

Mito ou realidade? A política de redução da dívida da Petrobrás e os interesses internacionais

* Eduardo Costa Pinto, economista e professor da UFRJ e Rodrigo Pimentel Ferreira Leão, economista e mestre em desenvolvimento econômico

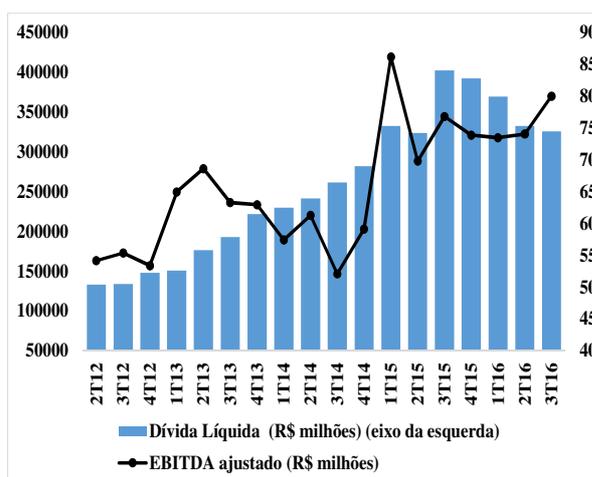
Em entrevista concedida ao site de “O Globo”, o presidente da Petrobras, Pedro Parente, afirma que o programa de venda de ativos não é uma escolha. Segundo o presidente, “tal programa é uma necessidade, a gente precisa desse programa. Fizemos operações de alongamento do perfil da dívida. Trocamos dívida velha por dívida nova, mas isso não muda o tamanho da dívida”.

Na realidade, essa afirmação do presidente esconde uma estratégia extremamente rígida para lidar com o endividamento da companhia. Até 2018, a Petrobras pretende reduzir mais de 50% a sua relação dívida líquida/LTM EBITDA¹ – que se refere à geração de caixa das operações. O indicador, que em 2015 era de 5,3, passará para 2,5 no ano que vem.

Será que realmente a Petrobras enfrenta uma crise financeira estrutural? O que significa estabelecer uma meta de 2,5 na relação dívida líquida/LTM EBITDA para 2018? Quais são os impactos dessa estratégia financeira no longo prazo para a empresa e para a economia brasileira?

Não há dúvida que a Petrobras vem enfrentando nos últimos anos desafios financeiros de curto prazo. A aceleração da alavancagem (relação dívida líquida/LTM EBITDA) cresceu de 2,5 no 2º trimestre de 2012 para 5,3 no 4º trimestre de 2015, em virtude do crescimento da dívida líquida e com a relativa estabilidade do LTM EBITDA.

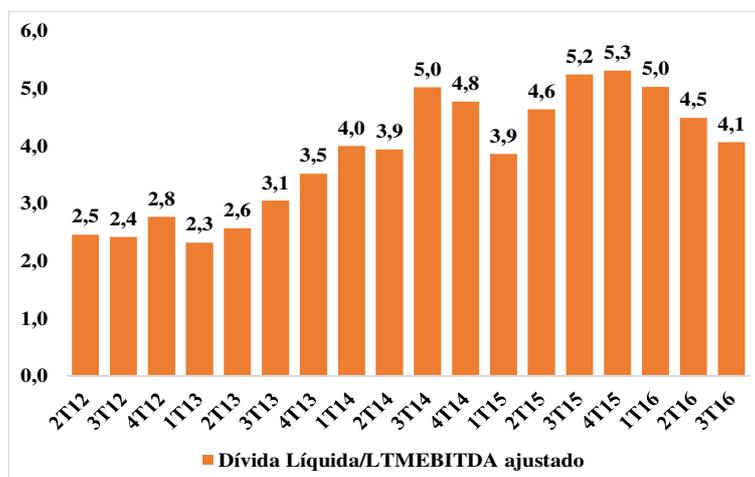
Gráfico 1 – Dívida Líquida e EBITDA (R\$ milhões) – 2º tri./2012 - 3º tri./2016



Fonte: Petrobras

¹ LTM EBITDA: são os lucros operacionais acumulados nos últimos 12 meses antes dos juros e amortizações, impostos e depreciação, ou seja, recursos oriundos de suas atividades operacionais antes de suas obrigações com terceiros e com os gastos contábeis em depreciação

Gráfico 2 – Relação Dívida Líquida/ EBITDA – 2º tri./2012 - 3ºtri./2016



Fonte: Petrobras

No que diz respeito ao aumento do endividamento, a expressiva desvalorização cambial (R\$/US\$), que saltou de 1,56 no 1º trimestre de 2011 para 3,25 no 3º trimestre de 2016, impactou de forma direta no aumento da dívida líquida em reais, uma vez que cerca de 80% da dívida da Petrobras é denominada em moedas estrangeiras, sobretudo em dólar.

Já a estabilidade e/ou desaceleração do LTM EBITDA pode ser explicada por dois fatores. O primeiro deles, a expressiva redução do preço do petróleo nos anos recentes, quando o barril Brent passou de US\$ 101,8 no 3º trimestre de 2014 para US\$ 33,8 no 1º trimestre de 2016. O segundo fator foi a política de repressão de preços dos combustíveis, entre 2011 e 2015².

Apesar desses desafios financeiros de curto prazo, a Petrobras possui uma situação positiva em relação às grandes empresas petrolíferas do mundo, em termos de médio e longo prazos, uma vez que detém novas áreas produtoras competitivas que poderão gerar fluxos de caixa futuros³. Tal situação decorre do Pré-Sal possuir um custo de extração em queda, que alcançou o valor de US\$ 15,76 por barril, e torna-se uma das principais fronteiras de exploração de petróleo no mundo.

Portanto, a Petrobras possui, sim, um desafio financeiro de curto prazo – sem uma crise financeira profunda em decorrência de seu potencial de geração de caixa no médio e longo prazo – que implica em adotar estratégia financeira de desalavancagem. No entanto, a proposta atual do PNG (2017-2021) propôs uma redução draconiana (em termos de temporalidade) da relação dívida líquida/EBITDA para 2,5 em 2018 que, necessariamente, força a venda de ativos operacionais. Essa redução desconsidera completamente as mudanças do cenário atual (queda dos preços do petróleo, situação do mercado mundial de petróleo e gás, câmbio mais estável etc.). Em primeiro lugar, com a queda da inflação, a política de repressão dos preços dos derivados não deve ocorrer.

² Ver Cerqueira, B. Política fiscal, demanda agregada, crescimento e crise: o investimento federal e o investimento da Petrobras no período 2003-2015. Rio de Janeiro/UFRJ (mimeo.), 2016; e ver

³ Azevedo, G. Dívida da Petrobras: Venda de Ativos não é a única Solução, 18/02/2016. Disponível em: <http://dialogopetroleiro.com.br/divida-da-petrobras-venda-de-ativos-nao-e-a-unica-solucao/>

Em segundo lugar, a taxa de câmbio parece não ter espaço para uma nova desvalorização e os preços do petróleo, ao contrário dos últimos anos, devem apresentar um aumento gradual – estimativas apontam que devem se situar próximo a US\$ 80 até 2020.

Portanto, vender ativos agora é um péssimo negócio. Além de uma perda expressiva de valor desses ativos num momento de discrepância entre vendedores e compradores no mercado de petróleo, essa estratégia equivocada ignora mudanças importantes do cenário macroeconômico que devem permitir um maior controle da relação dívida líquida/LTM EBITDA.

Além dessa possível perda financeira na venda de ativos, estudo recente de Coutinho & Assis (2016) mostra que não seria necessário vender ativos rentáveis para fazer caixa no curto prazo, se a meta da relação dívida líquida/EBITDA fosse alterada para 3,1 em 2018, em vez de 2,5, como pretende a direção da Petrobras. Desta forma, a empresa também alcançaria a meta estabelecida de alavancagem de 2,5 em 2021, como insistem os gestores.

Quadro 1 – Dados financeiros do PNG (2017-2021) e PNG (2017-2021) alternativo

Planejamento Estratégico 2017-21 e alternativa para reduzir a alavancagem sem vender ativos			
PE 2017-21		PE 2017-21' alternativo	
Desinvestimento -18	19,5 bi US\$	Desinvestimento -18'	0 bi US\$
Amortização -21	73 bi US\$	Amortização -21'	48,5 bi US\$
Dívida 16	124 bi US\$	Dívida 16	124 bi US\$
Alavancagem 18	2,5	Alavancagem 18'	3,1
Geração op.17-21 ¹	158 bi US\$	Geração op.17-21 ^{1 2}	158 bi US\$
Custo de captação 16	8,6 %aa	Custo de captação 16-21'	8,6 %aa
Despesas financeiras -21	32 bi US\$	Despesas financeiras -21'	37,0 bi US\$
		Δ Despesas financeiras 19-21'	5,0 bi US\$
		Alavancagem de 2,5 até	3o tri de 2021

1 Geração operacional (após dividendos)
 2 Geração op. constante entre 2017 e 2021. não considera o aumento da receita entre 2019 e 21 na preservação dos ativos

Fonte: Coutinho & Assis (2016)

O argumento da atual diretoria da Petrobras é que o número mágico de alavancagem de 2,5 em 2018 permitiria reduzir os custos de captação (taxas de juros menores) dos novos financiamentos. Isso deve acontecer, significando um ganho em termos do pagamento de juros. No entanto, a Petrobras não está levando em conta os efeitos das perdas de caixa nos médio e longo prazos, em função da venda de ativos operacionais lucrativos e da redução de sua participação na exploração do Pré-Sal, a nova fronteira de exploração mundial.

Vale lembrar ainda que essa estratégia coincide com o momento em que uma série atores internacionais se interessam pelo Pré-Sal no Brasil. O governo norte-americano, em documento lançado em 2011, denominado “Blue print for a secure energy future”, escancara a estratégia do país para o setor de petróleo nos próximos anos, apontando a centralidade do Brasil no futuro do setor de energia. Tal documento sinaliza que nas áreas de biocombustíveis, gás de xisto e no Pré-Sal, uma “cooperação” com o Brasil é fundamental e norteadora da política energética norte-americana. Torna-se uma obviedade dizer que não é apenas o governo americano que enxerga o papel estratégico do Brasil no setor de energia para os próximos anos. A Europa e a China, por exemplo, são outras regiões que possuem grande interesse em fornecimento de

petróleo e energia no longo prazo – visando atender suas necessidades de demanda interna – e, portanto, estão em busca de acessar o mercado brasileiro.⁴

Além disso, existe uma relativa escassez na produção do petróleo global e o Brasil, pelo contrário, deve apresentar uma crescente produção nos próximos anos. Segundo relatório da BP, nosso país será em 2035 uma das cinco regiões mais importantes do planeta para produção de petróleo, devido ao Pré-Sal. Em função desse cenário, as grandes empresas produtoras têm grande interesse em ingressar ou ampliar sua atuação no Brasil.

Em linhas gerais, a atual meta financeira de 2,5 de alavancagem em 2018, como prevê a Petrobrás no PNG 2017-2011, esconde uma estratégia deliberada de venda de ativos, independente dos seus efeitos de médio prazo para a empresa e para o Brasil. Vender ativos virou uma questão de fé! Ou melhor, a decisão de forte desalavancagem da Petrobras parece ser uma necessidade não para resolver a situação financeira da companhia no longo prazo, mas para atender aos interesses estrangeiros no tabuleiro geopolítico do petróleo.

⁴ Ver uma análise completa em: <http://jornalggn.com.br/noticia/os-interesses-internacionais-contra-o-setor-de-petroleo-no-brasil-por-rodrigo-leao>