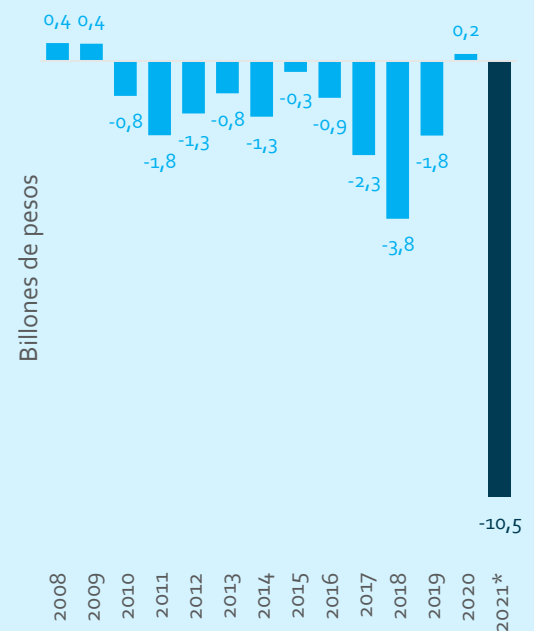


PERSPECTIVA SECTORIAL: PETRÓLEO

FEPC Y ECOPETROL: ESTABILIDAD DE PRECIOS DE LOS COMBUSTIBLES, ¿A QUÉ COSTO?

- En 2021, la recuperación global impulsó los precios del petróleo a máximos del último lustro, lo que redundó en un crecimiento de 94% del Precio de Paridad de Exportación de los combustibles.
- Esto, sumado a los moderados repuntes del precio de combustibles a nivel local, dejó un diferencial promedio de 3.260 pesos por galón.
- Cuando el precio internacional se ubica por encima del precio local, el FEPC reconoce a los productores y refinadores este diferencial.
- La recuperación de los precios internacionales de los combustibles amplió súbitamente el déficit del FEPC, resultando en una presión fiscal importante y una cuenta por cobrar para Ecopetrol (Gráfico 1).
- **Nuestros cálculos sugieren que el déficit del FEPC en 2021 superó los 10 billones de pesos y para el cierre de 2022 podría ubicarse entre 7,3 y 10,2 billones, debido al limitado ajuste del precio final.**
- Actualmente, la cuenta por cobrar del FEPC incide negativamente en la generación de caja operativa de Ecopetrol, resultando en un lucro cesante, menores posibilidades de inversión y un efecto adverso en la valoración.
- Si bien reducir la volatilidad del precio final de los combustibles es deseable, las reglas actuales resultan en un subsidio *de facto* con un costo de oportunidad elevado.
- Es ineludible discutir potenciales mejoras al funcionamiento actual del FEPC, garantizando su sostenibilidad, y debatir la deseabilidad de un subsidio a los combustibles, ante los retos del cambio climático.

Gráfico 1. Balance causado del FEPC



Fuente: MinHacienda. *Proyecciones Corficolombiana

FEPC y Ecopetrol: Estabilidad en los precios de los combustibles ¿a qué costo?

Jose Luis Mojica Agudelo

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70422

jose.mojica@corficolombiana.com

Maria Camila Orbezo

Directora de Análisis Sectorial y

Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

maria.orbezo@corficolombiana.com

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

El Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) es un mecanismo creado para estabilizar los precios de los combustibles a nivel local, suavizando la volatilidad inherente de un producto que se cotiza en los mercados internacionales. Aunque inicialmente se pensó como un fondo que estabilizaba el precio a partir de la acumulación de recursos en épocas de bajos precios internacionales y los descapitalizaba en tiempos de cotizaciones elevadas, varios factores han impedido que esto se materialice. En efecto, desde su creación en el 2009 el funcionamiento del FEPC ha distado mucho del objetivo previsto, asemejándose más a una figura de subsidio al precio de los combustibles.

En los últimos dos años, el incremento precipitado de las cotizaciones del crudo a nivel internacional trajo consigo un crecimiento súbito en el déficit del fondo, generando presiones fiscales adicionales para el Gobierno y una cuenta por cobrar significativa para Ecopetrol. Si bien el incremento gradual del precio de la gasolina en 2021 y en lo corrido de 2022 ha limitado posibles presiones inflacionarias adicionales, el desbalance del fondo ha alcanzado magnitudes no observadas en sus 14 años de existencia (Gráfico 1), elevando la relevancia de una reflexión respecto al destino de estos recursos y sugiriendo un necesario ajuste a la forma en la que el FEPC opera.

Efectivamente, nuestros cálculos sugieren que el déficit del FEPC en 2021 superó los 10 billones de pesos y para el 2022, el limitado ajuste en el Ingreso al Productor (IP) y el significativo avance de los precios del crudo, podrían mantenerlo entre los 7,3 y 10,2 billones. Así pues, la dinámica reciente le da relevancia a la discusión en torno a la deseabilidad de un mecanismo de estabilización de precios a este costo, sugiere un ajuste necesario a la fórmula bajo la cual este opera, para garantizar su sostenibilidad financiera, e invita a una reflexión respecto a la destinación que están teniendo este importante monto de recursos.

En este sentido, este informe busca ahondar en el diagnóstico de esta problemática, dando un especial énfasis a las implicaciones financieras de la dinámica reciente del FEPC sobre Ecopetrol.

› *Política de estabilización de precios de los combustibles: Creación del FEPC*

Durante la década de los ochenta y hasta finales del siglo XX, el precio regulado de los combustibles en Colombia se ajustó únicamente reconociendo la inflación, por lo que Ecopetrol subsidiaba al mercado, incluso en épocas en las cuáles el precio resultante era inferior a los costos de producción. Lo que representaba pérdidas importantes para la compañía, que en su momento era estatal.

En línea con esto, desde inicios de los 2000, los gobiernos de turno vieron la necesidad de plantear un ajuste gradual de la referencia interna, desde entonces conocida como el Ingreso al Productor (IP), a unos niveles que reconocieran el costo de oportunidad para Ecopetrol de vender su producción localmente, frente a hacerlo en el mercado internacional a precios superiores.

El IP es el principal componente que determina los precios de los combustibles¹. Teóricamente, en un mercado eficiente, debería igualar el Precio de Paridad de Exportación (PPE), que es el precio de referencia al cual se exportaría para su venta en los mercados internacionales. Debido al aumento de los precios del crudo entre 2000 y 2014, el gobierno colombiano consideró necesario subsidiar el diferencial entre el IP y el PPE, buscando gradualmente acercar el precio de venta local hacia el valor de referencia internacional. De esta forma, se hizo explícita una política de subsidios a los precios de los combustibles en el país.

Sin embargo, en 2007, previendo que los precios IP y PPE eventualmente mostrarían una tendencia convergente en el largo plazo, se estimó conveniente modificar la política de precios de los combustibles. Esto se dio, ya no subsidiando el diferencial entre el IP y el PPE, cuando se presentaba, sino permitiendo que la volatilidad propia del mercado generara recursos de ahorro en épocas de precios bajos (cuando el IP es mayor al PPE se genera un diferencial de participación), para ser desahorrados en épocas de precios internacionales altos (cuando el IP es menor al PPE se genera un diferencial de compensación).

De esta forma, este nuevo mecanismo suavizaba el traslado de la volatilidad del precio internacional de referencia sobre los precios de los combustibles a nivel local de forma autosostenible, evitando fondearse con recursos del presupuesto nacional. Es decir, no buscaba subsidiar un precio establecido, sino reducir su volatilidad sin representar un costo para la Nación. Es así como el Plan Nacional de Desarrollo (PND) 2006-2010 (Ley 1151 de 2007) dio origen al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC).

El FEPC entró en funcionamiento en 2009 con una capitalización de 431 mil millones de pesos, provenientes del 10% de los ahorros de Ecopetrol en el Fondo de Ahorro de Estabilización Petrolera (FAEP)². No obstante, pese a las bondades del nuevo mecanismo, **desde su creación se presentó una desacumulación de recursos casi ininterrumpida, debido a que la cotización del crudo mantuvo una tendencia alcista y el PPE fue mayor al IP en la mayoría del periodo.**

Lo anterior se dio como resultado, principalmente, de dos factores. En primer lugar, el precio interno de referencia de combustibles no subió al ritmo del precio externo, por una lenta convergencia que denota la fórmula con que se ajustan los precios. A esto se

¹ En la actualidad, el IP corresponde a aproximadamente el 50% del precio de venta al público.

² El Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP) fue creado mediante la Ley 209 de 1995 para suavizar las fluctuaciones en el valor de las regalías.

sumaron presiones de economía política, principalmente, los paros camioneros y la impopularidad de aumentar el precio de los combustibles.

En segundo lugar, en 2013 y 2014 la Corte Constitucional declaró inconstitucional el fondeo de recursos a través del diferencial de precios para el FEPC, pues este último era una contribución parafiscal que solo podía crearse a partir de una ley y no en un acto administrativo, como fue tramitado inicialmente. Esto solo pudo ser solventado hasta 2016, mediante la incorporación de este mecanismo en la Ley de Reforma Tributaria de ese año.

Así las cosas, y sin ninguna fuente de recursos, durante ese periodo el déficit del fondo solo pudo ser subsanado a partir de créditos de la Tesorería, a través de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN), y recursos del Presupuesto General de la Nación (PGN).

Como resultado de estos dos factores, **el FEPC tuvo que cubrir su constante desahorro como un subsidio de facto, o lo que es lo mismo, incurrir en un déficit continuo no recuperable, financiado principalmente con créditos de la DTN desde 2011**. De esta forma, al balance deficitario del fondo se sumó el gasto de intereses de los créditos en que se incurrió para el pago de las compensaciones a los productores y refinadores. Esto resultó en una deuda acumulada del FEPC con la DTN que a cierre de 2019 ascendió a 19 billones de pesos, sin una eventual fuente de pago. Por este motivo, en el PND 2018-2022 el Gobierno declaró la extinción de las cuentas por pagar del FEPC y, por ende, de la cuenta por cobrar de la DTN, incorporando este monto en el saldo total de deuda del Gobierno Nacional Central (GNC)³.

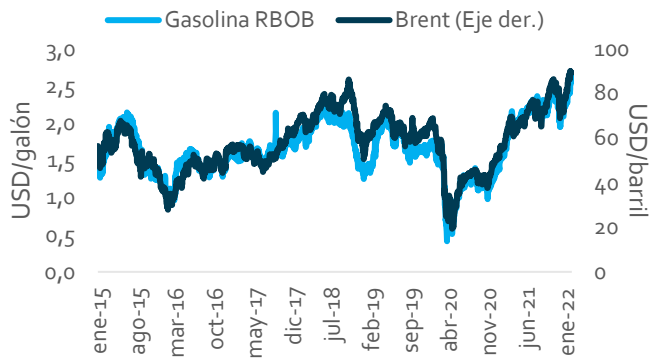
› *Dinámica reciente del FEPC (2020-2021)*

Tras la extinción de los pagarés del FEPC, el PND preveía mecanismos para modificar su operatividad, buscando resolver los algunos de los problemas que impidieron el logro del objetivo que motivó su creación. En particular, se buscaba establecer una fórmula o criterio de ajuste del precio, migrando hacia una herramienta que efectivamente lograra ahorrar y desahorrar a lo largo del tiempo. No obstante, durante 2020 el precio internacional de referencia evidenció una reducción importante, en línea con la fuerte contracción de la demanda global por el inicio de la pandemia (Gráfico 2). Lo anterior derivó en la generación del primer superávit del FEPC desde su creación.

En efecto, **durante el primer año de pandemia, la fuerte caída del Brent y el WTI provocó además una caída del precio de la gasolina que pasó de los 1,7 dólares por galón al cierre de 2019 a los 0,6 dólares por barril en marzo del 2020**. A pesar de la devaluación del tipo de cambio, esta caída del precio internacional generó un mercado

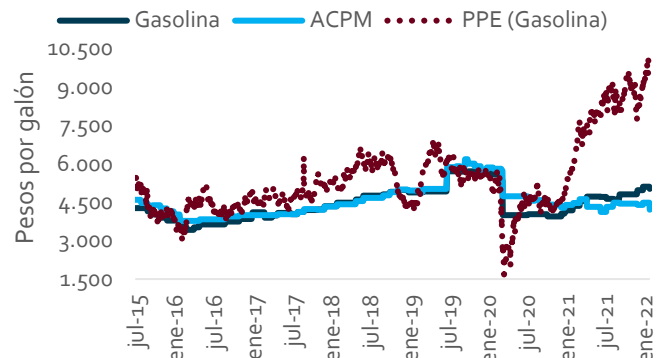
³ El Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022, también llamado "Pacto por Colombia, pacto por la equidad", en el Artículo 34 estableció la extinción de las obligaciones derivadas de las cuentas por cobrar constituidas por la Nación al FEPC a partir del 31 de diciembre de 2019. En particular, el Ministerio de Hacienda realizó las operaciones necesarias para la extinción, tanto de la deuda como de los intereses, llegando a un monto que bordeó los 19 billones de pesos.

Gráfico 2. Precio internacional de la gasolina



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 3. Evolución del IP y el PPE de la gasolina*



Fuente: MinMinas y Eikon. *IP: Ingreso del Productor, PPE: Precio de Paridad de Exportación. Cálculos Corficolombiana.

retroceso del PPE, que configuró un diferencial de participación para el 2020 (Gráfico 3). Así, el balance del FEPC ese año dejó un superávit causado de 0,2 billones de pesos.

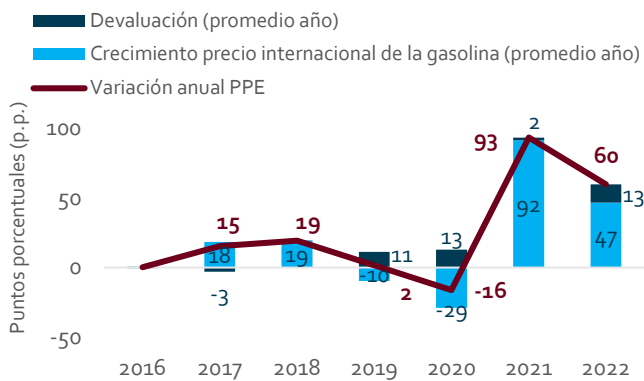
El superávit del fondo, junto con el contexto social y político que atravesaba el país durante la pandemia, postergaron la discusión entorno a las potenciales mejoras que se podrían implementar sobre la operatividad del FEPC.

Sin embargo, un año después, la recuperación global impulsó los precios internacionales del crudo a máximos del último lustro precipitadamente. Mientras que en 2020 el promedio de la referencia Brent estuvo en 43 dólares por barril (dpb), el año pasado alcanzó un promedio de 71 dpb y cerró el año muy cerca de los 80 dpb, creciendo 48,8% a/a.

En este contexto, el PPE de la gasolina aumentó un 94% en promedio durante el 2021, en medio de lo cual el incremento del precio internacional de la gasolina contribuyó con 92 puntos porcentuales (p.p.) a la variación, mientras que la devaluación solo explicó 2 p.p. adicionales (Gráfico 4). Con esto, el PPE cerró el año en 8.872 pesos por galón y estuvo en promedio aproximadamente 3.260 pesos por galón por encima del IP de la gasolina fijado por el MinMinas.

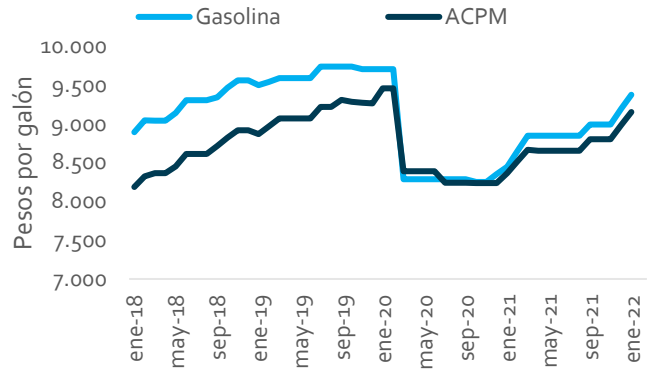
Si bien las referencias internacionales exhibieron un crecimiento inédito, **la lenta convergencia que exhibió el IP al PPE fue otro factor que ahondó el diferencial de compensación y, por lo tanto, el déficit para el FEPC el año pasado.** Mientras que el PPE avanzó unos 4.038 pesos, el IP de la gasolina apenas aumentó en 916 pesos por galón. De hecho, el precio de venta al público se mantuvo estable durante la mayor parte

Gráfico 4. Variación anual del PPE y contribución



Fuente: MinMinas, Eikon y BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 5. Precios al público de la gasolina y el ACPM



Fuente: MinMinas.

del 2021, y el MinMinas solo anunció cinco subidas que se dieron en enero, febrero, marzo, septiembre y diciembre (Gráfico 5)⁴.

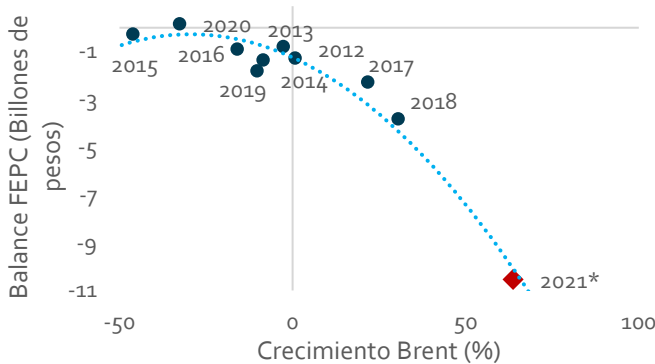
Este lento aumento de la referencia local que fija el MinMinas para el precio de los combustibles se explica, parcialmente, por la especificación técnica de formación del IP. En épocas en donde el PPE es mayor al IP, y además la tendencia de la referencia internacional es creciente, como sucedió en el 2021, el ajuste que se hace es el mínimo entre la variación en el PPE y 3% para la gasolina. Es decir, la regla de fijación de la remuneración al productor estableció un crecimiento de máximo un 3%, en un periodo en donde el PPE aumentó a tasas mensuales de 5,5% en promedio. En consecuencia, **las reglas de ajuste máximo del IP resultan en un diferencial de compensación que crece rápidamente, en un contexto de acelerado incremento en los precios de referencia internacional de los combustibles.**

Adicionalmente, presiones de economía política limitaron ajustes al alza en los precios de los combustibles. En efecto, en el marco de la pandemia, en donde los hogares vieron enormemente afectado su ingreso, el descontento social exacerbó las tensiones sociopolíticas, lo que desencadenó una serie de protestas en el 2T21. En medio de este panorama, y junto a un repunte acelerado de la inflación, las limitaciones políticas a ajustes al alza en el precio cobraron más fuerza. Respecto a esto, cabe resaltar que gran parte del transporte de carga nacional demanda combustible diésel y no gasolina corriente, mientras el FEPC suaviza la volatilidad del precio de ambos productos.

En línea con esto, nuestros cálculos apuntan a que el déficit causado del FEPC para el 2021 alcanzó el orden de los 10,5 billones de pesos. La aproximación en este sentido resulta de la relación polinómica que identificamos entre la variación anual de los precios

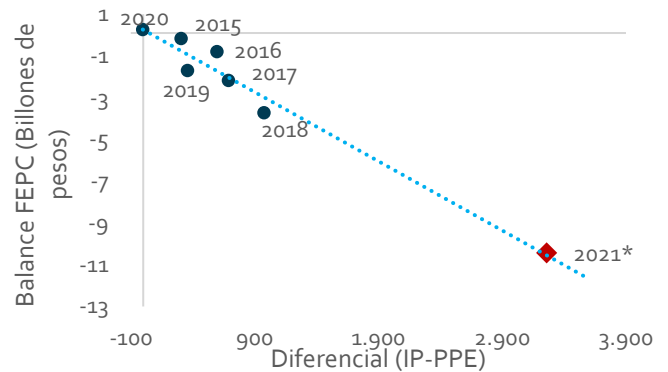
⁴ El precio de venta al público resulta de la suma del IP más el impuesto nacional, la tarifa de marcación, la tarifa de transporte por poliductos, el margen plan de continuidad, el margen del distribuidor mayorista, la sobretasa a la gasolina, el margen del distribuidor minorista, la pérdida por evaporación y el transporte de la planta de abasto. Como resultado de estos componentes que se agregan, el IP es aproximadamente el 50% del precio de venta al público.

Gráfico 6. Balance del FEPC y crecimiento del Brent



Fuente: MinHacienda. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 7. Balance del FEPC y diferencial entre IP y PPE



Fuente: Eikon. Cálculos: Corficolombiana

internacionales del crudo y el balance en millones de pesos del FEPC para cada año, incluyendo el diferencial observado entre el IP y el PPE para calibrar el cálculo. Así, el desbalance estimado está en línea con un Brent promedio de 71 dpb y un diferencial de compensación de 3.260 pesos por galón en el promedio de 2021 (Gráfico 6 y 7).

La intuición detrás de esta estimación incorpora el hecho de que el déficit reacciona más que proporcionalmente a aumentos muy acelerados del crudo a nivel global, y por ende de los combustibles, debido a la parsimonia con la que se modifica el precio local, de acuerdo con las reglas de incremento máximo y las restricciones políticas para hacerlo.

Frente a esto, el Gobierno realizó un pago a Ecopetrol por 3,85 billones de pesos al cierre del 2021, correspondiente a la cuenta por pagar causada durante la primera mitad del año. Además, en la actualización del Plan Financiero 2022 destacaron un pago previsto dentro del PGN 2022 por 2,7 billones, para cubrir parte del saldo restante de 2021. Así, nuestros cálculos sugieren que la cuenta por cobrar remanente de 2021 ascendería a 3,95 billones. Para ello, el PGN previó como fuentes adicionales de pago: i) sobrantes del PGN en gastos y servicio de deuda presupuestados y ii) excedentes de dividendos de Ecopetrol por encima de lo proyectado. Este último punto en particular cobra relevancia, toda vez que casi la totalidad del déficit del FEPC es una obligación con Ecopetrol.

› **El déficit continuará profundizándose en 2022**

Para este año anticipamos que, si bien el crecimiento de los precios del crudo será más moderado, la convergencia del IP al PPE será muy paulatina. **Así las cosas, para 2022 anticipamos que el déficit se ubicaría entre 7,3 y 10,2 billones de pesos al cierre del año.**

Por un lado, nuestras proyecciones para la referencia Brent sugieren un promedio entre los 80 y 90 dpb en 2022, lo que estaría en línea con un precio de la gasolina de entre 2,1 y 2,4 dólares por galón, como resultado de una recuperación rezagada de la producción

mundial de crudo ante la demanda prevista. En efecto, la disminución en la inversión del sector a nivel global continuará limitando el repunte de la oferta, lo que podría sostener las cotizaciones por encima de los 80 dpb en el corto plazo (ver “Recuadro II.2 Crisis energética mundial y el último baile del petróleo” en [Informe Perspectivas Económicas 2022 – diciembre 2022](#)).

En segundo lugar, la formulación técnica del IP y las presiones políticas inherentes a un año electoral limitarán la convergencia de la referencia local al PPE. Así pues, asumimos que el ritmo de incremento de los precios de los combustibles en 2022 será muy similar al observado en el último semestre de 2021 y, por ende, el IP aumentaría aproximadamente un 12% en el año⁵.

› *Efectos del FEPC sobre el desempeño financiero de Ecopetrol*

El desempeño de Ecopetrol durante la peor parte de la pandemia, junto con su recuperación durante el periodo de reactivación económica, ha sido sobresaliente. La recuperación en la cotización internacional de precios del petróleo, que en esta ocasión no estuvo acompañada de revaluación, se tradujo en precios récord en pesos, así como ingresos que se incrementaron en función de la variación en precios (Gráfico 8).

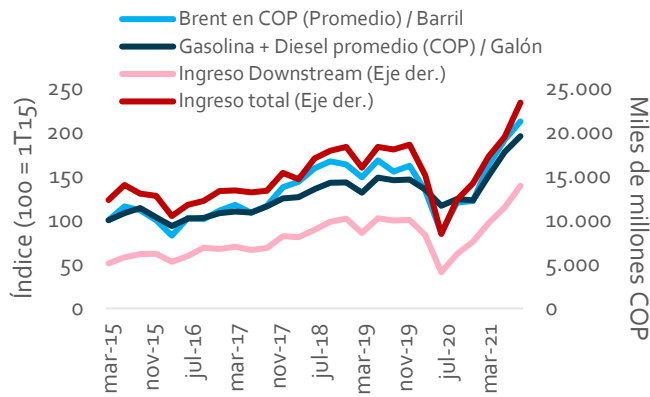
Ecopetrol pudo soportar la crisis y viene aprovechando la recuperación de las cotizaciones a partir del logro de eficiencias en costos, junto con una disciplina de caja. En efecto, los resultados financieros publicados evidencian resiliencia durante el periodo más difícil (1T20 y 2T20), así como una rápida recuperación de márgenes operacional y EBITDA (Gráfico 9). Asimismo, la generación de caja de la compañía ha sido tan favorable que Ecopetrol ha hecho uso de ella para prepagar el crédito relacionado con la adquisición de ISA, espera autofinanciar su plan de inversiones, y adicionalmente el Gobierno cuenta con un nivel elevado de transferencias en 2022 (dividendos, impuestos y regalías), con dividendos cercanos a COP 8 billones, correspondientes al resultado de 2021.

No obstante, si bien los resultados de 2021 fueron muy buenos y, en el corto y mediano plazo, el nivel de precios del petróleo le permitiría a la compañía mantener este desempeño, es importante mencionar que esta coyuntura no será permanente y, pese a esto, no se prevé el uso de coberturas de precio (precio del *commodity* y tasa de cambio).

Por otro lado, la producción de crudo del Grupo Ecopetrol, que estimamos llegó a 698 kbed (miles de barriles de petróleo equivalente diario) en 4T21, no aumentó durante el periodo de recuperación de las cotizaciones y para los siguientes años no se espera un aumento significativo por parte de la compañía (levemente superior a 1,5% anual durante los siguientes tres años).

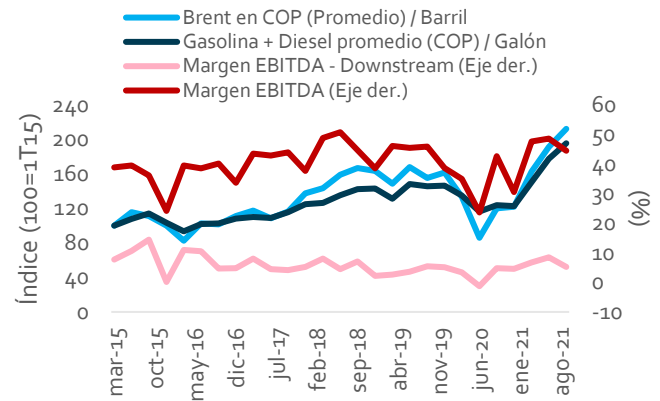
⁵ En el segundo semestre del 2021 el Ministerio de Minas aumentó el Ingreso al Productor de la gasolina en aproximadamente 300 pesos, por lo que asumimos un incremento del doble para todo 2022.

Gráfico 8. Precios e ingresos de Ecopetrol



Fuente: Ecopetrol, BanRep, EIA y FRED. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 9. Precios y márgenes EBITDA



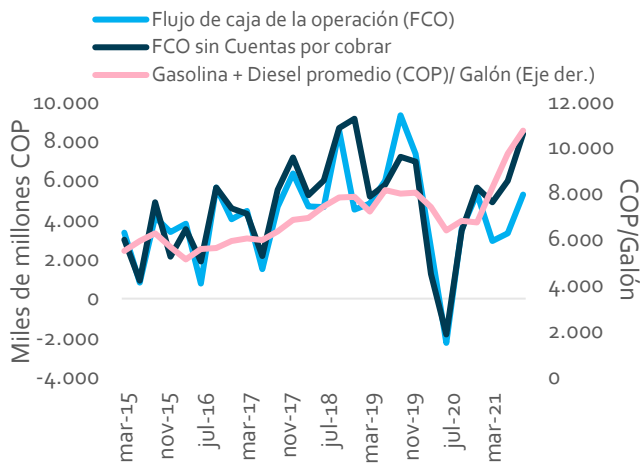
Fuente: Ecopetrol, BanRep, EIA y FRED. Cálculos: Corficolombiana

En este contexto, y como se observa en el Gráfico 9, **al modesto desempeño que usualmente tiene el segmento de refinación downstream (desde la adopción de NIIF ha registrado únicamente dos años con utilidad) se suma el efecto adverso que viene teniendo el FEPC sobre la generación de caja de la compañía (Gráfico 10)**. En efecto, en línea con nuestras estimaciones, y teniendo en cuenta el pago realizado por el Gobierno en diciembre, la cuenta por cobrar por concepto FEPC en manos de Ecopetrol ascendió a 6,65 billones al cierre de 2021.

Tras crecer 5,1 billones en el tercer trimestre de 2021, el nivel de caja de Ecopetrol se ubicó en 16,8 billones al cierre del periodo, lo que a primera vista pareciera una posición holgada. Sin embargo, dicha variación se explica por la consolidación de ISA, cuya caja al 3T21 fue de 4,9 billones. Adicionalmente, si utilizamos como referencia una caja mínima de 60 días (costos y gastos operativos de 60 días), este nivel de caja resulta adecuado, no holgado, dado que el promedio trimestral desde 2016 de la razón caja/caja mínima es de apenas 0,93x. Lo anterior sin tener en cuenta que, el dividendo total a repartir por Ecopetrol en 2022 con un *payout* de 60% se estima en 9,1 billones (8 billones para el Gobierno), y el dividendo que debe repartir ISA a accionistas diferentes a Ecopetrol es de 0,6 billones aproximadamente.

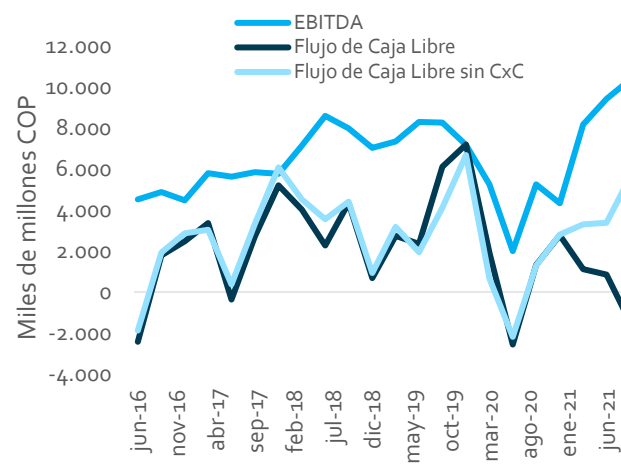
Como se mostró previamente, desde el 2021 el FEPC viene acumulando un déficit a un ritmo acelerado y los pagos efectuados y previstos por el Gobierno en 2022 no cubren la totalidad de la cuenta por cobrar al cierre de 2021. Las alternativas de pago previstas en el PGN sugieren que, a menos que se presente una baja ejecución presupuestal o dividendos extraordinarios por parte de la misma compañía hacia el Gobierno, el tamaño de la cuenta por cobrar continuará incrementando. Se tiene así un incentivo para repartir más dividendos, lo cual sería bien visto por los accionistas, siempre y cuando la empresa cumpla con lo anunciado respecto a la autofinanciación del plan de inversión, y no se requiera incurrir en crédito para repartir dividendos.

Gráfico 10. Precios y flujo de caja operativo



Fuente: Ecopetrol, BanRep, EIA y FRED. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico 11. EBITDA y flujo de caja libre



Fuente: Ecopetrol, BanRep, EIA y FRED. Cálculos: Corficolombiana

Además de disminuir el disponible de Ecopetrol, destacamos las siguientes implicaciones de la cuenta por cobrar del FEPC:

- Calculamos un lucro cesante de 0,4 billones de pesos anuales, teniendo en cuenta la dimensión de la Cuenta por Cobrar y el nivel de las tasas de interés actuales, asumiendo que estos recursos hacen parte de la caja de la compañía. Sin embargo, superando el nivel de caja requerido por la operación, la idea no es crecer la caja indefinidamente sino invertir esos recursos (o repartirlos a los accionistas). En este sentido, el costo de oportunidad no es el interés del disponible, sino el retorno sobre el capital promedio invertido (ROACE) de entre 8 y 10% para Ecopetrol. Usando 9% como ROACE, el costo de oportunidad anual de esta cuenta asciende a 0,6 billones de pesos.
- El costo de oportunidad de inversiones en las que no pueda participar Ecopetrol, o la necesidad de incurrir en nueva deuda para ello, dada la ausencia de la caja. Debido a que las inversiones autofinanciadas incluyen a las inversiones orgánicas únicamente.
- La menor generación de caja operacional respecto a lo que se lograría en ausencia del FEPC, una variable seguida atentamente por los inversionistas (Gráfico 10).
- El efecto de la cuenta por cobrar del FEPC sobre el Flujo de Caja Libre (FCL, gráfico 11) de la compañía al cierre del año de 6,65 billones se traduce en una disminución de 4,9% (162 pesos por acción) respecto al valor de mercado correspondiente con nuestro precio objetivo. Sin embargo, en el futuro, en la medida en que las condiciones de mercado cambien, el saldo de la cuenta por cobrar también lo hará, e inclusive podría representar una cuenta por pagar de Ecopetrol. Si asumimos que al cierre de 2022 el saldo de la cuenta por cobrar se ubica en 11,4 billones (el gobierno paga los 2,7 billones presupuestados y se acumulan 8,75 billones más), se salda por

completo esa cuenta en 2023 y en adelante el balance es neutral, el efecto sobre nuestra valoración pasaría a ser negativo en 1,1%.

- El efecto de calcular los dividendos e impuestos con el PyG, a pesar de que la caja es considerablemente menor.

Es importante recordar que el funcionamiento del FEPC presenta ventajas para Ecopetrol, como lograr un mayor ingreso en periodos durante los cuales el precio de referencia de la gasolina y el diésel bajan, disminuyendo la volatilidad del ingreso. La disminución de la volatilidad en el ingreso y el EBITDA es precisamente una de las ventajas argumentadas en la adquisición de ISA. Sin embargo, en un periodo de elevada inflación y altas tasas de interés, con la cotización de la acción subvalorada, las desventajas del FEPC parecieran superar a las ventajas. En todo caso, el mecanismo del FEPC reconoce, por un lado, que la empresa podría vender sus productos en el exterior y, por otro, le permite contar con un mercado garantizado en Colombia.

Por último, vale la pena mencionar que el tamaño de la cuenta por cobrar al FEPC incorporado en este ejercicio no contempla la ya causada en el transcurso de 2022, e inclusive la que prevemos al cierre del año (entre 7,3 y 10,2 billones). De esta forma, la magnitud de los efectos descritos se incrementa durante el año y está sujeta a la evolución de los pagos que determine el Gobierno.

› *Desafíos hacia adelante del FEPC*

Tras reconocer los significativos avances del FEPC frente a los esquemas de subsidio al precio que se tenían previamente, este informe identifica importantes barreras, tanto técnicas como políticas inherentes al diseño de este, que impiden el logro de la sostenibilidad financiera que se planteó en su creación. De esta manera, el funcionamiento actual del FEPC, y los altos precios del petróleo a nivel mundial, resultan en una carga fiscal del orden de 10 billones de pesos al año para el Gobierno nacional.

Al respecto, es relevante dar una discusión sobre las reglas bajo las cuales opera el FEPC, buscando identificar reformas que resuelvan algunas de estas falencias. Por ejemplo, sería adecuado plantear un mecanismo de ajuste automático del precio de referencia al público, a partir de una fórmula matemática, que permita desvincular su determinación de presiones de carácter político, manteniendo una válvula de escape a utilizar en caso de que se presenten situaciones extraordinarias establecidas en la ley.

De igual forma, si bien el FEPC reduce la volatilidad del precio de venta al público de los combustibles y, recientemente, ha limitado el avance de la inflación local, cabe cuestionarse a qué costo. En el contexto de amplias necesidades de gasto social, la magnitud del déficit que ha alcanzado recientemente el FEPC pone sobre la mesa cuestionamientos asociados al costo de oportunidad de destinar estos recursos a un subsidio a los combustibles. Además, como se discutió, la cuenta por pagar del FEPC a Ecopetrol tiene implicaciones importantes sobre la operación y valoración de la

compañía, cuyas utilidades representan un ingreso importante dentro del balance fiscal de la Nación.

Por último, en el marco de las políticas que el Gobierno nacional está implementando, con el fin de cumplir con los compromisos adquiridos en la lucha contra el cambio climático, es indiscutible la necesidad de abrir el debate respecto a la deseabilidad de un subsidio al precio de combustibles contaminantes en el mediano y largo plazo.

Así pues, reiteramos la necesidad de que el próximo gobierno tenga en el radar la discusión sobre la formación del precio de los combustibles y la operatividad del FEPC, así como el costo de oportunidad e implicaciones de destinar recursos públicos a mantener el precio por debajo del costo internacional, por largos periodos de tiempo.

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 69962

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70015

diego.gomez@corficolombiana.com

María Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70018

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70016

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Pablo Fernández Luna

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

pablo.fernandez@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

María Camila Orbeagozo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

maria.orbeagozo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70422

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70017

juan.pardo@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.