindir de los dividendos que Ecopetrol S.A. genera, dado que se ampliaría dramáticamente el déficit del Gobierno Nacional Central y se tendría que cubrir, por ejemplo, vía impuestos. Adicionalmente, las utilidades que genera la empresa no son suficientes para cubrir las inversiones y los gastos previstos en el Plan de Negocios.

- f. *Fondo de ahorro y estabilización petrolera*: Éste es un fondo de estabilización macroeconómica creado para evitar los efectos inflacionarios y revaluacionistas de una entrada masiva de dólares al país provenientes de la explotación de petróleo. Adicionalmente, asegura que las entidades territoriales beneficiarias de la explotación del petróleo hagan uso racional de los recursos generados por dicha explotación, a través de un ahorro forzoso en el FAEP. Así se evita que un ingreso de carácter transitorio se traduzca en un déficit de carácter permanente. En otras palabras, permite a estos beneficiarios y a Ecopetrol S.A. disponer de fondos en momentos de “vacas flacas”, cuando la producción de petróleo declina o los precios caen.

La mayor inversión no se financiará solamente con la capitalización vía emisión de acciones, sino que la autonomía permitiría tener acceso al mercado de capitales y a endeudamiento, como lo hacen las otras petroleras o cualquier empresa del sector real.

Estas ventajas obedecen a que al tener una participación de terceros superior al 10%, Ecopetrol se convierte en una sociedad de economía mixta, lo que en la práctica le permite salirse de las cuentas nacionales y la obliga a responderles a sus nuevos accionistas con criterios puramente empresariales.

La emisión permite la autonomía administrativa, presupuestal y financiera, para que la empresa pueda tomar sus decisiones basada en su plan estratégico y en sus propias necesidades de inversión, sin las talanqueras que le implica competir por los recursos públicos destinados a actividades prioritarias como educación y salud.

En materia de recursos humanos y talento, la empresa padece cada día las consecuencias de no poder retener a los profesionales más competitivos, muchos de los cuales encuentran oportunidades más atractivas en otras empresas en Colombia y en el exterior.

A partir del comunicado del Gobierno Nacional acerca del proyecto de Capitalización de Ecopetrol, el Gobierno junto con Ecopetrol juntaron esfuerzos con el objetivo de lograr la aprobación por parte del congreso del proyecto de Ley.

Dentro de este proceso se realizaron rondas de divulgación a diferentes grupo de interés con el objetivo de dar a conocer las razones por las cuales el proyecto de capitalización ayudará al crecimiento y desarrollo de la empresa.

Dentro del proceso de estructuración de la emisión se realizó una revisión a los aspectos jurídicos, financieros y contables de la empresa, se realizó la valoración de la empresa por parte de dos bancas de inversión con experiencia en hidrocarburos, se diseñó la estrategia de mercadeo así como la definición de otros temas relevantes para la emisión de acciones como: precio de la acción, elaboración del prospecto de emisión, red de distribución, etc.

Como resultado de la colocación de acciones, el 56% de la emisión se vendió en los últimos dos días. Se observó gran acogida de la emisión, lo cual se reflejó en el número de ofertas

de aceptación y en el número final de accionistas. El 62% de la emisión quedó en manos de personas naturales, que presentaron el 99,8% de los formularios. Los accionistas con ingresos inferiores a un millón de pesos representaron el 41% de los formularios adjudicados y el 25% de los recursos obtenidos. Las firmas comisionistas colocaron el 72% de la emisión por un total de \$ 4,1 billones.

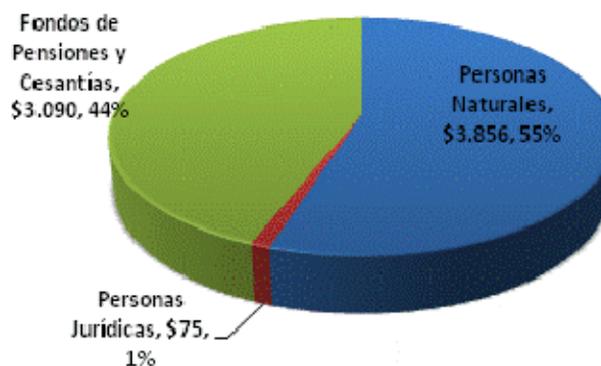
El 50% de los solicitantes demandaron acciones de contado, que representan el 81% del dinero. Una de las grandes innovaciones del proceso fue el formulario electrónico, a través del cual se recibió el 32% de las ofertas. Las solicitudes del 99% de las personas naturales fueron por montos hasta \$70 millones. La proporción para personas jurídicas fue de 75%. El factor promedio de prorrato para los fondos fue de 69.4%, mientras que para las personas naturales fue sólo de 91.3%. Aunque hay grandes diferencias entre grupos, el promedio general de adjudicación fue de 80% sobre el monto demandado.

Gráfico 27. Resultados del Proceso de venta de acciones Ecopetrol S.A.



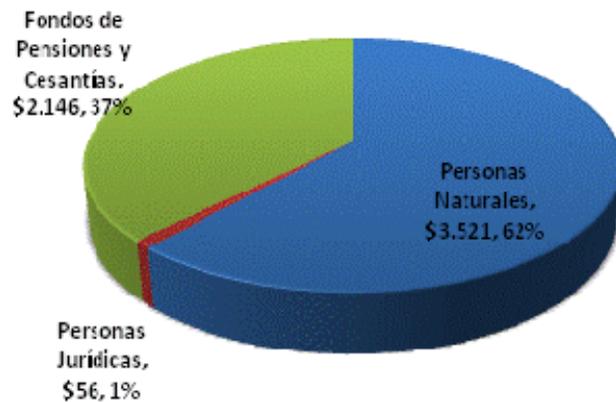
Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

Gráfico 28. Monto Solicitado por tipo de inversionistas



Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

Gráfico 29. Monto Adjudicado por tipo de inversionista



Fuente: Información Suministrada por Ecopetrol.

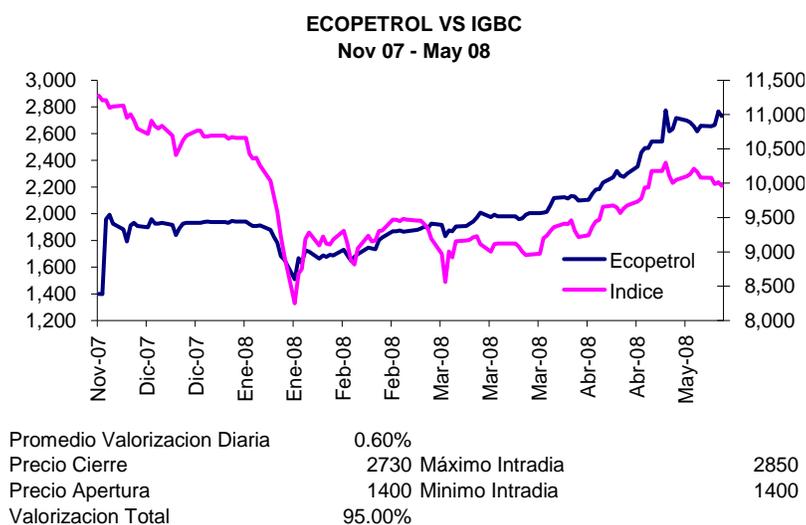
Esta ha sido la emisión más grande de América Latina en los últimos años. Con 482,941 nuevos accionistas, Ecopetrol es ahora la empresa con mayor número de accionistas de Colombia. Ocupó el primer lugar en el peso de la canasta del IGBC con 18,33%, para el segundo trimestre del año 2008. Para los siguientes dos trimestre fue 37,09% y 47,09% respectivamente. La participación en el IGBC durante el año 2009 fue del 50,93%, 49,57%, 41,99% y 32,35% en cada trimestre del año respectivamente. En el año 2010 para el primer trimestre fue de 20,85% y actualmente se encuentra en 19,69%.

10. COMPORTAMIENTO DEL PRECIO DE LA ACCIÓN DE ECOPETROL³⁶

10.1. CICLO NOVIEMBRE 2007 A MAYO 2008

Análisis Fundamental

Gráfico 30. Ecopetrol Vs. IGBC.



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

Durante el primer periodo del ciclo de la acción que corresponde a su introducción y la importante valorización del petróleo en los mercados internacionales el instrumento presentó un aumento del 95% alcanzando un nivel máximo de \$2.850 desde los \$1.400 a los que se realizó el proceso de capitalización del 10% de la compañía.

El 13 de noviembre de 2007, como resultado de la emisión de acciones efectuada en los meses de agosto y septiembre, se produjo el cambio de régimen de la empresa que alcanzó el estatus de sociedad de economía mixta, sin embargo hasta el no perfeccionamiento de la adjudicación de acciones no se negoció en la Bolsa de valores de Colombia, evento que tan sólo ocurrió el día 27 de noviembre.

El apetito observado en la primera etapa de colocación de las acciones determinó un importante atractivo para su salida en bolsa en el mercado secundario, hecho que de igual forma coincidió con un importante dinamismo de la empresa en materia de exploración y

³⁶ Fuente: Ecopetrol, Investigaciones Correval, Corficolombiana, BVC

presencia internacional. Cabe anotar como el 21 de noviembre la compañía anunció que estaba inmersa en el proceso de constitución y puesta en operación de una filial en Perú bajo el nombre Ecopetrol del Perú S.A.

En el vecino país realizó cuatro acuerdos para realizar exploraciones en nueve bloques. El primero para la exploración del lote 134, obtenido conjuntamente con la compañía Talismán el 12 de julio de 2007 en la denominada Ronda Perú 2007 que adelantó Perupetro. El lote 134, de 827.000 hectáreas (8.270 kilómetros cuadrados), está ubicado en el noreste de Perú en la cuenca Marañón, una de las regiones de mayor producción de hidrocarburos en ese país. Talisman tiene 55% de participación en el proyecto mientras que Ecopetrol posee el restante 45%.

El segundo y tercer acuerdo se logró cuando el gobierno peruano emitió el decreto supremo mediante el cual aprobó la cesión de intereses para la participación en los lotes 101 y 90, con Talisman y Repsol, respectivamente. En el Lote 101, Ecopetrol participa con 30%, mientras que la compañía Talisman, operadora, mantiene el 70% restante. En el Lote 90, Ecopetrol participa con el 49,5%, mientras que la compañía Repsol, operadora, mantiene el 50,5%.

A estos se sumó el 22 de noviembre de 2007 la firma de un acuerdo de participación con las compañías Petroperú y Petrobrás con el objetivo de realizar conjuntamente evaluaciones técnicas en otros seis bloques.

A la exploración internacional la acompañaron anuncios de nuevas líneas de negocio en Colombia en búsqueda de diversificar la base de ingresos de la empresa de igual forma bien vista por los inversionistas y por tanto en la percepción del valor de la empresa ya que en la misma fecha Ecopetrol firmó un Memorando de Entendimiento con la firma Israelí Merhav, con el fin de viabilizar el desarrollo de un proyecto de etanol en Colombia.

El 27 de noviembre día en que inició negociaciones la acción se conoció que la empresa resultó vencedora en cinco bloques exploratorios en Brasil en asocio con Petrobrás y Petrogal, hecho que favoreció la demanda del instrumento en la bolsa llevándolo a una suspensión en el precio de \$1.690, nivel al cual no se alcanzaron a registrar operaciones debido a que se activó el mecanismo de suspensión establecido anteriormente en el reglamento de la Bolsa de Valores de Colombia.

El 12 de diciembre de 2007 cuando la acción de Ecopetrol registraba ya liquidez en el mercado se conoció que la empresa a través de su filial en Estados Unidos (Ecopetrol America Inc.), suscribió un acuerdo de participación con Shell Offshore Inc para explorar dos bloques en aguas profundas del Golfo de México, una de las más grandes provincias en el mundo para la exploración de petróleo y gas en el mar. Sin embargo, debido a que ya las expectativas de internacionalización de la producción estaban involucradas en e precio de la acción se presentó un primer proceso de toma de utilidades que llevó la acción de \$1.960 a un nivel mínimo de \$1.510 para enero de 2008.

Indudablemente los eventos de política monetaria en Estados Unidos también colaboraron con la disminución del apetito por la acción en este periodo ya que la Reserva Federal al recortar su tasa de interés del 4,5% al 4,25% hizo evidente que el periodo de debilidad de la economía recién empezaba a hacerse evidente, con lo cual los inversionistas alrededor del mundo empezaron a tomar utilidades en el final de 2007. En este periodo el indicador más representativo de las acciones en Estados Unidos, el Dow Jones, perdió un 3,40% al pasar de 13.700 puntos el 11 de diciembre a 13.260 unidades el último día de ese año.

El 24 de diciembre de 2007 la firma anunció el acuerdo para adquirir la empresa Propilco por cerca de 690 millones de dólares aumentando las expectativas de los agentes de nuevo endeudamiento, con lo cual se observó estabilidad en los precios de la acción. Esto sumado a la disminución de los volúmenes de negociación como consecuencia de la baja actividad de los mercados bursátiles al final del año.

Durante el mes de enero de 2008 los fundamentales de la empresa no recibieron un impacto considerable, pro lo que se incrementó la correlación exhibida con los mercados de riesgo a nivel global que agudizaban sus descensos a medidas que las cifras económicas norteamericanas se tornaban preocupantes afectando principalmente el mercado de viviendas. Para el 17 de enero se presentó la primera gran sorpresa negativa en materia de construcciones iniciales de vivienda que crecieron a razón de 1 millón de unidades cuando la expectativa del mercado se encontraba en 1,1 millón de viviendas.

En febrero de 2008 la Junta Directiva aprobó el proyecto de distribución de utilidades a ser puesto a consideración de la Asamblea General de Accionistas el 27 de marzo. Este anuncio reactivó la cotización de la acción dado que las utilidades netas en 2007 alcanzaron \$5,18 billones, 52,6% superiores a las registradas en el año 2006, explicadas principalmente por el aumento de la producción de Ecopetrol y de los precios internacionales del petróleo y sus derivados.

Así la empresa puso a consideración de la Asamblea un dividendo de \$115 por acción, con una rentabilidad de 8,21%, cuando el promedio del mercado por dividendo se ubicaba en el 3%. Una combinación de fuerte ascenso en los precios del petróleo y expectativa de los primeros pagos de la cuota del dividendo hizo que la acción finalizara este primer ciclo acercándose a los \$2.800.

El 9 de mayo cuando alcanzó una valorización diaria del 3,1% se conocieron los resultados con corte al primer trimestre de 2008 según los cuales la utilidad neta aumentaba 173,6% entre el primer trimestre 2007 y el primer trimestre 2008 al situarse en los \$2,29 billones. Este resultó ser el fin de un ciclo altamente rentable para los inversionistas que se hicieron a las acciones de la compañía en la emisión primaria.

La mayor valorización del periodo diariamente luego de la introducción de la acción ocurrió el día 22 de enero de 2008 cuando la ganancia diaria fue del orden del 10,48% a \$1.670 atendiendo al fuerte dinamismo de los mercados considerados de riesgo cuando la

Reserva Federal decidió en un movimiento de emergencia recortar sus tasas de interés en 100 puntos básicos de 4,50% a 3,50%.

La segunda valorización más representativa tuvo lugar el día 06 de mayo de 2008 al avanzar un porcentaje de 9,25% cerrando en \$2.775 reaccionando a las fuertes valorizaciones que se presentaron en las bolsas internacionales el día anterior que era festivo en el país y por el cual no se registró negociación en el país. El fundamental correspondía a la publicación del ISM manufacturero en Estados Unidos que al ubicarse en 52 por encima del nivel pronosticado de 49 daba señales de fortaleza económica en momentos en los cuales la política económica ya empezaba a ser consistentemente expansionista.

Análisis Técnico

En el primer ciclo del análisis es importante anotar que más que las noticias económicas que si bien incidieron en las fechas anteriormente reseñadas, el mercado presentó una alta correlación con los precios internacionales del petróleo que fueron principalmente la variable utilizada por los inversionistas para calcular el valor de la acción.

De hecho el proceso de toma de utilidades coincide con la importante corrección presentada en el valor del petróleo referencia WTI que después de alcanzar un punto máximo de USD \$144 / barril empezó a ceder hacia USD 127 / barril justo al final del mes de mayo de 2008.

Gráfico 31. Ecopetrol Vs. WTI Primer Ciclo



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

La tendencia al alza de Ecopetrol empezó a verse comprometida a medida que los indicadores técnicos utilizados para encontrar los niveles de sobrecompria o sobreventa empezaron a ubicarse en zonas críticas. De hecho en los meses de abril a mayo se llegaron a registrar máximos absolutos de 100 para el RSI y el canal de tendencia alcista fue sobrepasado mostrando que la tendencia había llegado a un punto de ser insostenible.

La consolidación de las negociaciones entre los niveles de \$2.700 y \$2.800, remarcada por un círculo, evidencia la imposibilidad para los agentes compradores de marcar nuevos máximos y si por el contrario la necesidad de recoger utilidades en un momento en el cual los mercados financieros y en particular los de materias primas como el petróleo dieron signos de evidente debilidad.

Gráfico 32. Ecopetrol Gráfico de Velas Primer Ciclo

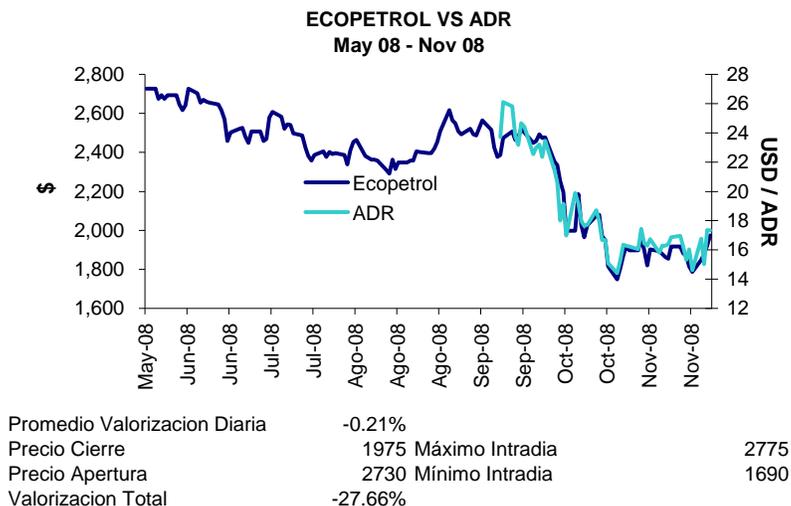


Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

10.2. CICLO MAYO 2008 A NOVIEMBRE 2008

Análisis Fundamental

Gráfico 33. Ecopetrol Vs. ADR



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

En desarrollo de la segunda etapa de la acción ya se empezó a mostrar una mayor dependencia del mercado internacional pues con el agudizamiento de la caída de los precios del petróleo, el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008 y el aumento de la aversión al riesgo en los mercados internacionales, resultaba apenas normal que la acción reaccionara a la baja. Es por esto que empieza a tomarse como referencia la cotización de la acción en el exterior (ADR) para su negociación en el mercado local. Así lo muestra la gráfica anterior donde a pesar de la diferencia de escalas es evidente la relación de precios de los dos instrumentos.

Los altos intermedios correspondientes al inicio del mes de septiembre corresponden al cumplimiento de la fecha exdividendo en la cual los inversionistas intentaban asegurar el pago de los \$28.75 pesos trimestrales repartidos a manera de dividendos, así como la expectativa por su inscripción en la Bolsa de New York.

El impacto de la coyuntura internacional fue particularmente severo en los meses de septiembre y noviembre de 2008 debido a que la compañía inició negociaciones en la Bolsa de Valores de New York, haciendo el instrumento más sensible a los movimientos bursátiles globales.

El 12 de septiembre de 2008 Ecopetrol realizó la presentación de su ADR Nivel II aunque tan sólo inició negociaciones el día 18 cuando el presidente de la compañía, Javier Gutiérrez, hizo sonar la emblemática campana que dio inicio a las negociaciones junto a un

grupo de directivos de la empresa, la Junta Directiva y representantes del Gobierno Nacional.

Cada ADR representa 20 acciones ordinarias de Ecopetrol y el monto máximo autorizado ascendió a 20 millones de ADR, es decir, 400 millones de acciones. JPMorgan Chase Bank N.A. se designó como el banco depositario de los ADR y LaBranche & Co Inc. como la firma especializada en las operaciones diarias en la Bolsa de Nueva York.

La crisis financiera internacional llevó a que el petróleo marcara niveles mínimos de USD 33 / barril en diciembre de 2008, sin embargo la acción encontró sus puntos de inflexión hacia noviembre cuando llegó a cotizaciones levemente inferiores a los \$1.800.

Algunos anuncios parciales como el realizado el 29 de septiembre de 2008 acerca de la presencia de hidrocarburos (crudo y gas) en el pozo Lisama Norte-1, ubicado en jurisdicción del municipio de San Vicente de Chucurí en Santander, retrasaron la caída de las cotizaciones pero finalmente el temor por la coyuntura de las bolsas externa fue superior.

La serie de eventos acontecidos desde septiembre de 2008 y agudizados en octubre del mismo año cuando los indicadores económicos en Estados Unidos dieron señal de un acelerado deterioro llevaron a fuertes desvalorizaciones diarias que iniciaron con una contracción de 7,24% el 15 de octubre a \$2030 cuando se conoció que las ventas al por menor en Estados Unidos variaron en -1,2% frente a una expectativa de -0,7%. En el mismo mes se extendieron descensos de 5,30% el día 22 y 6,88% en octubre 24 cuando la cotización del ADR en Estados Unidos alcanzó un mínimo USD \$14,40.

Particularmente el anuncio de la quiebra de Lehman Brothers dado a conocer el 13 de septiembre de 2008 sólo produjo un efecto diario de -1,87% a \$ 2.515, sin embargo a lo largo del mes la aversión al riesgo hizo que el efecto se sintiera a través del inicio de una tendencia bajista.

Análisis Técnico

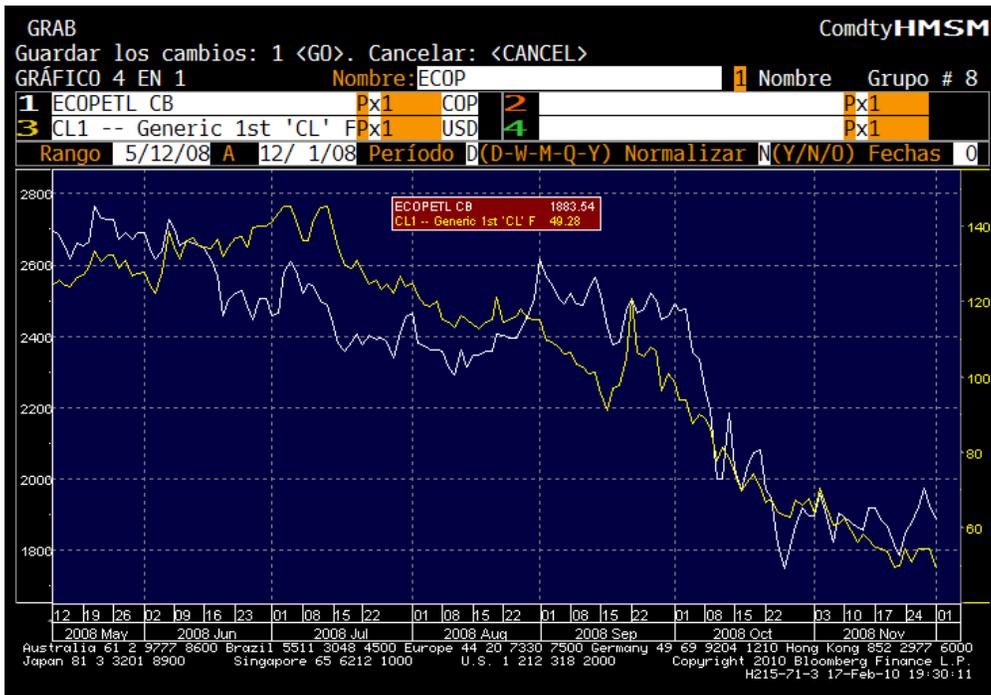
Tal y como se anotó en la sección anterior la acción inició un recorrido bajista apoyada en las noticias negativas relacionadas con el sistema financiero global. Tendencia que sólo logró romper a finales del mes de noviembre de 2008 y que alcanzó su nivel mínimo el 27 de octubre de 2008 (nivel señalado con un círculo en la gráfica de precio) cuando desde el punto de vista técnico el indicador del RSI se ubicó en zona de sobreventa mostrando la sobrereacción de los inversionistas a los eventos acontecidos y anunciando una probable recuperación del precio de la acción a partir de allí.

Gráfico 34. Ecopetrol Gráfico de Velas Segundo Ciclo



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

Gráfico 35. Ecopetrol Vs. WTI. Segundo Ciclo



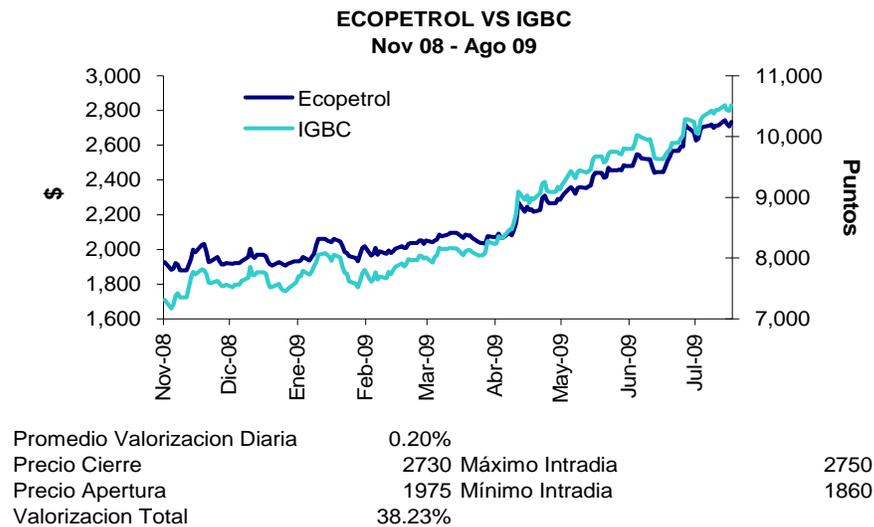
Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

La correlación con el petróleo marcó de igual manera el periodo disminuyendo ampliamente el interés por invertir en activos relacionados a las materias primas. De esta manera y tal y como se evidencia en la gráfica siguiente a medida que se desplomaba la confianza de los inversionistas a nivel global se mantenía una fuerte liquidación de las acciones de la compañía.

10.3. CICLO NOVIEMBRE 2008 A AGOSTO 2009

Análisis Fundamental

Gráfico 36. Ecopetrol Vs. IGBC Noviembre 2008 - Agosto 2009



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

Con la presentación de los resultados trimestrales con corte al tercer trimestre el día 10 de noviembre de 2008 se inició el quiebre del comportamiento presentado por la acción desde el mes de mayo de 2008 y se inició un ciclo de recuperación en la cotización del instrumento.

De acuerdo con los informes de la compañía para el tercer trimestre de 2008, la utilidad neta aumentó 123% a \$3,93 billones, frente a \$1,76 billones en el tercer trimestre de 2007. La utilidad por acción llegó a \$97,06 en comparación con los \$49,28 del mismo período del año anterior. Asimismo la utilidad operacional del tercer trimestre de 2008 aumentó 57,4% a \$3,96 billones, frente a \$2,51 billones en igual período del año anterior. El Ebitda del tercer trimestre de 2008 fue de \$4,62 billones, lo que representó 61% de incremento frente a los \$2,87 billones informados para el mismo período en 2007. El margen Ebitda fue de 46% en comparación con 51% reportado para el tercer trimestre del año pasado.

Así y a pesar que los precios internacionales de las materias primas extendieron sus caídas por un mes más, el precio de la acción marcó un mínimo de \$ 1.780 para alcanzar un nivel máximo de \$2.750 en agosto de 2009.

El apetito por la acción de Ecopetrol se hizo más evidente a partir del 27 de noviembre, fecha en la cual se informó que registró la presencia de hidrocarburos en el pozo Quifa-5, ubicado en el bloque Quifa de la cuenca de los Llanos Orientales en el departamento del Meta.

El día 18 de diciembre de 2008 la compañía registró una leve corrección en el precio de su acción al anunciar su plan de inversiones para el año 2009 de US \$6.224 millones, lo que representó un incremento de 35% frente a los US \$4.621 millones estimados para 2008 y más de tres veces lo invertido en 2007.

Las inversiones en exploración y producción participaban con el 60,5% del total del portafolio de 2009. El mayor porcentaje de inversiones para el área de producción se concentraba en los Llanos Orientales y el Magdalena Medio con el fin de continuar con la expansión y desarrollo de crudos pesados y campos maduros.

Las preocupaciones de los inversionistas se centraban en la posibilidad de financiación del plan, aunque poco a poco se fueron disipando a medida que se daba mayor preponderancia a los resultados de la compañía y la firma de acuerdos internacionales de exploración de crudo.

De hecho, el 22 de diciembre la empresa suscribió un acuerdo de participación con la compañía de origen noruego StatoilHydro para perforar hasta el 2010 tres pozos en aguas profundas del Golfo de México (GoM), en territorio de Estados Unidos. De acuerdo con el acuerdo Ecopetrol tendría participaciones de entre 20% y 30% en los prospectos. Las evaluaciones preliminares indicaban que la inversión inicial de la empresa sería del orden de US\$160 millones.

Durante el 2009 ante el bajo éxito reportado en la nueva actividad exploratoria la compañía decidió realizar un fuerte proceso de adquisición de reservas para lo cual inició con el aumento de su participación en algunos bloques asociados con otras compañías tanto en el país como en el exterior, así como la compra directa de algunos operadores de pozos en el país.

El 2 de febrero de 2009 las empresas Ecopetrol S.A y BHP Billiton Petroleum Corporation, a través de su subsidiaria colombiana, celebraron un acuerdo para aumentar la participación de Ecopetrol en los bloques Fuerte Norte y Fuerte Sur, ubicados en el Mar Caribe colombiano. Según los términos y condiciones del contrato, BHP Billiton asignó a Ecopetrol el 25% de su participación en los dos bloques. Como resultado de ello, cada compañía queda con propiedad del 50% sobre los bloques.

El 6 de febrero en asocio con la compañía nacional de petróleo de Corea (Korea National Oil Corporation – Knoc), se cerró la transacción para adquirir Offshore International Group Inc., con sede en Estados Unidos.

El valor total de la transacción correspondió a US\$900 millones. El principal activo de Offshore International Group es Petro-Tech Peruana S.A., empresa dedicada a la exploración, desarrollo, producción y procesamiento de hidrocarburos en Perú con un producción promedio de crudo cercana a los 12.000 barriles por día y más de 100 millones de barriles en reservas 2P.

El 3 de marzo luego que la compañía suiza Glencore se declarara impedida para continuar con sus compromisos en la Refinería de Cartagena se llegó a un acuerdo para transferir el 51% que tenía a su nombre a Ecopetrol que así retomó el control del 100% de Reficar por US\$543 millones. Estas negociaciones implicaron que la compañía anunciara la búsqueda de recursos por \$ 8 billones con posibilidades de explorar alternativas de créditos bancarios y bonos en el mercado internacional.

En esta fecha se divulgó adicionalmente el proyecto de distribución de utilidades por medio del cual se presentaba a consideración de la Asamblea General de Accionistas 4 pagos trimestrales para repartir \$115 por dividendo ordinario y \$105 por dividendo extraordinario para una rentabilidad de dividendo del 10%. Esto como consecuencia de las utilidades record registradas por la compañía de \$11,6 billones durante el 2008. Estos eventos afectaron marginalmente el precio de la acción que subió un 1,70% a \$2.010.

Finalmente el 10 de marzo de 2009 se anunció la adquisición por US\$ 580 millones más un valor de US \$168 millones correspondientes al capital de trabajo de Hocol, compañía con producción de cerca de 22 mil barriles por día de petróleo y con operaciones en el Huila y en los Llanos.

La reacción del mercado fue de un leve aumento en la cotización de la acción (\$1.995 / 0,97%) pero definitivamente la variable que permitió alcanzar unos resultados importantes en valorización fue la distribución de utilidades. Asimismo cuando se confirmó por parte del Wall Street Journal la intención de la empresa de colocar bonos en el mercado norteamericano el mercado reaccionó tímidamente con una valorización de 0,72% a \$ 2.020.

El 26 de marzo la Asamblea aprobó el dividendo pero modificó la periodicidad a tres cuotas iguales, dentro de los últimos 5 días del mes de abril de 2009, los últimos 5 días del mes de agosto de 2009, y a partir del 15 de diciembre de 2009. De igual forma se presentó la aprobación de un cupo para la emisión de bonos no convertibles en acciones hasta por un monto equivalente a US\$ 4.000 millones de dólares con el fin de encontrar financiación para sus planes de inversión. Al día siguiente se produjo la valorización que se desprendía de la noticia y así la acción ganó un 0,94% a \$2.050.

Se vivieron unos meses de baja volatilidad para el instrumento con pocas noticias por destacar aunque el día 7 de abril el gobierno reveló su proyección de los precios del petróleo en USD 50 / barril en línea con las cotizaciones internacionales que acumulaban un descenso en el año de 55%. El 7 de mayo la acción reaccionó favorablemente (\$2.150 /

2,08%) con la publicación de resultados pues se habían anticipado descensos de las utilidades de hasta el 50% mientras que la variación correspondió a -30%.

Durante este tercer ciclo la mayor variación diaria correspondió al día 8 de mayo de 2009 cuando la cotización aumentó un 5,43% respondiendo a los anuncios de la compañía de encontrar presencia de gas en Gibraltar 3.

El día 26 de mayo cuando se confirmó la consecución de créditos en el mercado local por \$2,2 billones los inversionistas volvieron a darle impulso a la cotización de la acción subiendo un 1,08% a \$2.290.

La confirmación del negocio de la Refinería de Cartagena con Glencore que se presentó para el 27 de mayo tuvo un efecto neutro (\$2.285 / -0,21%) para la acción ya que implicaba nuevas inversiones en el largo plazo que ya no serían compartidas con otra empresa multinacional.

El 1 de junio el anuncio del presidente de Ecopetrol de vender el porcentaje del 10% autorizado por el gobierno dentro del proceso de capitalización durante el año 2010 afectó el desempeño de la acción (\$2.350 / -0,21%) pero la evolución de los mercados bursátiles internacionales impidieron que el efecto fuera considerable.

El comienzo de una huelga por parte de los trabajadores en el Llanito afectó un 1,74% el precio de la acción que ya bordeaba los \$2.520 gracias a la coyuntura de fuerte valorización de los activos de riesgo ante las medidas de política monetaria aplicadas por los principales bancos centrales alrededor del mundo. De esta forma se registraron dos jornadas consecutivas de caídas los días 8 y 9 de julio cuando cerró en \$2.440.

Sin embargo a partir del 10 de julio la fuerte demanda registrada por los bonos colocados por la compañía consiguió eliminar los temores por el desarrollo de la huelga haciendo que la acción recuperara el nivel de los \$2.500.

El 22 y 23 de julio se apreció la influencia que aún subsiste en la acción ante eventos políticos dada la participación que aún persiste en la compañía por parte de la nación. El primer día La República dio a conocer que el gobierno buscaba vender un 10% adicional de la compañía para financiar el plan de vías, la posibilidad aunque no se detallaba ya daba indicios de un factor que en un contexto de reducción de los precios del petróleo si preocuparía a los inversionistas. La reacción potencialmente negativa fue rápidamente contrarestada con una intervención del Ministro de Minas, Hernán Martínez, de acuerdo con la cual el campo Rubiales podía tener reservas mayores a las pronosticadas inicialmente, con lo cual se produjo un aumento en la cotización de 4,89% a \$2.720. La correlación con los precios del petróleo determinaron una consolidación de la tendencia alcista en la acción que tuvo picos importantes en \$2.740 cuando se venció el plazo para el periodo exdividendo correspondiente al mes de agosto. Los primeros días del mes previsiones de los analistas económicos también animaron al mercado a intentar alcanzar

los máximos históricos de la acción con perspectivas de precio a un año de \$3.700, sin embargo el escenario internacional determinó el ingreso de la acción en un ciclo diferente.

Análisis Técnico

La recuperación de los activos considerados de riesgo, las acciones a nivel global, las materias primas ante la fuerte reducción de tasas aplicada por los bancos centrales, el anuncio de planes de estímulo a la economía tanto en Estados Unidos como en China y la evidencia de estabilización en el mercado inmobiliario norteamericano, raíz de la crisis, hizo que se retornaran a los niveles máximos alcanzados durante el primer ciclo.

Gráfico 37. Ecopetrol Vs. WTI - Dow Jones. Tercer Ciclo



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

En la gráfica se observa como el petróleo (línea amarilla) empieza a recuperar rápidamente parte del terreno perdido desde mayo a diciembre de 2008 y con él se aceleran las ganancias tanto en el Dow Jones (línea roja) como en la acción de Ecopetrol (línea blanca). A continuación desde el punto de vista técnico se observa como el mercado se aceleró cuando logró romper la resistencia de los \$2.400, trayendo al mercado a capitales especulativos que aprovecharon para tomar posiciones en búsqueda de sus máximos anteriormente alcanzados.

Gráfico 38. Ecopetrol Gráfico de Velas. Tercer Ciclo (media 200)



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

Si bien la dirección de las cotizaciones se ha relacionado consistentemente con las valorizaciones tanto de los índices internacionales como con la dirección del petróleo. El final de este tercer ciclo se explica inicialmente por una imposibilidad de superar los \$2.800 con lo cual se configuró una figura técnica de triple techo haciendo que los inversionistas prefirieran dar paso nuevamente a la toma de utilidades.

Gráfico 39. Ecopetrol Gráfico de Velas Tercer Ciclo



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

10.4. CICLO AGOSTO 2009 A ENERO 2010

Análisis Fundamental

En la última etapa considerada se tienen en cuenta factores de maduración del título en la bolsa y toma de utilidades ante la ausencia de descubrimientos importantes que permitieran sostener las valorizaciones alcanzadas. Es más dentro de este ciclo resultó más importante para los inversionistas la diversificación en otros instrumentos subvaluados así como la expectativa por la colocación de las acciones de Pacific Rubiales en el mercado local. La introducción de esta nueva empresa debido a su reciente creación permite esperar crecimientos más pronunciados en variables de producción y ventas con expectativas de alcanzar niveles superiores al 50%.

Asimismo el anuncio del gobierno nacional de vender un porcentaje adicional al 10% autorizado para realizar la capitalización total de la compañía afectó el desempeño de la acción en bolsa.

El 24 de septiembre de 2009 el Ministerio de Hacienda hizo evidente su interés de vender un porcentaje adicional al 20% que se completaría con la venta del segundo paquete de acciones entre el público en general. De esta forma, la nación intentaría enajenar 10% de la empresa con el fin de financiar el plan de obras viales en los principales corredores del país. A partir de esta fecha se hizo evidente las expectativas de menor valor para la acción por parte de los inversionistas debido a que el aumento en la oferta incidiría no solo en la distribución futura de dividendos sino en una mayor oferta de títulos valores.

El anuncio de mayor presencia de hidrocarburos en el pozo de Quifa el 28 de septiembre de 2009 produjo una valorización puntual de 0,75% a \$2.680 pero resultó insuficiente para marcar una nueva tendencia para la acción.

El 22 de octubre de 2009 los resultados de la empresa con corte al tercer trimestre empezaron a reportar un descenso de 72% con lo cual la acción cayó un 1,31% a \$2.600.

Posteriormente se presentó un ligero repunte en la cotización el 1 de diciembre de 2009 cuando se anunció la inscripción del emisor Ecopetrol en la Bolsa de Valores de Lima correspondiente a la misma especie que el título listado en la Bolsa de Nueva York en septiembre de 2008.

Finalizando el mes de enero de 2010 la compañía informó sobre sus reservas probadas de hidrocarburos al cierre de 2009 que fueron de 1.878 millones de barriles de petróleo equivalente (Mbpe), lo que representó un incremento de 35,5% frente a los 1.385 Mbpe que registró en 2008. El anuncio produjo una valoración de 2,32% hasta \$2.425, sin embargo factores internacionales de aversión al riesgo como la crisis fiscal en Grecia y las dudas frente a la recuperación económica global que afectan directamente los precios del petróleo, han determinado nuevamente la presencia de flujos vendedores en el mercado.

Análisis Técnico

El cuarto periodo se caracteriza por un nuevo descenso que ha llevado al instrumento a consolidar los niveles históricos en particular la zona entre los \$2.350 y los \$2.650. Las expectativas de reducción del dividendo respecto de los \$220 alcanzados durante el 2009 han determinado un menor apetito por el instrumento en detrimento de otras especies del mercado, así como la aparición de emisores nuevos y particularmente la inscripción en bolsa de Pacific Rubiales.

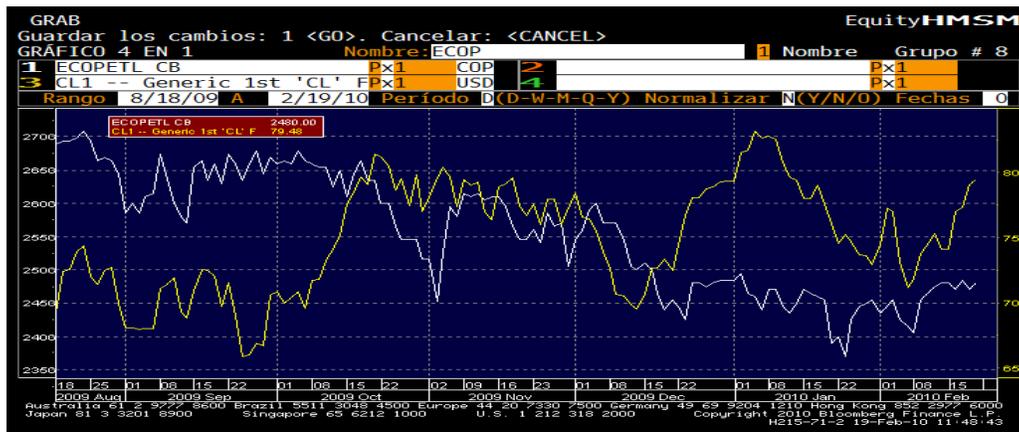
Gráfico 40. Ecopetrol Gráfico de Velas. Cuarto Ciclo



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

En la gráfica a continuación se observa como la maduración del instrumento ha empezado a romper la correlación con respecto a los precios del petróleo a partir de diciembre de 2009, mientras se espera la definición del pago del dividendo para el 2010 así como los resultados de sus planes de inversión contempladas en USD \$6.300 para el año 2010.

Gráfico 41. Ecopetrol Vs. WTI. Cuarto Ciclo



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

11. PROYECCIÓN 2010 DE LA ACCIÓN DE ECOPETROL

La MEGA de Ecopetrol para el período 2008 -2015 es:

UPSTREAM

- Producir un millón de barriles de petróleo equivalente
- Adicionar 390 Mbpe (Millones de Barriles de Petróleo Equivalente) de nuevas reservas.
- Reservas en producción de 190 Mbpe
- Comprar 80 (Mbpe) en reservas

DOWNSTREAM

- Ventas de 1.100 GTBUD (Giga BTU por día)
- Capacidad de refinación de 650 (KBD)
- Petroquímica 2.700 (KTA)
- Transporte: ingresos por operación en nuevos negocios por 80 (MUSD)
- Diversificación energética: ventas de biocombustibles por 450 (KTA)

El plan de inversiones anunciado por Ecopetrol para el 2010 es de US\$6,9 billones, superior en un 11,3% al definido para 2009. El 64% estaría destinado a E&P, un 19% a Refinación, 11% a transporte y 6% a otras Inversiones.

Gráfico 42. Plan Inversiones 2010 Ecopetrol S.A.



Fuente: Información suministrada por Ecopetrol

Hay que considerar que este podrá ser superior al no definir un presupuesto para adquisiciones, éstas serán aprobadas de forma individual por la gerencia y la junta

directiva. El presupuesto de adquisiciones para 2009 era de US\$0,87 billones, a Junio ya se habían ejecutado US\$2,35 billones. Creemos que la administración no ha definido un presupuesto debido a la variabilidad que se puede dar en ese rubro, estas se irán realizando en la medida que se presenten oportunidades. La administración presupuesta una producción directa de 556 kbpde, un 12% más que en 2009, en línea con su MEGA de 1 Mbpde para 2015. Al incluir la producción de Hocol, Petrotech y del bloque K2 la producción podría ascender a 600 kbpde.

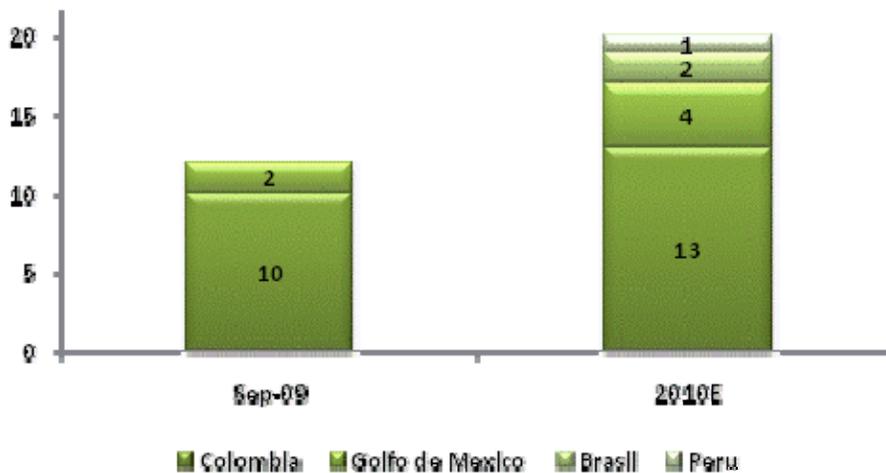
Tabla 7. Adquisiciones Ecopetrol S.A.

| | | |
|---|--------------|-------------|
| Adquisiciones (USD\$ Millones) | Hocol | 580 |
| | Reficar | 549 |
| | Petrotech | 450 |
| | Ocensa | 418 |
| | Otros | 233 |
| | TOTAL | 2230 |

Fuente: Información suministrada por Ecopetrol

La estrategia seguirá orientada al crecimiento de la producción de crudos pesados y de campos maduros, complementada con actividad exploratoria en Colombia, el Golfo de México, Brasil y Perú. El 49% de la inversión estaría orientada a los campos de los Llanos Orientales, donde se destacan Castilla, Chichimene y Rubiales. En 2010 se perforarán 13 pozos exploratorios en Colombia y 7 pozos internacionales. En Refinación y Petroquímica se avanzará en la modernización de las refinerías, el plan de servicios industriales y el mejoramiento de la calidad de los combustibles. En transporte se continuarán haciendo inversiones con el objetivo de mejorar la logística de los crudos pesados.

Gráfico 43. Perforación Pozos Exploratorios

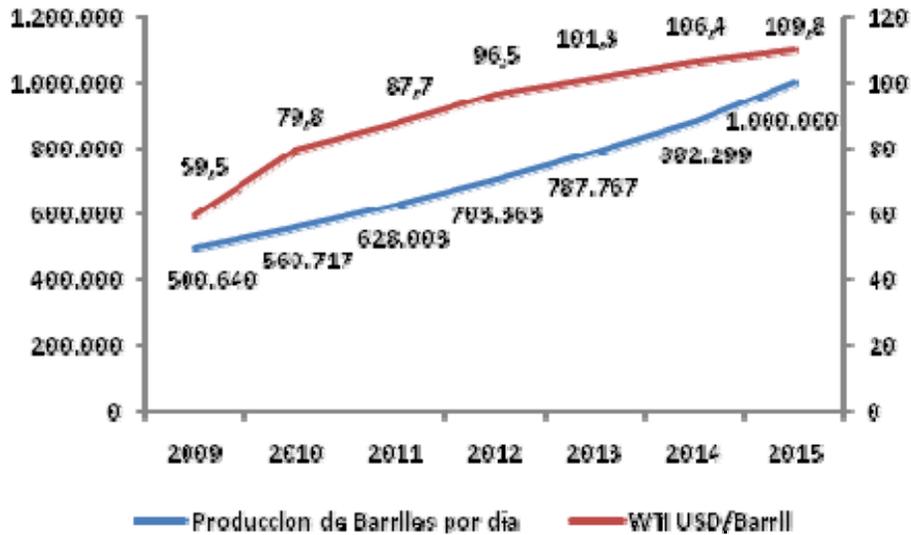


Fuente: Información suministrada por Ecopetrol

Al considerar las filiales el presupuesto de inversión ascenderá a US\$8.476 millones que es un presupuesto ambicioso, acorde con las metas de crecimiento de la compañía.

La proyección de los Ingresos en el escenario base supone que la compañía lleva a cabo su plan de inversiones y que cumple con la meta de producción de 1 millón de barriles por día en el 2015. Adicionalmente, las proyecciones de precios las tomamos del Escenario Base de Precios de la EIA.

Gráfico 44. Proyección B/D Ecopetrol Vs. WTI USD/Barril



Fuente: Información suministrada por Ecopetrol

El pasado 25 de enero Ecopetrol reveló el resultado de la más reciente certificación de sus reservas de Crudo y Gas. La certificación de reservas resultó positiva para el análisis operacional de la empresa pues se dio un aumento del 35.5% de las reservas comparado con diciembre de 2008. Es de anotar, que la mayor parte del aumento estuvo asociado a la reevaluación de campos existentes. La vida media de Reservas pasó de 9.4 a 9.9 años.

Aunque los hallazgos que ha hecho Ecopetrol y las adquisiciones que realizó durante el 2009 ayudan a cumplir la meta que tiene de producción al 2015, no son factores que resuelvan el principal problema de la acción de Ecopetrol: Sus reservas son relativamente bajas comparadas con el valor de la empresa en el mercado. Se requiere de nuevos hallazgos significativos para compensar esa deficiencia.

Tanto el precio de mercado, como nuestra valoración, asume que Ecopetrol cumplirá con el plan de producción de un millón de barriles en el 2015. Sin embargo, este es el mejor de los escenarios en la medida en que las reservas actuales de Ecopetrol no le permitirán cumplir con ese plan y por lo tanto es necesario que se aumenten las reservas.

Tabla 8. Estado de Resultados Ecopetrol S.A. Estimado 2011.

| | DIC.08 | DIC.09 | DIC.10 (e) | DIC.11 (e) |
|---------------|--------------|-------------|------------|------------|
| Ingresos | 31.749.343 | 24.699.276 | 31.698.494 | 39.646.323 |
| EBITDA | 14.759.293 | 10.136.929 | 13.707.398 | 17.532.062 |
| Margen EBITDA | 45.07% | 41.04% | 43.24% | 44.22% |
| Utilidad Neta | 11.630.716 | 5.973.926 | 6.781.548 | 7.773.496 |
| Activo | 48.152.869 | 52.929.691 | 64.308.813 | 71.546.915 |
| Deuda Neta | (14.836.003) | (2.527.794) | 5.364.388 | 9.140.928 |
| Patrimonio | 34.620.756 | 31.673.923 | 33.592.497 | 35.428.617 |
| Precio | 2.005 | 2.322 | 2.470 | 2.716 |
| EV/EBITDA | 4.49 | 9.02 | 7.68 | 6.79 |
| PE | 6.98 | 15.73 | 14.74 | 14.14 |
| PBV | 2.34 | 2.97 | 2.98 | 3.10 |
| ROA | 26.27% | 13.86% | 16.16% | 18.74% |
| ROE | 37.87% | 18.02% | 20.78% | 22.52% |
| ROIC | 23.08/ | 11.13% | 12.15% | 14.67% |
| WACC | 18.06% | 11.51% | 11.60% | 10.60% |

Fuente: Información suministrada por Ecopetrol

La adquisición de Hocol representa un incremento del 4.92% en la producción de Ecopetrol. Si bien la compra de Hocol acerca a la empresa al cumplimiento de la meta de producción, el valor adicional sobre Ecopetrol empezará a verse a partir del 2010.

Es importante recalcar que las necesidades de financiación del Gobierno inician en el 2011, así que cualquier decisión que se tome con respecto a la venta de acciones de Ecopetrol no tendrá efecto inmediato. Una posible capitalización del 9.9% representaría una dilución de los accionistas actuales y que da la discusión acerca de a qué precio se debería hacer la nueva emisión de acciones. Un precio muy alto haría poco atractiva la emisión, mientras un precio muy por debajo del precio de mercado castigaría a los accionistas actuales.

La ampliación y modernización de Reficar requerirá inversiones adicionales a las que tenía previstas Ecopetrol para los próximos años. Sin embargo, aunque esto implica un esfuerzo adicional para Ecopetrol, se espera que en cuanto entre en funcionamiento los ingresos aumenten y esto ayude además a la integración del negocio de la compañía en el downstream.

La ejecución del plan de inversiones será el driver fundamental pues el mercado ya ha descontado que dicho plan logrará aumentar las reservas y justificar el valor de la empresa. Sin embargo, una baja tasa de éxito en exploración aumenta el riesgo de desvalorización.

De todos modos, concentrar el 21% de la capitalización bursátil del mercado y tener una alta dispersión de inversionistas le permitirá mantener sus niveles de precio cercanos a los niveles actuales, influenciado principalmente por la cotización del crudo.

Al comparar Ecopetrol con las empresas similares del sector se puede concluir que las acciones de esta compañía están sobrevaloradas respecto a su múltiplo de producción y su múltiplo de reservas. Esto deja claro que actualmente se está pagando una prima al comprar Ecopetrol, pues se asumen unas reservas que aún no se tienen. Si bien, parte de su precio se justificaba por su alto dividendo, ya se pagaron dos de tres cuotas y el dividendo de este año será menor debido a una menor utilidad neta en 2009. Esperamos que en cuanto empiece el periodo exdividendo de la última cuota del dividendo de este año el precio de la acción baje, siempre y cuando la compañía no anuncie alguna noticia extraordinaria que impida que esto pase. La disminución de los márgenes de Ecopetrol se explica en parte por el nuevo enfoque de exploración en altamar y por el aumento de las actividades en el *downstream*, cuyos márgenes son menores pero proporcionan una mayor estabilidad en los flujos futuros (menor riesgo).

11.1. PROYECCIÓN COTIZACIÓN

Análisis Fundamental

Gran parte de la expectativa de la empresa en el corto plazo estará dada por el análisis de sus resultados correspondientes al 2009 y la distribución de utilidades que se divulgue durante el mes de marzo para la presentación a la Asamblea de Accionistas.

Primero se debe anotar que las cifras presentadas estuvieron en línea con las expectativas del mercado. De hecho, desde el inicio de 2009 la tendencia de los precios de petróleo hizo que el mercado descontara menores ingresos que los alcanzados durante el 2008, año en el cual los precios del petróleo alcanzaron niveles históricos.

Es importante resaltar que el último trimestre de 2009 fue un periodo con mejores resultados que los tres anteriores y esto da una señal positiva con respecto a lo que se puede esperar para 2010.

Los ingresos operacionales a diciembre de 2009 totalizaron \$30,404,400 millones de pesos, lo cual representa una disminución de -10.3% con respecto al año anterior. Esta disminución en los ingresos operacionales era esperada como consecuencia de una caída de 38% en el precio promedio del crudo en 2009 con respecto a 2008. Sin embargo, cabe destacar que la caída en los ingresos fue menos que proporcional gracias al aumento en la producción (+17%), lo cual permitió compensar parte de la caída en el precio del petróleo.

El EBITDA acumulado a diciembre de 2009 fue de COP\$11,429,900 millones, de los cuales Ecopetrol aportó el 90%, Hocol 5%, Ocasael 4% y las demás el 1%. El EBITDA reportado para 2009 fue -21.6% menor que el de 2008. El margen EBITDA de 2009 fue

38%, comprado con 43% de 2008. Esta disminución en el margen se explica por un enfoque en negocios con menores márgenes como son la extracción de crudos pesados, la exploración en altamar y la integración del negocio de downstream con el upstream. El negocio de upstream (exploración y producción) es intensivo en capital, con altos márgenes de rentabilidad pero con un alto riesgo pues depende de la tasa de éxito que se tenga en la exploración.

En contraste, el downstream (refinación y petroquímica) requiere menores inversiones de capital, es un negocio de menor riesgo y por lo tanto es un negocio de menores márgenes. La integración de ambos negocios le permitirá a la compañía diversificar sus ingresos, disminuir el riesgo implícito en sus operaciones y generar una mayor estabilidad en los flujos futuros.

Durante el 2009 Ecopetrol inició un proceso de apalancamiento para financiar el plan de inversiones y mejorar su estructura de capital. En mayo de 2009 se contrató un crédito sindicado por valor de COP\$ 2.2 billones con once bancos locales a un plazo de siete años, con dos años de gracia a capital, con una tasa de DTF + 4% T.A. y con amortizaciones semestrales. En julio de 2009 se realizó una emisión de bonos externos con vencimiento en 2019 por USD\$1.500 millones. Una estructura sin endeudamiento no es óptima desde el punto de vista de la rentabilidad en la media en que, por lo general, el costo de equito (costo de financiarse con el capital de los accionistas) es más alto que el costo de financiarse con deuda. A pesar de que en el corto plazo se observe un aumento en los gastos financieros, como se presentó durante el 2009 con respecto al 2008, en el largo plazo esto debe generar valor al disminuir el costo del capital. De esta manera aún en ausencia de nuevos descubrimientos el precio de la acción debe mantenerse con un piso importante en los \$2.400.

El precio actual ya está descontando el aumento de reservas que pueda lograr Ecopetrol con su plan de inversiones. A pesar del aumento en las reservas certificadas, el valor de Ecopetrol contra sus reservas sigue siendo alto respecto al grupo de comparables, razón por la cual las valorizaciones adicionales del instrumento deberían ser poco extendidas en espera de los resultados de sus actividades de exploración y refinación.

Análisis Técnico

Al constituirse en un instrumento maduro deja los niveles históricos como un importante referente en el corto plazo. De esta manera y al presentar un comportamiento lateral la proyección de precios para el resto del año se ubica entre \$2.400 y \$2.590 con extensiones entre \$2.780 y \$2.320.

Gráfico 45. Ecopetrol Gráfico de Velas. Proyección



Fuente: Datos Bloomberg. Cálculos Propios.

12. CONCLUSIONES

El precio de la acción de Ecopetrol es impactado por las noticias económicas relacionadas especialmente con la capacidad de producción de la compañía, la cotización del crudo, las fluctuaciones del dólar y de las perspectivas del entorno económico mundial.

El comportamiento del precio del petróleo se encuentra estrechamente relacionado con el comportamiento del dólar (correlación negativa – alta), con la situación geopolítica de los países productores, con el entorno económico de las potencias económicas y con las perspectivas de producción y reservas del crudo

El comportamiento de la acción de Ecopetrol ha estado ligado principalmente a las fuertes volatilidades presentadas en los precios del petróleo a nivel mundial, presentando una correlación positiva- alta.

La acción de Ecopetrol actualmente se encuentra sobrevalorada cuando se le valora por los métodos de Flujo de Caja Descontado y/o Múltiplos. A pesar de esto, su cotización alta se mantiene debido al peso que tiene el título valor en el mercado accionario colombiano y a la poca profundidad de este último, manteniéndola como una acción líquida y como un instrumento financiero muy demandado.

Según la investigación realizada y los avances presentados por la compañía a 31 de diciembre de 2009, el proyecto MEGA, establecido como el proyecto de gestión de la compañía, hoy en día no podría ser cumplido a cabalidad durante el tiempo estimado para el mismo, por su capacidad de producción de barriles diarios. Aunque por la capacidad de las nuevas inversiones, adquisiciones y hallazgos se tienen expectativas altas a que si logre llegar al millón de barriles.

Los acontecimientos que más afectan el precio de la acción son los temas de exploración y producción, debido a que la valoración es realizada comúnmente mediante el método de Flujo de Caja Descontado.

Tanto la amplia liquidez de su acción como la generosa distribución de utilidades han jugado un papel central en su valorización. La distribución de utilidades llegó a \$4.7 billones en el 2008 y \$8.9 billones en el 2009 (bordeando relaciones de dividendos anuales cercanos a los 6% y 8%, cuando el promedio de dividendos del 2010 es del 2,64%³⁷),

Ecopetrol también es una compañía integrada petrolera que además de producir petróleo en pozo, lo destila, distribuye y comercializa. Todas esas otras actividades se benefician de los

³⁷ Fuente: Estados financieros, sitios web de cada compañía, Superintendencia Financiera de Colombia, precios de las acciones: BVC

éxitos exploradores en Colombia de otras empresas y son las que generan los dividendos estables que hacen de Ecopetrol una muy atractiva inversión para muchos perfiles de inversionista.

Entre los aspectos positivos de la acción es que es la empresa más grande de Colombia a nivel de ingresos (\$30,303,390 millones de pesos en el 2009³⁸), se encuentra en un sector estratégico globalmente tanto actualmente como en los próximos 20 a 30 años, además de su alto protagonismo y relevancia en el mercado accionario colombiano y con un alto Dividend Yield.

En los aspectos negativos de la acción se encuentran altos niveles de riesgo operativo inherentes al sector, riesgo en la actividad exploratoria, aumento de riesgo por apalancamiento que implica la nueva estrategia, sensibilidad a fluctuaciones en los precios del petróleo y combustibles derivados y alta dependencia del ciclo económico de India, China y los países desarrollados.

³⁸ Tomado de la revista Portafolio – Edición Especial Abril 2010 “Compañías del año en Colombia”

13. BIBLIOGRAFÍA

AKERLOF, George., The markets for Lemons (1970). Quality, Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, vol.: 84. pp: 488-500

BERNAL, Cesar Augusto. Metodología de la Investigación, Editorial Pearson Prentice Hall. 2ª Edición 2006.

CAHUC, Pierre (2004). *La nueva microeconomía*. Universidad Nacional de Colombia. Alfa Omega. Bogotá, D.C., pp. 49-76.

CORFICOLOMBIANA (2009). Investigaciones Económicas: *Análisis Empresarial: Ecopetrol*. Bogotá, Junio 2009.

CORREVAL (2009-1). Mercado Accionario Colombiano: *Ecopetrol, Resultados tercer trimestre 2009*. Bogotá, Noviembre 2009.

CORREVAL (2009-2). Mercado Accionario Colombiano: *Ecopetrol, Plan de Inversiones 2010*. Bogotá, Diciembre 2009.

ECOPETROL (2007). Reglamento del Programa de Emisión y Colocación. Bogotá, 2007.

ECOPETROL (2008) Carta Petrolera. Edición 118. Febrero 2008

ECOPETROL (2010). Boletines de Prensa. *Presentación de resultados 2009*. Febrero 15 de 2010.

FMI (2007). Informe Anual 2007. *Por una economía mundial para todos*.

FMI (2008). Informe Anual 2008. *Por una economía mundial para todos*.

FMI (2009). Informe Anual 2009. *La lucha contra la crisis mundial*.

HEY, John D. *Microeconomía intermedia*. Madrid. Mc Graw Hill. 2004.

JDBR (2007-1). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Marzo 2007.

JDBR (2007-2). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Agosto 2007.

JDBR (2008). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Agosto 2008.

JDBR (2009). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Julio 2009.

LANDSBURG, Steven E. *Teoría de los precios con aplicaciones*. México, D.F. Internacional Thomson Editores. 2001.

MERTON, Bodie. *Finanzas*. México, D.F. Prentice Hall. Primera Edición. 2003

Organization of the Petroleum Exporting Countries -OPEC- (2007). Annual Report 2007. Viena.

OPEC (2008). Annual Report 2008. Viena.

OPEC (2009-1). Monthly Oil Market Report. *Oran decision firm resolve to restore market balance*. Enero 2009.

OPEC (2009-2). Monthly Oil Market Report. *Persistent inventory overhang challenges market*. Febrero 2009.

OPEC (2009-3). Monthly Oil Market Report. *Economic uncertainties still overshadowing the oil market*. Marzo 2009.

OPEC (2009-4). Monthly Oil Market Report. *Market sentiment improves despite weak fundamentals*. Abril 2009.

OPEC (2009-5). Monthly Oil Market Report. *Economic downturn slowing but real recovery still to come*. Mayo 2009.

OPEC (2009-6). Monthly Oil Market Report. *Sustainability of current oil market sentiment*. Junio 2009.

OPEC (2009-7). Monthly Oil Market Report. *Oil market outlook for 2010*. Julio 2009.

OPEC (2009-8). Monthly Oil Market Report. *Economic uncertainties driving oil price volatility*. Agosto 2009.

OPEC (2009-9). Monthly Oil Market Report. *Ongoing support for the global recovery*. Septiembre 2009.

OPEC (2009-10). Monthly Oil Market Report. *Oil market test pace of economic recovery*. Octubre 2009.

OPEC (2009-11). Monthly Oil Market Report. *Challenging path for demand recovery*. Noviembre 2009.

OPEC (2009-12). Monthly Oil Market Report. *Review of 2009, Outlook for 2010*. Diciembre 2009.

OPEC (2010). Monthly Oil Market Report. *Fundamentals not behind recent market behaviour*. Enero 2010.

TENJO, F. *Stiglitz, sus aportes y la economía colombiana*. Bogota, D.C. ANIF. 2002.

REVISTA SEMANA (2009) *Las 100 Empresas más grandes de Colombia*. Edición 1409. Mayo 2 del 2009

VARIAN, Hal. R (1998). *Análisis microeconómico*. Alfaomega. Antoni Bosch Editor. Barcelona.

VILASECA, J; J. Torrent y J. Lladós (2001). *De la economía de la información a la economía del conocimiento: consideraciones conceptuales y distintivas*. Universitat Oberta de Catalunya (UOC). <http://www.uoc.es/web/esp/serveis/observatorio/tm/one12.html>

UNIVERSIDAD DE LA SABANA
INSTITUTO DE POSTGRADOS
RESUMEN ANALÍTICO DE INVESTIGACIÓN

ORIENTACIONES PARA SU ELABORACIÓN:

El Resumen Analítico de Investigación (RAI) debe ser elaborado en Excel según el siguiente formato registrando la información exigida de acuerdo la descripción de cada variable. Debe ser revisado por el asesor(a) del proyecto. EL RAI se presenta (quema) en el mismo CD-Room del proyecto como un segundo archivo denominado: " RAI "

| No. | VARIABLES | DESCRIPCIÓN DE LA VARIABLE |
|-----|---|--|
| 1 | NOMBRE DEL POSTGRADO | Especialización en Finanzas y Mercado de Capitales |
| 2 | TÍTULO DEL PROYECTO | Efecto de las noticias económicas en el comportamiento de la cotización de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009 y proyecciones para 2010. |
| 3 | AUTOR(es) | María Astrid Escorcía Sánchez John comas Nasser |
| 4 | AÑO Y MES | Marzo de 2010 |
| 5 | NOMBRE DEL ASESOR(a) | José Rafael Bernal |
| 6 | DESCRIPCIÓN O ABSTRACT | <p>Descripción La presente investigación pretende determinar el efecto de las noticias económicas en el comportamiento de la cotización de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009 y su proyección para 2010, mediante la recopilación y análisis de la información suministrada por las noticias macroeconómicas nacionales e internacionales y de las directamente relacionadas con Ecopetrol desde la emisión de la acción de la compañía hasta 2009; la realización de un análisis del comportamiento del petróleo del 2007 al 2009; el estudio del comportamiento del título valor de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009; la realización de análisis técnico y fundamental de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009; finalmente mediante el estudio de la tendencia de la acción de Ecopetrol para 2010.</p> <p>Abstract This investigation pretends to determine the effect that economy related news inflicted in the trend of Ecopetrol's share price from its emission until December 2009, and in the trend of the share's projected values for 2010. The research was based on the compilation and analysis of information gathered from national and international news related both with macroeconomic issues and with Ecopetrol, since the share's emission date until December 2009. The tendency of Ecopetrol's share price up until 2009 was examined through technical and fundamental analysis, and the expected tendency of the share in 2010 was also considered. In addition the trend of oil prices between the years 2007 and 2009 was also taken in account.</p> |
| 7 | PALABRAS CLAVES O DESCRIPTORES | Acción Apreciación Depreciación Mercado Cambiario OPA PER PIB Precio de Mercado Título Valor Valor Patrimonial de la Acción |
| 8 | SECTOR ECONÓMICO AL QUE PERTENECE EL PROYECTO | Financiero |
| 9 | TIPO DE INVESTIGACIÓN | Investigación Aplicada |
| 10 | OBJETIVO GENERAL | Determinar el efecto de las noticias económicas en el comportamiento de la cotización de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009 y su proyección para 2010. |

| | | |
|----|------------------------|--|
| 11 | OBJETIVOS ESPECÍFICOS | <ul style="list-style-type: none"> * Recopilar y analizar la información suministrada por las noticias macroeconómicas nacionales e internacionales y de las directamente relacionadas con Ecopetrol desde la emisión de la acción de la compañía hasta 2009. * Realizar un análisis del comportamiento del petróleo del 2007 al 2009. * Identificar el comportamiento del título valor de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009. * Realizar un análisis técnico y fundamental de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009. * Identificar la tendencia de la acción de Ecopetrol para 2010. |
| 12 | FUENTES BIBLIOGRÁFICAS | <p>AKERLOF, George.,The markets for Lemons (1970). Quality, Uncertainty and the Market Mechanism, Quartely Journal of Economics, vol.: 84. pp: 488-500</p> <p>BERNAL, Cesar Augusto. Metodología de la Investigación, Editorial Pearson Prentice Hall. 2ª Edición 2006.</p> <p>CAHUC, Pierre (2004). La nueva microeconomía. Universidad Nacional de Colombia. Alfa Omega. Bogotá, D.C., pp. 49-76.</p> <p>CORFICOLOMBIANA (2009). Investigaciones Económicas: Análisis Empresarial: Ecopetrol. Bogotá, Junio 2009.</p> <p>CORREVAL (2009-1). Mercado Accionario Colombiano: Ecopetrol, Resultados tercer trimestre 2009.Bogotá, Noviembre 2009.</p> <p>CORREVAL (2009-2). Mercado Accionario Colombiano: Ecopetrol, Plan de Inversiones 2010.Bogotá, Diciembre 2009.</p> <p>ECOPETROL (2007). Reglamento del Programa de Emisión y Colocación. Bogotá, 2007.</p> <p>FMI (2007). Informe Anual 2007. Por una economía mundial para todos.</p> <p>FMI (2008). Informe Anual 2008. Por una economía mundial para todos.</p> <p>FMI (2009). Informe Anual 2007. La lucha contra la crisis mundial.</p> <p>HEY, John D. Microeconomía intermedia. Madrid. Mc Graw Hill. 2004.</p> <p>JDBR (2007-1). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Marzo 2007.</p> <p>JDBR (2007-2). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Agosto 2007.</p> <p>JDBR (2008). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Agosto 2008.</p> <p>JDBR (2009). Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Banco de la República de Colombia. Bogotá, Julio 2009.</p> <p>LANDSBURG, Steven E. Teoría de los precios con aplicaciones. México, D.F. Internacional Thonson Editores. 2001.</p> |

| | | |
|----|---------------------|---|
| 13 | RESUMEN O CONTENIDO | <p>Durante los últimos años, el mercado de valores en Colombia ha registrado un fuerte crecimiento como consecuencia de la evolución presentada en la economía nacional. Dicho mercado, se ha convertido en una palanca del desarrollo del país, permitiendo a empresas públicas y privadas, grandes y medianas, tener una opción diferente de financiación. En los mercados financieros las características de la información se dan principalmente por el conocimiento de precios. “Los mercados financieros son procesadores y diseminadores de información extraordinariamente eficaces y eficientes” (Landsburg, 2001). Con base en lo anterior, se plantea la siguiente pregunta: ¿Cuál ha sido el efecto de las noticias en el comportamiento de la cotización de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009 y proyecciones para 2010?</p> <p>Como respuesta, la presente investigación pretende determinar el efecto de las noticias económicas en el comportamiento de la cotización de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009 y su proyección para 2010, mediante la recopilación y análisis de la información suministrada por las noticias macroeconómicas nacionales e internacionales y de las directamente relacionadas con Ecopetrol desde la emisión de la acción de la compañía hasta 2009; la realización de un análisis del comportamiento del petróleo del 2007 al 2009; el estudio del comportamiento del título valor de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009; la realización de análisis técnico y fundamental de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009; finalmente mediante el estudio de la tendencia de la acción de Ecopetrol para 2010.</p> <p>La investigación es de tipo aplicada. Su desarrollo fue estructurado en cuatro fases: I. Análisis del periodo comprendido entre 2006 y 2009 del entorno económico internacional y del entorno económico colombiano, así mismo, se hará una descripción del comportamiento del petróleo desde 2007 hasta 2009. II: Descripción general de Ecopetrol y el proceso de capitalización de la compañía; las opciones latentes que tuvo antes de llevar a cabo dicho proceso y los motivos que la llevaron a decidirse por la emisión de sus acciones. III: Análisis del comportamiento de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009 mediante un análisis técnico y fundamental de la misma. En esta fase también, se hará un pronóstico basado en la información procesada con anterioridad, de la tendencia que tomará durante el 2010 el precio de la acción de Ecopetrol.</p> |
| 14 | METODOLOGÍA | <p>Con el fin de realizar un análisis del efecto de las noticias económicas con el comportamiento de la cotización de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009 y proyecciones para 2010, se propone el siguiente énfasis.</p> <p>FASE I: Durante esta fase, se analizará para el periodo comprendido entre 2006 y 2009 del entorno económico internacional y del entorno económico colombiano. De igual forma se hará una descripción del comportamiento del petróleo desde 2007 hasta 2009.</p> <p>FASE II: En el desarrollo de esta fase, se hará una descripción general de Ecopetrol y el proceso de capitalización de la compañía; las opciones latentes que tuvo antes de llevar a cabo dicho proceso y los motivos que la llevaron a decidirse por la emisión de sus acciones.</p> <p>FASE III: En la última fase se analizará el comportamiento de la acción de Ecopetrol desde su emisión hasta 2009 mediante un análisis técnico y fundamental de la misma. En esta fase también, se hará un pronóstico basado en la información procesada con anterioridad, de la tendencia que tomará durante el 2010 el precio de la acción de Ecopetrol.</p> <p>TIPO DE INVESTIGACIÓN El presente trabajo de grado se realiza bajo la modalidad de investigación documental - aplicada, ya que se analiza información escrita sobre el tema de objeto de estudio, así mismo, se utilizaron los conocimientos en la práctica, pero con el objetivo de adquirir conocimientos nuevos orientados a un objetivo práctico determinado.</p> <p>RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN La información usada en el desarrollo del presente trabajo de investigación es de fuente secundaria, pues se tuvo en cuenta el material impreso relacionado; por otra parte se hizo uso de técnicas observacionales a través de medios electrónicos.</p> |

| | | |
|----|--------------|---|
| 15 | CONCLUSIONES | <p>El precio de la acción de Ecopetrol es impactado por las noticias económicas relacionadas especialmente con la capacidad de producción de la compañía, la cotización del crudo, las fluctuaciones del dólar y de las perspectivas del entorno económico mundial.</p> <p>El comportamiento del precio del petróleo se encuentra estrechamente relacionado con el comportamiento del dólar (correlación negativa – alta), con la situación geopolítica de los países productores, con el entorno económico de las potencias económicas y con las perspectivas de producción y reservas del crudo</p> <p>El comportamiento de la acción de Ecopetrol ha estado ligado principalmente a las fuertes volatilidades presentadas en los precios del petróleo a nivel mundial, presentando una correlación positiva- alta.</p> <p>La acción de Ecopetrol actualmente se encuentra sobrevalorada cuando se le valora por los métodos de Flujo de Caja Descontado y/o Múltiplos. A pesar de esto, su cotización alta se mantiene debido al peso que tiene el título valor en el mercado accionario colombiano y a la poca profundidad de este último, manteniéndola como una acción líquida y como un instrumento financiero muy demandado.</p> <p>Según la investigación realizada y los avances presentados por la compañía a 31 de diciembre de 2009, el proyecto MEGA, establecido como el proyecto de gestión de la compañía hoy en día no podría ser cumplido a cabalidad durante el tiempo estimado para el mismo, por su capacidad de producción de barriles diarios. Aunque por la capacidad de las nuevas inversiones, adquisiciones y hallazgos se tienen expectativas altas a que si logre llegar al millón de barriles.</p> <p>Los acontecimientos que más afectan el precio de la acción son los temas de exploración y producción, debido a que la valoración es realizada comúnmente mediante el método de Flujo de Caja Descontado.</p> <p>Tanto la amplia liquidez de su acción como la generosa distribución de utilidades han jugado un papel central en su valorización. La distribución de utilidades llegó a \$4.7 billones en el 2008 y \$8.9 billones en el 2009 (bordeando relaciones de dividendos anuales cercanos a los 6% y 8%, cuando el promedio de dividendos del 2010 es del 2.64%),</p> <p>Ecopetrol también es una compañía integrada petrolera que además de producir petróleo en pozo, lo destila, distribuye y comercializa. Todas esas otras actividades se benefician de los éxitos exploradores en Colombia de otras empresas y son las que generan los dividendos estables que hacen de Ecopetrol una muy atractiva inversión para muchos perfiles de inversionista.</p> <p>Entre los aspectos positivos de la acción es que es la empresa más grande de Colombia a nivel de ingresos (\$30.303.390 millones de pesos en el 2009), se encuentra en un sector estratégico globalmente tanto actualmente como en los próximos 20 a 30 años, además de su alto protagonismo y relevancia en el mercado accionario colombiano y con un alto Dividend Yield.</p> <p>En los aspectos negativos de la acción se encuentran altos niveles de riesgo operativo inherentes al sector, riesgo en la actividad exploratoria, aumento de riesgo por apalancamiento que implica la nueva estrategia, sensibilidad a fluctuaciones en los precios del petróleo y combustibles derivados y alta dependencia del ciclo económico de India, China y los países desarrollados.</p> |
|----|--------------|---|

CRISANTO QUIROGA OTÁLORA
 Coordinador Comité de Investigación