



**Texto para Discussão 010 | 2022**

***Discussion Paper 010 | 2022***

## **Preços elevados, PPI e Petrobras: há alternativas para reduzir os preços e aumentar os investimentos**

**Eduardo Costa Pinto**

*Professor do Instituto de Economia da UFRJ e Pesquisador do INEEP/FUP*

This paper can be downloaded without charge from

<https://www.ie.ufrj.br/publicacoes-j/textos-para-discussao.html>

# Preços elevados, PPI e Petrobras: há alternativas para reduzir os preços e aumentar os investimentos

Abril, 2022

**Eduardo Costa Pinto**

*Professor do Instituto de Economia da UFRJ e Pesquisador do INEEP/FUP*

## Introdução

Desde a implementação da política de preços de derivados da Petrobras – centrada na Política de Paridade de Importação (PPI)<sup>1</sup> –, em outubro de 2016, durante o Governo Temer, a população brasileira está sofrendo com a carestia no preço dos derivados de petróleo (gasolina, do diesel, gás de cozinha/GLP, nafta, querosene de aviação, etc.), que tem afetado negativamente o poder de compra da população e aumentado os custos de produção das mercadorias.

Uma das promessas de campanha do candidato Bolsonaro, em 2018, era reduzir os preços da gasolina e do gás de cozinha. No primeiro ano de governo, o presidente e sua equipe econômica reforçaram essas promessas. Paulo Guedes, Ministro da Economia, disse, em 09/04/2019, estava em curso um “choque de energia barata” e que o preço do gás de cozinha cairia pela metade em dois anos. O Capitão presidente, em 16/05/2019, afirmou nas redes sociais que o “preço da gasolina vai cair”.

Após quase três anos de promessas, a realidade dos preços dos combustíveis é outra, pois vivemos “um choque de energia cara”. Entre 6/01/2019 e 20/03/2022, segundos dados da ANP, os preços médios de revenda para o consumidor no Brasil da gasolina, do diesel e do gás de cozinha de 13 kg aumentaram, respectivamente de R\$ 4,3 para R\$ 7,2 por litro; de R\$ 3,43 por litro para R\$ 6,56 por litro; e de R\$ 69,4 por botijão para R\$ 113,24 por botijão. Esse preço do botijão, que representa hoje cerca de 9,3% do salário-mínimo, tem criado enormes dificuldades para as famílias mais pobres conseguirem obter gás de cozinha. Muitas delas, inclusive, passaram a cozinhar com lenha e álcool etílico.

Os aumentos dos preços dos derivados, nos últimos anos, impactaram de forma significativa na inflação brasileira. Em 2021, por exemplo, os expressivos aumentos para o consumidor da gasolina (47,4%), do diesel (46,1%), do óleo lubrificante (18,6%) e do

---

<sup>1</sup> Os Preços de Paridade de Importação – PPI são estimativas do custo do derivado importado trazido para o país, sendo composto pelo valor do produto no mercado internacional convertido a taxa de câmbio, taxas, custos do frete, movimentação nos terminais, armazenamento e serviços e ganhos associados à importação. Representam assim os custos de importação que são utilizados como premissa para realizar a precificação dos derivados.

gás de botijão (36,9%) contribuíram de forma direta com cerca de 38% da inflação brasileira em 2021, que foi de 10,6% (IPCA).

Vale destacar ainda os efeitos indiretos dos aumentos dos preços dos derivados que afetam os custos de produção de setores econômicos. O aumento do diesel, por exemplo, eleva o custo de transporte rodoviário das mercadorias, que pode ser repassando integral ou parcialmente para os preços finais desses produtos, a depender das condições dos mercados. Parte do crescimento dos preços, em 2021, das passagens aéreas (17,6%) e do transporte por aplicativo (33,8%) podem ser explicados, respectivamente, pelos expressivos aumentos do querosene de aviação e da gasolina.

Esses dados evidenciam que os aumentos dos preços dos derivados, produzidos pela Petrobras, estão impactando de forma expressiva na redução do poder de compra da população brasileira. Nos últimos tempos, as possíveis causas dos aumentos dos preços dos derivados têm sido discutidas por especialistas do setor de petróleo e gás, pelos segmentos políticos e também pela população em geral.

Muitas tem sido as explicações para a carestia nos preços dos derivados. Desde as mais esdrúxulas, em que a corrupção do PT na Petrobras teria gerado dívidas que impediriam a queda dos preços; passando pela ideia de que os tributos estaduais (sobretudo ICMS) seriam os responsáveis pelas elevações dos preço, mesmo não sido registrado elevações nas alíquotas desses impostos; até os que defendem que esses aumentos seria fruto de choques externos nos preços do petróleo e derivados, sendo que a Petrobras apenas repassando essas variações ao adotar a PPI como premissa para precificar os derivados produzidos em suas refinarias.

Nessa última perspectiva, os aumentos seriam incontornáveis, até mesmo no curto prazo, haja vista que a Petrobras estaria adotando o preço de mercado e alterações, abaixo desse preço, implicaria em prejuízos ou destruição do valor da empresa – situação em que o (ROI) retorno sobre o capital investido (dívidas classificadas como onerosas somado ao patrimônio líquido) é menor que o (WACC) custo total de capital exigido pelas fontes de financiamento próprio e de terceiros (custo de oportunidade do capital).

Nesse artigo argumentaremos que existem sim possibilidades, no curto prazo, de mudanças na política de preços dos derivados da Petrobras – considerando os custos de importações e produção nacional de derivados – que permitem, ao mesmo tempo, reduzir preços, criar valor econômico e aumentar os investimentos.

Tudo isso levando em conta novos posicionamentos da Direção Executiva e do Conselho de Administração, dentro do Estatuto da Petrobras, e as regras estabelecidas da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (Dispõe sobre as Sociedades por Ações.), sobretudo o seu Art. 238 que estabelece: “Art. 238. A pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação” (dimensão estatal).

## 1 Resultados da Petrobras em 2021: superlucros e máquina de gerar caixa

Os números da Petrobras são sempre grandiosos, mas os resultados de 2021 chamaram ainda mais atenção com o tamanho do lucro líquido (R\$ 107,3 bilhões, o maior da história) e com indicadores financeiros de retorno sobre o capital investido/ROI (17,3%) e da margem líquida (23,7%). Margem esta três vezes superior à margem média da Shell, Equinor, BP, Exxon, Total e Chevron, que foi de 8,2% (Tabela 1).

**Tabela 1 – Petrobras 2021: Demonstração de resultados e indicadores financeiros**

R\$ Bilhões	2021
Receita de vendas	452,7
Custo dos produtos e serviços vendidos	-233,0
<b>Lucro bruto</b>	<b>219,6</b>
Lucro antes do resultado financeiro, participações e impostos	202,4
<b>Resultado financeiro líquido</b>	<b>-59,3</b>
Resultado de participações em investimentos	8,4
<b>Lucro (Prejuízo) antes dos impostos</b>	<b>151,6</b>

Imposto de renda e contribuição social	-44,3
<b>Lucro líquido (Prejuízo)</b>	<b>107,3</b>
Margem líquida (lucro líquido/receita de vendas)	23,7%
<b>Margem líquida média das petroleiras internacionais (Shell, Equinor, BP, Exxon, Total e Chevron)</b>	<b>8,2%</b>
Capital investido (R\$ bilhões)	827
NOPAT (lucro operacional líquido depois dos impostos) (R\$ bilhões)	143
ROI - Retorno sobre o capital investido	17,3%
<b>WACC - custo médio ponderado de capital próprio e de terceiro (custo de oportunidade)</b>	<b>7,8%</b>

Fonte: Petrobras e Economatica. Elaboração própria

Esses resultados mostraram que a Petrobras obteve em 2021 superlucros, bem acima das grandes petroleiras, com a exceção da estatal saudita Saudi Aramco. O principal fator que explica o superlucro da Petrobras em 2021 foi a sua (1) atual política de preços dos derivados – que utiliza a PPI como a premissa para rodar o seu modelo de precificação –, que repassa as variações dos preços internacionais do petróleo para os consumidores brasileiros de derivados<sup>2</sup>. Além disso, também contribuíram para esse superlucro (2) o menor crescimento do custo total de produção de petróleo (CTPP)<sup>3</sup> em decorrência da queda dos custos de extração (lifting cost) com a elevadíssima produtividade dos poços de petróleo do pré-sal; e (3) a redução dos tributos pagos pela empresa em relação a sua capacidade de gerar riqueza.

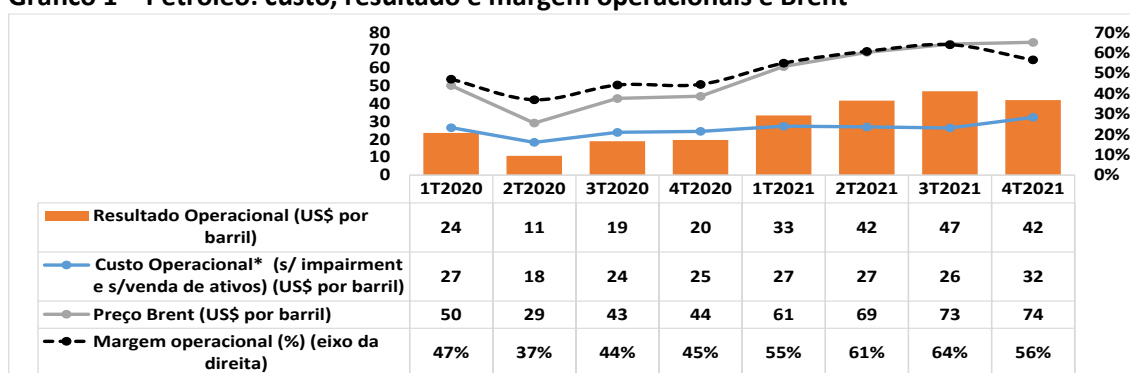
A maior parte desses superlucros da Petrobras foram obtidos no segmento de exploração e produção de petróleo (E&P) (margem líquida de 42% em 2021), que destinou, em 2021, 28% do petróleo produzido para exportação e os outros 72% para o refino de derivados em suas refinarias. O lucro líquido nesse segmento foi obtido centralmente pelos resultados operacionais de US\$ 41,1/R\$ 221,1 por barril em 2021, proporcionado uma

<sup>2</sup> Ver nota técnica do [INEEP \(2022\)](#)

<sup>3</sup> O Custo Total de Produção de Petróleo (CTPP) é formado pelos custos: de extração (lifting cost), de participações governamentais (royalties, participação especial e retenção de área); e de Depreciação, Depleção e Amortizações (DD&A), que corresponde a remuneração do capital investido.

marginem operacional de 59%. Esse resultado foi fruto da diferença entre os custos operacionais (CTTP + despesas de vendas e administrativas) que foi de US\$ 28,3/R\$ 153,1 bbl em 2021 e o preço internacional de petróleo (US\$ 70 bbl) (valor próximo do preço de venda do petróleo da Petrobras no mercado doméstico<sup>4</sup>) (Gráfico 1), que é repassado para o mercado interno com a atual política de preços.

**Gráfico 1 – Petróleo: custo, resultado e margem operacionais e Brent**



Fonte: Balanços da Petrobras vários trimestres (elaboração própria)

\*Inclui o CTTP e as despesas de vendas e administrativas

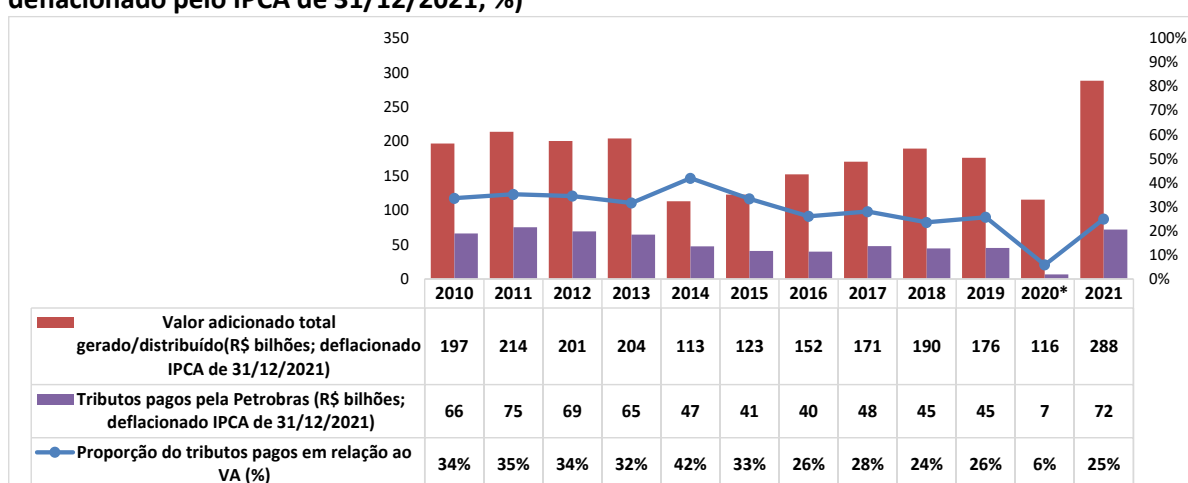
Os dados em tela evidenciam que o superlucro da Petrobras em 2021 é explicado, sobretudo, pela precificação dos derivados (PPI) que proporciona maiores lucros em margens para os seus acionistas, em detrimento dos consumidores. Com isso, a Petrobras passou a exercer o seu poder de mercado, deixando de lado a sua face estatal mesmo sendo uma empresa pública, sob controle do Governo Federal. Quem paga por isso são os consumidores brasileiros que passaram a conviver com maiores níveis de preços dos derivados. Entre 2020 e 2022 (até o mês de março), os preços médios da gasolina e do diesel nas refinarias da Petrobras elevaram-se, respectivamente, em 86,8% e 81,9%.

Além da política de precificação e da queda dos custos de extração de petróleo, os superlucros foram impulsionados pela redução dos tributos pagos pela Petrobras em

<sup>4</sup> Preço de Venda do Petróleo no Brasil é a média dos preços internos de transferência do segmento de E&P para o segmento de Refino.

relação ao seu valor adicionado (VA)<sup>56</sup>. Entre 2010 e 2021, os tributos pagos pela companhia no acumulado real foram de R\$ 620 bilhões, sendo que os valores desembolsados têm caído ano a ano, sobretudo, a partir de 2016. Com isso, a proporção de tributos pagos pela Petrobras em relação ao valor adicionado caiu de 34% em 2010 para 26% em 2016, mantendo-se nesse patamar desde então, inclusive em 2021 a companhia pagou apenas 25%, cerca de R\$ 72 bilhões de reais (Gráfico 2), montante inferior em R\$ 29 bilhões do que foi distribuído aos acionistas.

**Gráfico 2 – Petrobras: VA, tributos pagos; proporção de pagamentos de tributos (R\$ bi. deflacionado pelo IPCA de 31/12/2021; %)**



**Fonte:** Demonstrações contábeis da Petrobras. Elaboração própria.

\* No ano de 2020 a Petrobras pagou menos imposto em virtude da recuperação de PIS e Cofins no valor de R\$ 16,8 bilhões que foi repassado indevidamente entre out./2001 e ago./2020.

## 1.1 Geração de Caixa Operacional e Dividendos

Esse superlucro da Petrobras proporcionou, em 2021, uma enorme Fluxo de Caixa Operacional de R\$ R\$ 203,1 bilhões, que é o resultado das entradas e saídas de caixa relacionadas as atividades operacionais (Tabela 2). De forma indireta, o fluxo de caixa é calculado somando ou subtraindo itens (ajustes) do lucro líquido que afetam o fluxo de

<sup>5</sup> O VA é quanto a empresa agrega de valor aos insumos adquiridos, sendo obtido pela diferença entre as vendas e o total dos insumos adquiridos de terceiros.

<sup>6</sup> Foram descontados dos cálculos do VA distribuídos e dos tributos pagos pela Petrobras os impostos que incidem sobre as vendas (CIDE, PIS, COFINS e ICMS) pagos pelo consumidor.



caixa operacional. Por exemplo, a despesa com depreciação, depleção e amortização (item do custo de produção de petróleo e gás e derivados) de R\$ 63 bilhões em 2021 teve efeito apenas contábil (sobre o lucro líquido), mas não gerou nenhuma saída de caixa. Com isso, esse valor é somado ao lucro líquido. Mesma situação ocorreu para a despesa de R\$ 58,4 bilhões das variações cambiais, monetárias e encargos financeiros não realizados que também tem efeito apenas contábil, uma vez que as operações não foram realizadas. Por outro lado, os ganhos de capital da venda de ativos de R\$ 10,7 bilhões foram subtraídos do lucro líquido, pois essa receita não está vinculada a atividade operacional (Tabela 2).

**Tabela 2 – Petrobras: Demonstração do fluxo de caixa**

<b>R\$ bilhões</b>	<b>2021</b>
<b>Lucro líquido (prejuízo) do exercício</b>	<b>107</b>
Ajustes para:	
Depreciação, depleção e amortização	63
Perda (reversão) no valor de recuperação de ativos – Impairment	-17
Resultado com alienações, baixas de ativos, mensuração e realização dos resultados abrangentes por alienação de participação societária	-11
Variações cambiais, monetárias e encargos financeiros não realizados e outras	58
Diversos itens	16
<b>Recursos líquidos gerados pelas atividades operacionais</b>	<b>203</b>
<b>Fluxo de caixa das atividades de investimentos</b>	<b>11</b>
Aquisições de ativos imobilizados e intangíveis	-34
Recebimentos pela venda de ativos (Desinvestimentos)	25
Compensação financeira pelo Acordo de Coparticipação de Búzios	16
Dividendos recebidos/outras	4
<b>Fluxo de caixa das atividades de financiamentos</b>	<b>-220</b>
Aquisição de participação de não controladores	0
Financiamentos e operações de mútuo, líquidos:	-147
Dividendos pagos a acionistas	-73
Efeito de variação cambial sobre caixa e equivalentes de caixa	4
<b>Aumento (redução) de caixa e equivalentes de caixa no exercício</b>	<b>-2</b>

Fonte: Petrobras. Elaboração própria

Do total do fluxo de caixa operacional (R\$ 203,1 bilhões), a Petrobras realizou aquisições de ativos imobilizados e intangíveis (Capex investimento) no valor de R\$ 34 bilhões,

resultando num Fluxo de Caixa Livre (diferença entre o caixa operacional e os investimentos) de R\$ 169 bilhões.

Foi com base nesse valor do Fluxo de Caixa Livre que foram distribuídas as remunerações para os acionistas de R\$ 101 bilhões (60% do valor do Fluxo de Caixa Livre) para o exercício de 2021 (R\$ 63,3 bilhões pagos em 2021 e os R\$ 37,7 restantes serão pagos em 16 de maio de 2022).

Desse total de lucros distribuídos, R\$ 37 bilhões foram para o governo federal e para o BNDES; R\$ 63,9 bilhões para acionistas privados, dos quais R\$ 41 bilhões para os acionistas não brasileiros (NYSE-ADRs, B3, CRGI e Blackrock); e R\$ 22,9 bilhões para os acionistas privados brasileiros.

Essa fórmula para o cálculo da distribuição de remuneração aos acionistas anual foi aprovada pelo Conselho de Administração da Petrobras, em outubro de 2020 (RCA nº 1643, item 4, pauta 154 de 27-10-2020), com o objetivo de permitir aos “Administradores proponham o pagamento de dividendos compatíveis com nossa geração de caixa, mesmo em exercícios com prejuízo contábil” (FORM 20-F 2020, Petrobras, 2020, p. 301). Essa política de remuneração do acionista estabeleceu que:

4.2.1 Em caso de endividamento bruto, incluindo os compromissos relacionados a arrendamentos mercantis, superior a US\$ 60 bilhões, a Companhia poderá distribuir aos seus acionistas os dividendos mínimos obrigatórios previstos em lei e no Estatuto Social.

4.2.2 Em caso de endividamento bruto, incluindo os compromissos relacionados a arrendamentos mercantis, inferior a US\$ 60 bilhões, a **Companhia poderá** distribuir aos seus acionistas 60% da diferença entre o fluxo de caixa operacional e os investimentos, conforme definido abaixo:

Remuneração = 60% x (FCO – CAPEX)” (Política de Remuneração, 2020, p. 35, grifo nosso)

Cabe observar que a essa regra não obriga que esse montante total seja distribuído aos acionistas, mas sim possibilita aos administradores realizar esse procedimento. A decisão é tomada pelo Conselho Administrativo da Petrobras. O Estatuto Social da Petrobras (pag.2), que segue a lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976), estabelece que:

Art. 8º- Os acionistas terão direito, em cada exercício, aos dividendos e/ou juros de capital próprio, que não poderão ser inferiores a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado, na forma da Lei das Sociedades por Ações, rateado pelas ações em que se dividir o capital da Companhia

Ou seja, a obrigatoriedade por lei e do estatuto social da Petrobras é que a distribuição de dividendos e/ou juros de capital próprio não pode ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado. Sendo assim, a obrigatoriedade da distribuição de dividendos para o ano de 2021 foi de R\$ 25,3 bilhões. No entanto, o montante distribuído foi de R\$ 101 bilhões.

Os dados de 2021 da Petrobras revelam que a empresa virou uma máquina de gerar caixa em virtude, como dito anteriormente, da atual política de preços da Petrobras, da queda dos custos de extração de petróleo e do menor pagamento proporcional de impostos. No entanto, esses recursos estão sendo distribuídos, em grande parte, para os acionistas numa forma de gestão curto prazista e financeirizada.

Explico: - a gestão da Petrobras em 2021 e 2020 investiu (CAPEX investimento) cerca de R\$ 64,1 bilhões, sendo que a depreciação, depleção e amortização nesses dois anos foi muito superior (R\$ 121,3 bilhões) ao investimento. Ou seja, a Petrobras nos últimos dois somente repôs metade da sua depreciação, depleção e amortização (taxa de reinvestimento líquido negativa), o que implica numa trajetória de encolhimento da empresa. Se essa política for mantida a empresa destruirá o seu valor no futuro em troca da aceleração da distribuição de dividendos no presente para os acionistas. Quanto menor for o investimento maiores são os recursos destinados para a distribuir para os acionistas, dada a atual política de remuneração dos acionistas e a atual configuração do Conselho de Administração da Petrobras. Isso reforça a lógica da distribuição de dividendos, em detrimento dos investimentos, buscando a valorização do preço das ações (valor de

mercado) por meio da distribuição acelerada dos dividendos, mesmo que isso provoquem perdas para a empresa no futuro.

Ganham os acionistas, no curto prazo, e perdem os consumidores, que pagam mais caro pelos derivados de petróleo, e a empresa que não amplia os seus investimentos, mesmo com esse enorme montante de geração de caixa. Mas será que é possível realizar mudanças na atual política de preços mantendo a rentabilidade, a criação do valor e os investimentos?

## **2 Impactos financeiros para a Petrobras para uma simulação da queda de 20% nos preços dos derivados nas refinarias**

Iremos aqui simular os impactos financeiros para Petrobras, caso no ano de 2021 a empresa tivesse reduzido os preços de todos os derivados vendidos nas refinarias de forma linear em 20%. Antes de apresentar os resultados da simulação, faz necessário apresentar os principais parâmetros utilizados, a saber: 1) ampliação do processamento da carga fresca, que implica na elevação do nível de utilização para 93% da capacidade produtiva em médias das refinarias; 2) todos os derivados passariam a ser importados pela Petrobras.

A queda linear de 20% dos preços dos derivados nas refinarias provoca uma perda de 20% da receita de vendas de derivados para o mercado interno, que representou cerca de 60% das receitas da Petrobras em 2021. Com isso, a receita total de vendas estimada foi de R\$ 398,1 bilhões, queda de 12% em relação as receitas efetivas de 2021. Além disso, nessa simulação, ocorre um aumento de cerca de R\$ 30 bilhões dos custos dos produtos vendidos, decorrente da diferença entre os valores pagos pelos derivados adquiridos pela Petrobras no exterior e os valores recebidos por esses mesmos derivados vendidos no mercado interno com preço 20% menor do que o preço médio de 2021 (Tabela 1). Todos os outros elementos de custo são mantidos constantes.

**Tabela 3 – Petrobras: DRE, indicadores financeiros e estimativa para 2021**

R\$ Bilhões	2021	2021 (redução de 20% dos preços)
Receita de vendas	452,7	398,1
Custo dos produtos e serviços vendidos	-233,0	-263,9
<b>Lucro bruto</b>	<b>219,6</b>	<b>134,2</b>
Lucro antes do resultado financeiro, participações e impostos	202,4	116,9
<b>Resultado financeiro líquido</b>	<b>-59,3</b>	<b>-59,3</b>
Resultado de participações em investimentos	8,4	8,4
<b>Lucro (Prejuízo) antes dos impostos</b>	<b>151,6</b>	<b>66,1</b>
Imposto de renda e contribuição social	-44,3	-19,3
<b>Lucro líquido (Prejuízo)</b>	<b>107,3</b>	<b>46,8</b>
Margem líquida (lucro líquido/receita de vendas)	23,7%	11,8%
Margem líquida média das petroleiras internacionais (Shell, Equinor, BP, Exxon, Total e Chevron)	8,2%	8,2%
Capital investido (R\$ bilhões)	827	827
NOPAT (lucro operacional líquido depois dos impostos) (R\$ bilhões)	143	83
ROI - Retorno sobre o capital investido	17,3%	10,0%
WACC - custo médio ponderado de capital próprio e de terceiro (custo de oportunidade)	7,8%	7,8%

Fonte: Petrobras e Economatica. Elaboração própria

Caso essa redução de 20% dos preços dos derivados fosse efetivada, a Petrobras teria obtido um lucro líquido de R\$ 46,8 bilhões e uma margem líquida de 11,8%, valor ainda superior a margem líquida média da Shell, Equinor, BP, Exxon, Total e Chevron. Além disso, o retorno sobre o capital investido/ROI estimado foi de 10%, taxa superior ao custo de oportunidade do capital próprio e de terceiro da Petrobras (WACC) de 7,8% em 2021, criando assim riqueza para os proprietários.

Somando e subtraindo itens (ajustes) do lucro líquido estimado (R\$ 46,8 bilhões), que afetam o caixa, é possível obter o fluxo de caixa operacional estimado de R\$ 156 bilhões. Deste total, seria possível aumentar os investimentos em 25% (de R\$ 34 bilhões para R\$ 43 bilhões), pagar todas as despesas das atividades financeiras (amortização financeira e de arrendamento e despesas financeiras) e ainda distribuir dividendos no montante de 25% do lucro líquido (R\$ 11,7 bilhões), 62,7% pago no exercício de 2021 e o restante

pago no exercício de 2022 (mesma proporção da efetiva forma de pagamento dos dividendos de 2021) (Tabela 4)

**Tabela 4 – Petrobras: Fluxo Caixa, indicadores financeiros e estimativa para 2021**

R\$ bilhões	2021	2021 (redução de 20% dos preços)
<b>Lucro líquido (prejuízo) do exercício</b>	<b>107</b>	<b>47</b>
Ajustes para:		
Depreciação, depleção e amortização	63	63
Perda (reversão) no valor de recuperação de ativos – Impairment	-17	-17
Resultado com alienações, baixas de ativos, remensuração e realização dos resultados abrangentes por alienação de participação societária	-11	-11
Variações cambiais, monetárias e encargos financeiros não realizados e outras	58	58
Diversos itens	16	16
<b>Recursos líquidos gerados pelas atividades operacionais</b>	<b>203</b>	<b>156</b>
<b>Fluxo de caixa das atividades de investimentos</b>	<b>11</b>	<b>3</b>
Aquisições de ativos imobilizados e intangíveis	-34	-43
Recebimentos pela venda de ativos (Desinvestimentos)	25	25
Compensação financeira pelo Acordo de Coparticipação de Búzios	16	16
Dividendos recebidos/outras	4	4
<b>Fluxo de caixa das atividades de financiamentos</b>	<b>-220</b>	<b>-164</b>
Aquisição de participação de não controladores	0	0
Financiamentos e operações de mútuo, líquidos:	-147	-147
Dividendos pagos a acionistas	-73	-17
Efeito de variação cambial sobre caixa e equivalentes de caixa	4	4
<b>Aumento (redução) de caixa e equivalentes de caixa no exercício</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>

Fonte: Petrobras e Economatica. Elaboração própria

Os dados em tela mostram que é possível, a partir de escolhas gerenciais da Petrobras, ao mesmo tempo, reduzir preços (em 20%), criar valor econômico (ROI>WACC) e aumentar os investimentos (em 25%). Ou seja, há alternativas para mudar a política de preço que permita criar uma relação mais equânime entre acionista minoritário, acionista majoritário (Estado) e consumidores, haja vista a Petrobras ser um empresas de economia mista.

É evidente que para isso é preciso diminuir a distribuição de dividendos para os acionistas (25% do lucro líquido) dentro das regras de governança estabelecida. Sendo isso justificado pelo artigo 238 da Lei sobre Sociedades por Ações que diz que o interesse público pode orientar as atividades do controlador da empresa de economia mista, mantendo as responsabilidades os deveres e as responsabilidades com os acionistas.

Cabe observar que, no médio e longo prazo, a questão dos preços dos derivados e sua volatilidade no Brasil requer autossuficiência da produção que implica na construção de novas refinarias. O que dificilmente será realizado pelo setor privado em virtude do elevado capital investido num negócio com margem de lucro baixa comparado com a exploração e produção de petróleo. Com isso, a Petrobras deveria realizar esses investimentos em refinarias, funcionando assim como um instrumento da política energética brasileira (dimensão estatal), combinando segurança de abastecimento e acesso barato aos derivados a população mais pobre. E há dinheiro para isso, como mostraremos a seguir, haja vista o enorme potencial de geração de caixa operacional da Petrobras para os próximos cinco anos.

### **3 Perspectivas da Petrobras para 2022-2026: há recursos para a ampliação dos investimentos**

O planejamento estratégico da Petrobras 2022-2026, documento divulgado em 24 de novembro de 2021, a partir das premissas do preço do petróleo Brent e da taxa de câmbio (Tabela 6), estimou que, entre 2022 e 2026, a Petrobras deve gerar de caixa operacional R\$ 823 bilhões, sendo previstas despesas de investimento de R\$ 356 bilhões e de amortização financeiras e de arrendamento e de juros da ordem de R\$ 230 bilhões. E ainda está previsto o pagamento de R\$ 376 bilhões em dividendos, sendo que parte desse pagamento será coberto com a venda de ativos (previsão de R\$ 131 bilhões). Isso mostra o direcionamento da estratégia da Petrobras para o pagamento de dividendos, evidenciando o curto prazismo e a financeirização (Tabela 5).

**Tabela 5 - Planejamento Estratégico da Petrobras 2022-2026**

R\$ bilhões	2022	2023	2024	2025	2026	Total (22-26)
Geração de caixa operacional	189	168	158	155	162	832
CAPEX (R\$ bilhões)	59	80	78	78	61	356
Fluxo de caixa livre (geração de caixa operacional - Capex)	<b>130</b>	<b>88</b>	<b>80</b>	<b>77</b>	<b>101</b>	<b>476</b>
Amortizações financeiras; amortizações arrendamento e despesas financeiras	59	48	48	40	34	230
Vendas de ativos	26	26	26	26	26	131
Resultado antes dos dividendos	97	66	58	63	92	376
<b>Dividendos</b>	<b>97</b>	<b>66</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>92</b>	<b>376</b>

Fonte: Petrobras. Elaboração própria

Com a elevação dos preços do petróleo no final de 2021, ocorreram mudanças significativas nas premissas do planejamento da Petrobras, sobretudo no que diz respeito às projeções do preço do petróleo Brent. Em virtude disso, refez-se aqui as projeções do planejamento estratégico da Petrobras levando em conta o preço de petróleo do *Oil market report* do 4t2021 da KPMG (Tabela 6). Essa atualização não está levando em conta os efeitos da guerra da Ucrânia sobre o preço do petróleo, o que tende a subestimar as estimativas de geração de caixa operacional da Petrobras, que podem ser ainda maiores nos próximos anos.

**Tabela 6 - Premissas do PE2022-2026 Petrobras e nova premissas**

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
KPMG - Estimativa da média do preço do petróleo (US\$ barril) (4T/2021)		74,9	70	67,2	66,7	69
Petrobras PE22/26 - Estimativa do preço do petróleo (US\$ barril)	70,7	72	65	60	55	55
Petrobras PE22/26 - Estimativa do câmbio	5,4	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1

Fonte: Petrobras e KPMG. Elaboração própria

A partir desses novos valores para a premissa do preço do petróleo, estimou que, entre 2022 e 2026, a Petrobras deve gerar de caixa operacional cerca de R\$ 945 bilhões, sendo que previstas despesas de investimento de R\$ 356 bilhões e despesas de amortização



financeiras e de arrendamento e de juros da ordem de R\$ 230 bilhões. Com isso, o resultado estimado antes da distribuição de dividendos é de R\$ 359 bilhões (Tabela 7).

**Tabela 7 – Estimativa do Planejamento Estratégico da Petrobras 2022-2026**

R\$ bilhões	2022	2023	2024	2025	2026	Total (22-26)
Preços KPMG -Geração de caixa operacional (R\$ bilhões)	197	181	177	188	203	945
CAPEX (R\$ bilhões)	59	80	78	78	61	356
Fluxo de caixa livre (geração de caixa operacional - Capex)	<b>138</b>	<b>101</b>	<b>99</b>	<b>110</b>	<b>142</b>	<b>589</b>
Amortizações financeiras; amortizações arrendamento e despesas financeiras	59	48	48	40	34	230
Resultado antes dos dividendos	79	53	50	69	108	359
Dividendo (25% do lucro líquido ou 20% do fluxo de caixa livre)	<b>28</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>118</b>
Montante disponível	<b>51</b>	<b>33</b>	<b>31</b>	<b>48</b>	<b>79</b>	<b>241</b>

Fonte: Petrobras. Elaboração própria

Distribuir todo esse valor (R\$ 359 bilhões) para os acionistas é uma escolha gerencial, que inclusive reduzir os investimentos e o potencial de geração de caixa futura. Os dividendos podem até ser distribuídos utilizando a métrica da geração de caixa livre, mas não no montante de 60%. Caso fosse adotado uma taxa de 20%, mesmo assim ainda seriam distribuído cerca de R\$ 118 bilhões de dividendos e sobrariam cerca de R\$ 241 bilhões que poderiam ser utilizados para aumentar o investimento ou até mesmo para subsidiar parte do consumo de derivados da população mais pobre (Tabela 7).

## 4 Conclusões

Em linhas gerais, é possível afirmar que enquanto a Petrobras lucra absurdamente (o triplo de outras petroleiras internacionais) e remunera os acionistas de forma não adequada (91% de todo o lucro líquido em 2021 foi distribuído, reduzindo a capacidade de reinvestimento), a população brasileira é obrigada a comprar combustíveis a preços cada

vez mais elevados. A Petrobrás hoje e nos próximos anos deverá gerar elevados montantes de caixa operacional, sendo que a gestão atual da Petrobras pretende direcionar a quase totalidade desses recursos para remunerar os acionistas, movimentando o mercado acionário brasileiro e os grandes fundos de investimentos nacionais e internacionais, privilegiando o andar de cima e os mais remediados. Para a atual gestão da Petrobras o “lucro está acima de tudo e os acionistas acima de todos”.

Como visto, há alternativas possíveis tanto para mudar a política de preço, que permita criar uma relação mais equânime entre acionistas e consumidores, como para ampliar os investimentos, dado o papel desempenhado pela Petrobras que é de economia mista e que possui interesses públicos. Ficou claro que para isso é preciso diminuir a distribuição de dividendos para os acionistas. Sendo isso possível legal e corporativamente.

Se, por um lado, os acionistas deixariam de ganhar, no curto prazo, como uma menor distribuição de dividendos, eles ganhariam no longo com o aumento dos investimentos; por outro, ganharia a população em geral que pagariam menos pelos derivados e também por outros produtos que tem custos atrelado aos preços de derivados, sobretudo no que diz respeito aos custos de transportes.

A Petrobras deve voltar a funcionar como um instrumento da política energética brasileira, combinando segurança de abastecimento e acesso barato aos derivados a população mais pobre, e do desenvolvimento nacional por meio da ampliação dos seus investimentos, gerando emprego e renda.