

Ecopetrol

Julho 2026 ●

Cases
Leto Capital

Por Felipe Riski, analista
Leto Asset Management



Flexibilidade que captura oportunidade: o case Ecopetrol

Na Leto Capital, temos estratégias híbridas de investimento que combinam em um mesmo mandato crédito local e posições offshore em bonds corporativos. Essa flexibilidade amplia o universo de investimentos, adiciona diversificação e nos permite capturar teses cujo motor de retorno tem baixa correlação com o mercado local — um benefício direto para o cotista.

A posição na Ecopetrol, principal estatal colombiana, é um exemplo recente disso. Foi uma posição offshore que contribuiu no 1S26 para o retorno do fundo com um driver amplamente descolado da dinâmica de crédito brasileira.

O que aconteceu por lá nos últimos anos não deve surpreender nenhum brasileiro, acostumado ao vaivém de papéis de estatais a partir de declarações ou medidas governamentais.

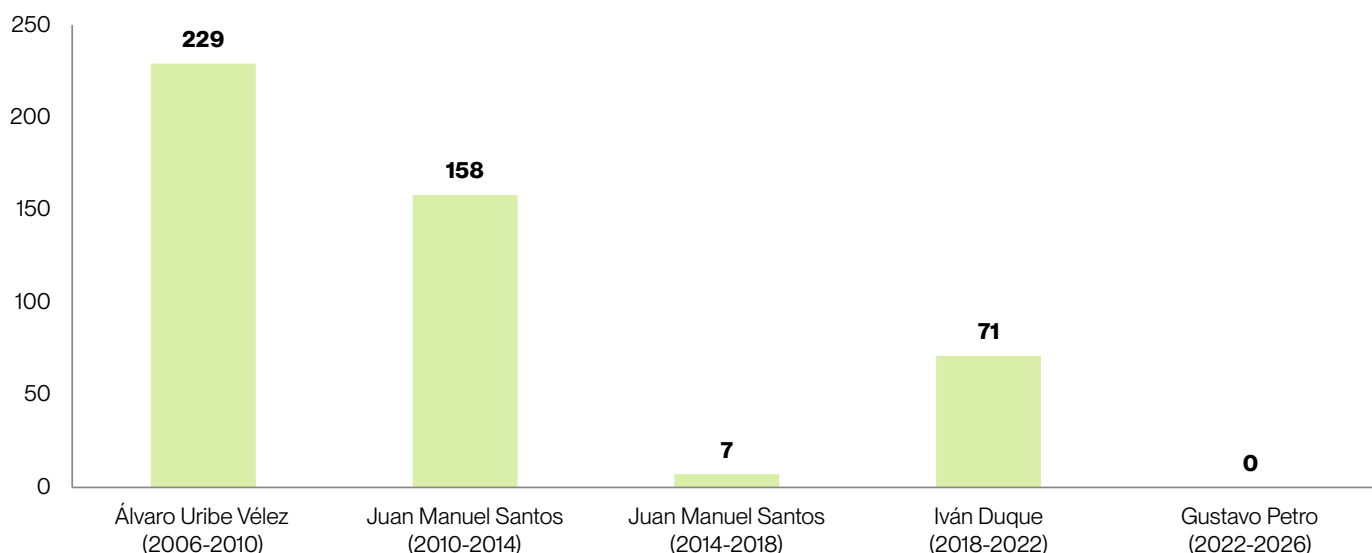
O governo colombiano detém 88% das ações da Ecopetrol, que atua no segmento de petróleo e energia. Em 2022, Gustavo Petro assumiu a presidência da Colômbia como o primeiro presidente de esquerda daquele país.

Petro se elegeu com promessas de encerrar o conflito armado no país, realizar reformas tributárias e sociais para combater desigualdade e pobreza e com o compromisso de abandono gradual da dependência de combustíveis fósseis.

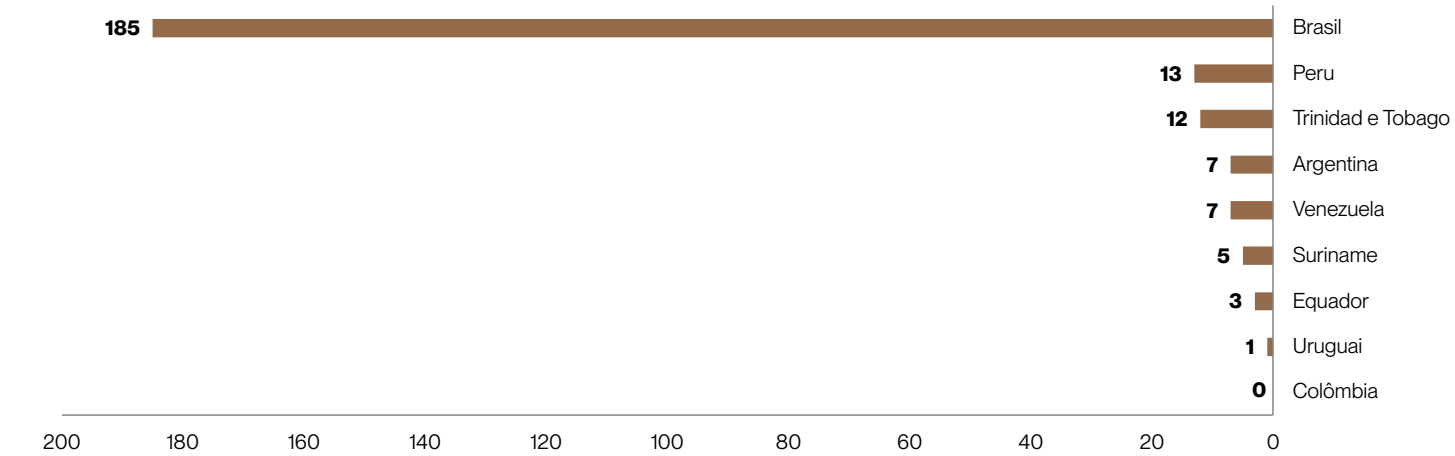
No mercado financeiro, a agenda elevou a percepção de risco sobre os ativos colombianos por conta principalmente das políticas contrárias ao setor de óleo e gás, que era uma das principais fontes de receita fiscal e exportações do país.

Petro vetou novas licitações de áreas para exploração de campos de petróleo e gás. As empresas passaram a depender das áreas que já detinham permissão para explorar antes de o governo assumir.

Contratos de exploração e produção assinados



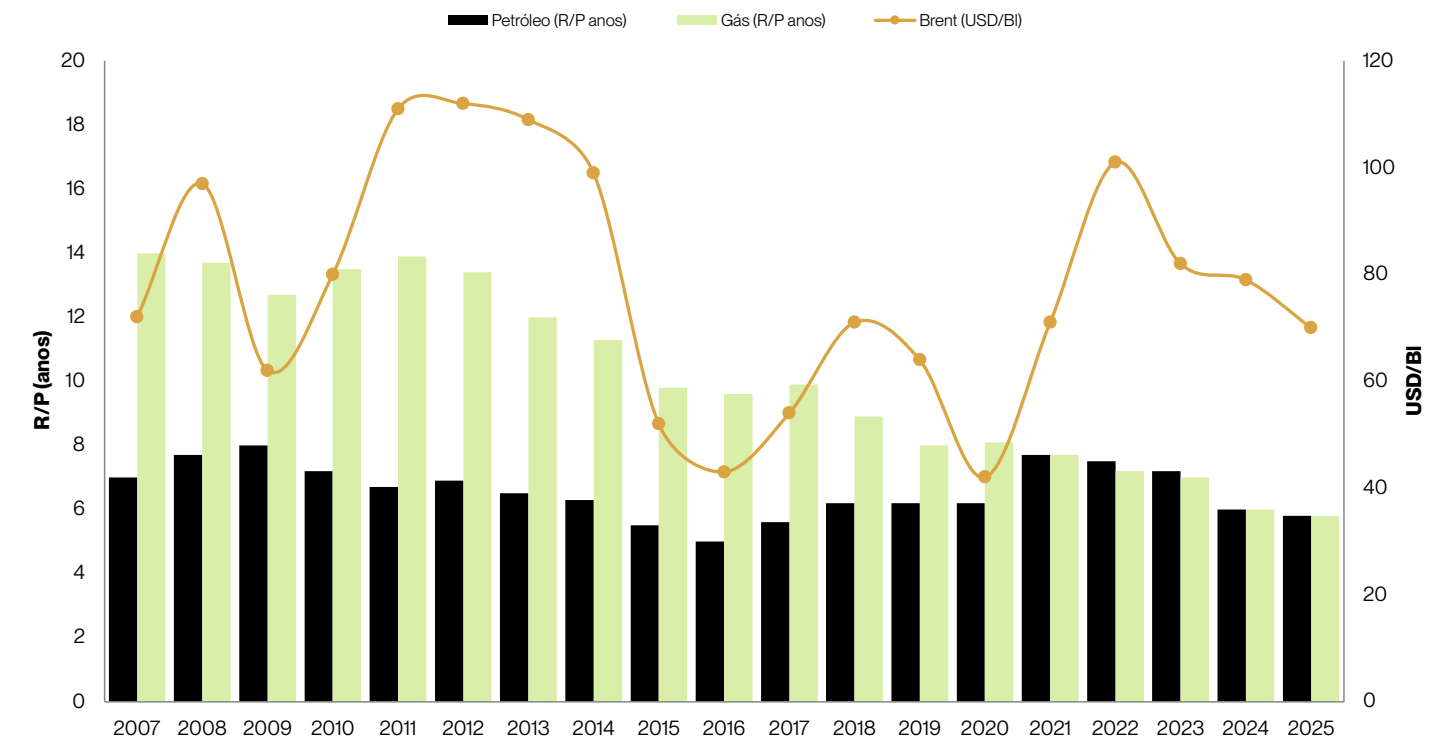
Contratos adjudicados entre 2023 e março de 2025



Fonte: ACP

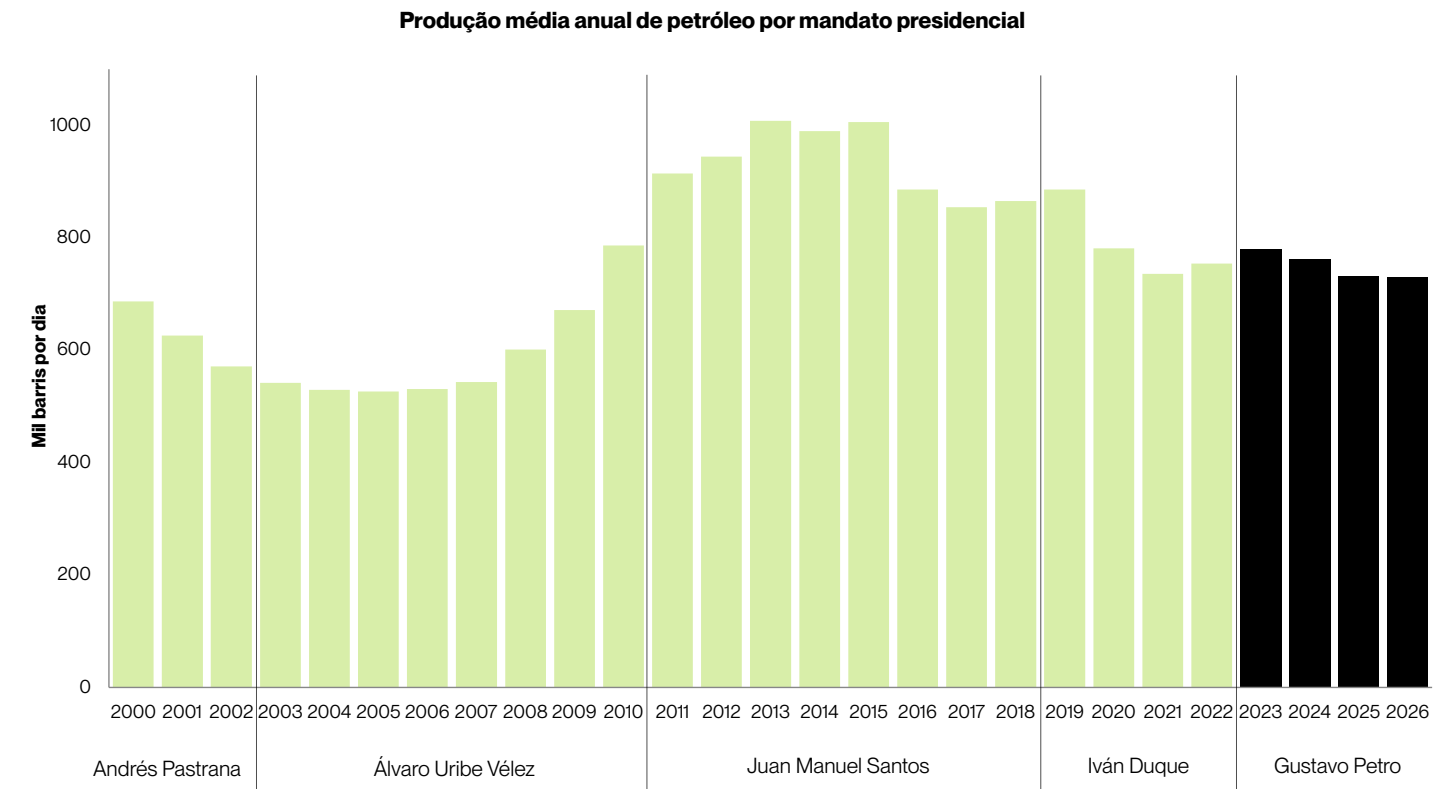
Com isso, as reservas de petróleo do país, que já estavam baixas quando ele assumiu, seguem declinantes, já que a atividade exploratória é a principal forma de novas descobertas serem feitas, expandindo assim a base de reservas.

Anos de reservas provadas de petróleo e gás natural na Colômbia



Fonte: Informação ANH - 23 de junho de 2026; Cálculos CAMPETROL.
p.p.: Pontos Percentuais

O nível de produção também segue caindo, já que os campos em operação são maduros e estão em fase de declínio mais acelerada.



Fonte: ANH

Ele também elevou significativamente a carga tributária sobre o setor em 2022, que passou de 35% de IR corporativo para até 50% dependendo do nível de preço do petróleo.

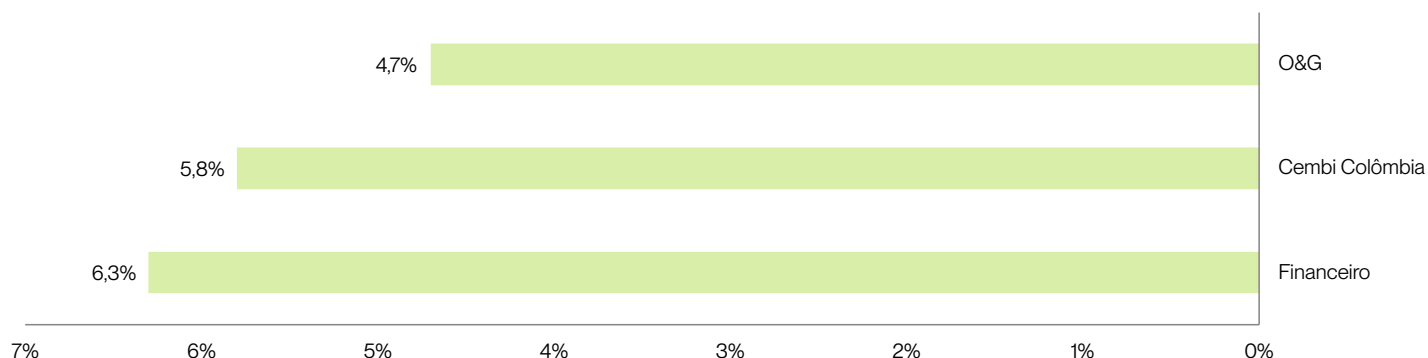
Além disso, o governo Petro bloqueou o *fracking* na prática, cancelando os projetos-pilotos e recusando-se a avançar com a regulamentação, ainda que a proibição legal nunca tenha passado no Congresso. O *fracking* é uma técnica polêmica, criticada por riscos de contaminação da água e abalos sísmicos, daí a proibição em diversos países. Mas foi essa tecnologia que permitiu à Argentina reverter o declínio de campos maduros e expandir reservas e produção em Vaca Muerta, responsável pela maior parte do crescimento recente da produção de óleo e gás daquele país.

Na Colômbia, o banimento do *fracking* pelo governo Petro fechou essa porta no momento em que a base de reservas já estava sob pressão. A formação *La Luna*, extensa camada de rocha rica em óleo e gás no centro-norte da Colômbia, tem potencial para multiplicar as reservas do país, o que atraiu gigantes como ExxonMobil e ConocoPhillips a lançarem projetos-piloto, cancelados pelo governo Petro antes mesmo do primeiro poço.

Nesse contexto, os prêmios de risco do país abriram de forma relevante, com os *bonds* corporativos do setor de óleo e gás sendo os mais impactados. Diante da deterioração do cenário a partir de 2022, optamos por carregar exposição pequena em bonds da Colômbia durante esse período, focando em teses idiossincráticas nas quais tínhamos mais convicção. Era momento de ficar mais leve em risco de Colômbia, na nossa visão.

Bond de empresas colombianas

retorno anualizado por setor, 2022 – 2025



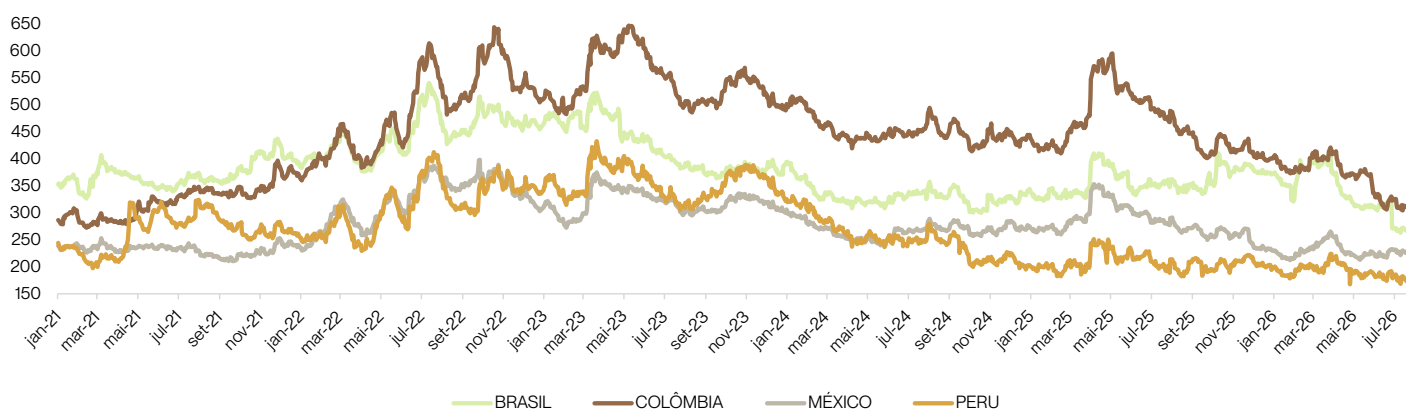
Cembi: índice do J.P. Morgan que acompanha bonds em dólar emitidos por empresas de países emergentes. Retorno total inclui juros recebidos e variação de preço.

Fonte: Elaboração própria, Leto Capital

Mas nossa percepção começou a mudar ao longo de 2025. Voltamos ao *overweight* em Colômbia ao identificarmos que a popularidade de Petro estava baixa, e os preços ainda embutindo um generoso prêmio de “risco Petro”.

Prêmio de risco cobrado das empresas de cada país

Spread de crédito médio dos bonds corporativos em dólar, em pontos -base (100 p.b. = 1 ponto percentual).



Fonte: Elaboração própria, Leto Capital

As pesquisas, embora incipientes, já mostravam uma assimetria favorável: a esquerda consolidada desde cedo em um único nome — Iván Cepeda, aliado de Petro — enquanto a direita, pulverizada, ainda tinha espaço para se consolidar. Analistas políticos locais com quem conversávamos corroboravam essa leitura. Quando a consolidação começou a aparecer nos números, a nossa convicção aumentou — e com ela, a perspectiva de reversão da agenda que travava o setor energético.

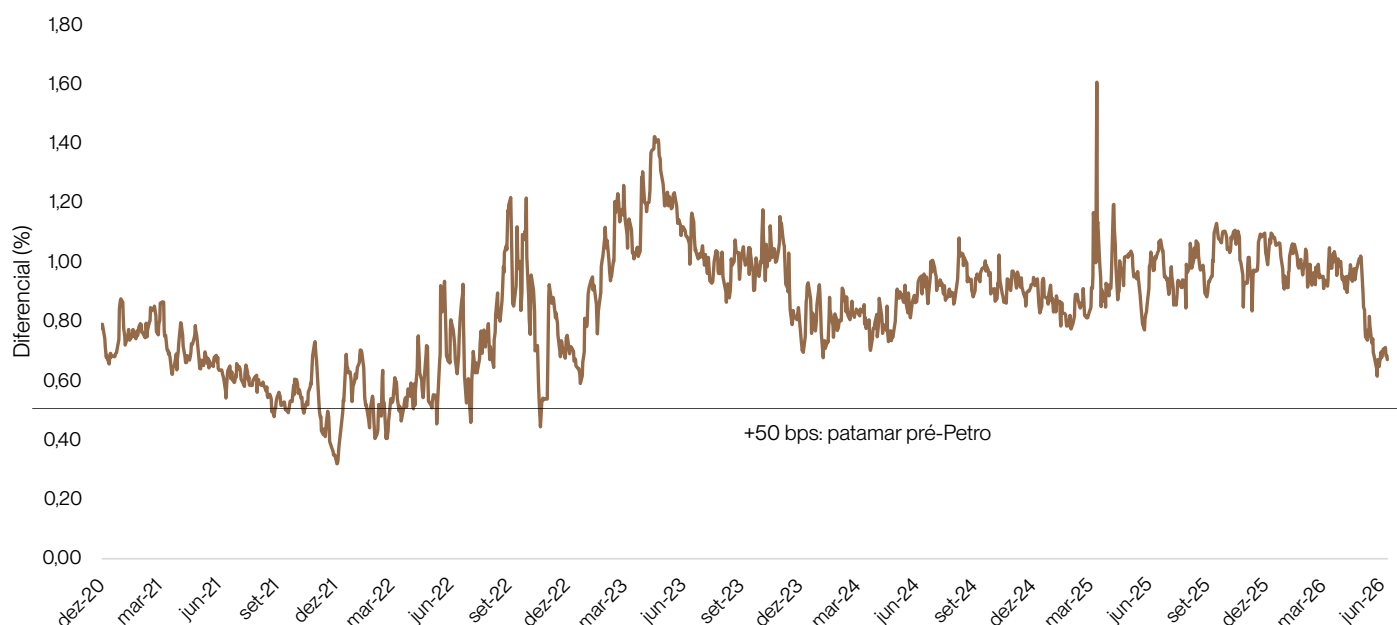
Dentre os nomes disponíveis, o bond da Ecopetrol oferecia o *pick-up* mais atrativo sobre o papel soberano. Antes de Petro assumir a presidência e implementar sua agenda, a Ecopetrol negociava a cerca de 50 bps de prêmio sobre os bonds soberanos da Colômbia; depois das medidas do governo, esse prêmio passou a superar 100 bps. Ou seja, a posição embutia duas fontes de compressão:

- Compressão do *spread* soberano, capturando um desfecho eleitoral mais favorável ao mercado; e
- Compressão do *spread* de Ecopetrol sobre o soberano, à medida que se dissipasse o overhang específico que fez a empresa underperformar nos últimos anos.

A Ecopetrol foi assimetricamente penalizada, e três fatores próprios da empresa explicam isso: a governança deteriorada, com indicações políticas que culminaram na saída do CEO em meio a investigações sobre financiamento de campanha; a política de subsídios a combustíveis, que drena capital de giro da companhia; e a pressão crescente por dividendos ao governo.

Essa combinação elevou a alavancagem da empresa em um momento em que o setor já estava sob pressão macro. Esse conjunto de fatores explica por que o spread entre a Ecopetrol e o soberano abriu tanto — e por que havia upside a capturar, caso o cenário revertisse.

Diferença entre a taxa de juros exigida nos títulos da Ecopetrol e a exigida nos títulos da República da Colômbia, em pontos percentuais.



Fonte: Elaboração própria, Leto Capital

A eleição, em junho de 2026, terminou com a vitória em segundo turno de De la Espriella, representante da oposição, conservador e fã dos presidentes Trump (EUA) e Milei (Argentina). Ele derrotou Iván Cepeda, aliado de Gustavo Petro.

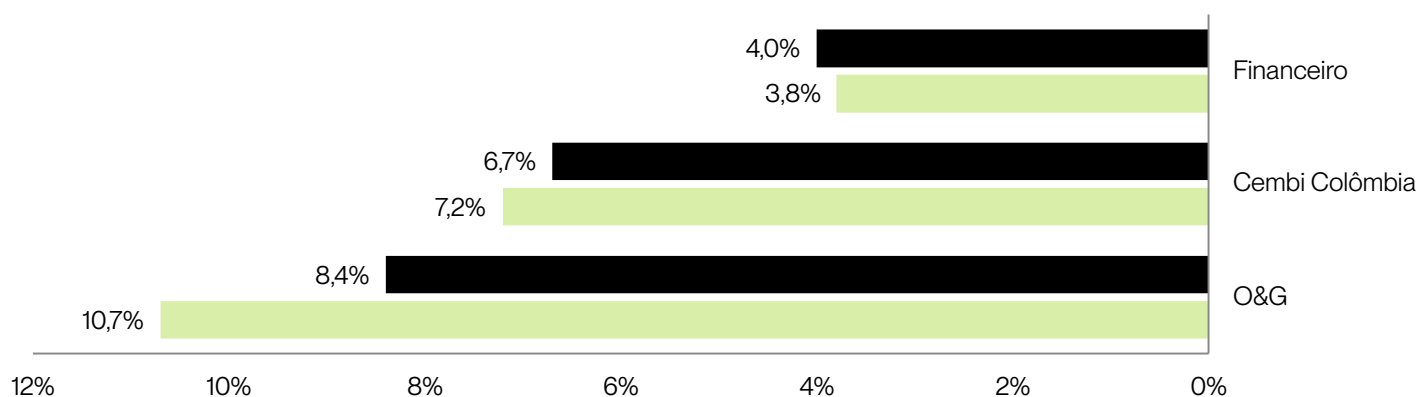
Abelardo, cuja posse está marcada para 7 de agosto, traz uma agenda oposta à de Petro para o setor de óleo e gás, que inclui a retomada da exploração, avanço do *fracking* e alívio tributário ao setor. Com isso, a nossa tese se materializou: o spread dos bonds da Colômbia fechou no ano frente aos pares da América Latina, e o spread dos títulos de Ecopetrol comprimiu contra o soberano, retornando a níveis mais alinhados ao histórico anterior ao governo Petro.

O setor de óleo e gás, que havia sofrido mais ao longo dos últimos anos, apresentou a melhor performance dentre o CEMBI Colômbia (índice que engloba os *bonds* corporativos colombianos).

Bonds de empresas colombianas: retorno no 2T26 e no YTD 2026

Retorno total em dólares (juros + variação de preço), %. O 2º trimestre está contido no acumulado.

■ 2T26 ■ 2026 YTD



Fonte: Elaboração própria, Leto Capital

Vale observar que a janela deste ano está excepcionalmente favorável ao setor por conta da elevação do preço de petróleo diante do conflito no Oriente Médio. Mas mesmo que olhemos para a janela do segundo trimestre de 2026, o setor segue como outperformer.

Daqui para a frente

Avaliamos que o spread de Ecopetrol sobre o soberano já se encontra próximo do fair value, a cerca de 50 bps, de modo que a maior parte da distorção já foi capturada. Ainda assim, a posição oferece carregamento atrativo, o que justifica sua manutenção.

Seguiremos atentos às primeiras medidas do novo governo em relação ao setor, que podem redefinir o balanço de risco daqui em diante.

Mais do que um acerto pontual, Ecopetrol sintetiza o nosso processo: paciência para zerar ou carregar exposição leve enquanto o risco estava contra nós, disciplina para construir convicção a partir da mudança dos fundamentos e a flexibilidade estrutural do mandato híbrido para expressar uma ideia offshore de alta convicção — que diversificou a carteira e adicionou retorno com baixa correlação ao mercado local.

Este material tem caráter meramente informativo. As informações apresentadas não constituem, e nem devem ser interpretadas como, recomendação de investimento, oferta, solicitação de compra ou venda de quaisquer ativos financeiros.

As opiniões aqui expressas refletem a visão da equipe de análise da Leto Asset Management na data de publicação e podem ser alteradas sem aviso prévio.

Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Leto Asset Management Ltda.

Rua Humaitá 275, 11º andar (Parte)

Humaitá, Rio de Janeiro - RJ

CEP: 22261-005 - Brasil

ri@letocapital.com.br

www.letocapital.com.br

Av. Brigadeiro Faria Lima 2277, cj. 1904

Jardim Paulistano, São Paulo - SP

CEP: 01452-000 - Brasil

