

Políticas de abastecimento e de preços dos combustíveis: notas sobre a experiência internacional e propostas para o caso brasileiro

Jose Sergio Gabrielli de Azevedo¹
William Nozaki²

Sumário

Introdução	1
Diferentes derivados, diferentes mercados, políticas distintas	2
Dependência das importações	4
Preços dos combustíveis e políticas de suavização	6
Impactos sobre os consumidores	9
Mudanças na estrutura de suprimento	10
Lucros e acionistas: Governança e disputas	18
Preços e lucros	21
Princípios de política para abastecimento	23
Conclusões.....	26

¹ Professor da Universidade Federal da Bahia, pesquisador do INEEP, ex-presidente da Petrobras.

² Professor da Escola de Sociologia e Política de São Paulo, coordenador-técnico do INEEP.

Introdução

Uma nova política de abastecimento de derivados de petróleo é necessária para o Brasil. A atual política privilegia o desmonte da Petrobras, na vã expectativa de que os novos entrantes farão os investimentos necessários para reduzir custos e garantir o suprimento. O país não pode aceitar a dependência das importações, não só pela volatilidade dos preços mundiais, mas principalmente por se tratar de um importante componente da segurança energética nacional.

Há quatro anos escrevíamos: “a greve dos caminhoneiros e dos petroleiros revelou de forma muito clara as limitações dos princípios fundamentais da atual política econômica: mecanismos de mercado exacerbados, despreocupação com os impactos sociais das políticas e austeridade apenas naquilo que se destina aos mais pobres. A solução encontrada pelo governo, além de paliativa e de curto prazo, é uma bomba de efeito retardado, se os preços internacionais de petróleo não se estabilizarem” (GABRIELLI DE AZEVEDO, 2018a).

Assim foi dito e assim aconteceu, em 2021-2022, com a volta do crescimento dos preços do petróleo e a exacerbação da política de preços de derivados baseada na paridade de importações (PPI) e na crescente dependência das importações de derivados.

Dizíamos mais ainda naquele mesmo artigo de 2018: “No mercado em queda, a Petrobras perde mais aceleradamente sua participação no mercado, dando espaço para os importadores, aumentando a sensibilidade dos preços internos às variações internacionais, com o objetivo de criar um ambiente propício para a venda de parte do parque de refino da empresa. Troca-se a estabilidade de uma empresa integrada, que atua “do poço ao poste”, para fazer caixa no curto prazo com a venda de seus ativos, de forma a acelerar o pagamento das dívidas e dividendos. No longo prazo, as condições de endividamento e da própria lucratividade serão menores, prejudicando os investidores de longo prazo na companhia. O resultado imediato dessa política é a perda de *market share*, maior exposição à volatilidade do mercado de petróleo cru e, portanto, menor lucratividade no longo prazo, apesar de fazer caixa para pagar o sistema financeiro no curto prazo”.

A situação atual é ainda mais grave. O governo Temer, e depois o governo Bolsonaro, aprofundaram a política de repasse dos preços internacionais para os preços domésticos, sem considerar as diferenças entre os mercados de vários países e a realidade do mercado de combustíveis no Brasil. Os projetos de expansão da capacidade de refino foram paralisados e ampliou-se o *market share* de derivados importados na oferta nacional dos produtos.

Nesse cenário o desmonte da Petrobras está contribuindo para a reprimarização e para a desindustrialização do país na estrutura produtiva, para a carestia e a inflação de combustíveis que impacta a estrutura social e para o encolhimento de instrumentos de transição energética e ecológica, importantes para a estrutura ambiental.

No atual Plano Estratégico da Petrobras (2022-2026), no que se refere ao refino e abastecimento, há apenas a previsão para a duplicação do trem de destilação da RNEST, a construção do Polo de Lubrificantes no antigo Comperj e a expansão das UPGNs para a produção de gás natural, que pode vir a substituir o GLP como gás de cozinha. A capacidade de processamento do parque de refino continuará abaixo de 2,5 milhões de barris por dia.

O consumo de derivados tende a crescer com a retomada do crescimento econômico, esbarrando na capacidade instalada, provocando maior dependência das importações de

combustíveis. A expansão da capacidade de refino exige a construção de novas refinarias, o que demandará um certo tempo indispensável entre sua fase de projeto e sua operação. Por enquanto, as importações continuam altas e não há grandes expectativas de que os preços internacionais diminuam. Ao contrário, os preços do petróleo deverão continuar subindo, pressionando os preços domésticos de derivados, mesmo que haja uma certa estabilização da taxa de câmbio. As importações continuarão altas e os limites de capacidade da produção manterão a dependência das importações, especialmente se a economia iniciar a retomada do crescimento.

A inflação nos preços dos combustíveis e do gás, em última instância, é a manifestação mais evidente das consequências do desmonte da Petrobras e é resultado de um conjunto de decisões tomadas nos últimos 6 anos, dentre as quais destacam-se: (i) concentração do *core business* no E&P, (ii) encolhimento do refino (carga, investimentos, privatizações), (iii) saída da distribuição (BR e Liquegás), (iv) ampliação das importações e da dependência das *tradings* importadoras (nos derivados), (v) prática de uma política de preços marcada pela internacionalização e dolarização (PPI).

Dizíamos naquele texto já citado de 2018: “as novas diretrizes de política para o setor, [...], retiram dos objetivos nacionais a garantia do abastecimento do mercado doméstico, colocando como meta fundamental para o desenvolvimento da produção ampliar as exportações e, para o refino, a atração de capitais internacionais. Há, portanto, uma escolha deliberada de política setorial para maior dependência de atores internacionais, reduzindo o papel da Petrobras nesse setor, aumentando os impactos da volatilidade dos preços mundiais sobre o mercado doméstico. É uma escolha de política! Escolha equivocada, mas escolha!” (GABRIELLI DE AZEVEDO, 2018a).

No curto prazo, hoje, há que se minimizar os choques dos preços internacionais. A tendência de curto prazo em 2022 é de preços crescentes, com uma possível estabilidade a partir de 2023, se os investimentos em novas produções entrarem em operação, e se a OPEP e Rússia cumprirem as suas promessas de produção e reduzirem o déficit oferta-demanda existentes atualmente. Agora, com o agravamento da crise da Ucrânia reforçam-se as expectativas de que os preços do petróleo e do gás natural devem disparar, pelo menos até o final do primeiro semestre de 2022.

Houve uma significativa mudança no mercado de combustíveis no Brasil com o aumento do número de importadores de derivados, que são quase 400 nesse momento. O suprimento depende das refinarias, dos importadores, de outros produtores como as petroquímicas e da produção de biocombustíveis.

O refino no Brasil passa por um processo de desconcentração vertical, em direção oposta à tendência mundial do refino que cada vez é mais integrado com o produtor de petróleo e com o seu uso, especialmente industrial, na petroquímica e nos fertilizantes.

Diferentes derivados, diferentes mercados, políticas distintas

Difícilmente se pode falar de uma política geral de derivados, com cada tipo apresentando estrutura de mercado distintas, substitutibilidade diferenciada, ciclos de preços próprios, apesar de relacionados com o custo da principal matéria-prima - o petróleo cru – e com problemas específicos de rigidez da capacidade instalada no parque de refino.

Uma das características da demanda de derivados é sua substitutibilidade a um certo nível. Por exemplo, querosene misturado na gasolina e diesel podem resultar em custos mais baixos para o ofertante e o consumidor pode não perceber a diferença. A adulteração da especificação dos combustíveis é uma das dificuldades de adotar políticas focadas em cada tipo de combustível, modificando os seus preços relativos. A facilidade de transporte

e expansão da logística de distribuição e do varejo adicionam dificuldades em fazer chegar aos consumidores finais as mudanças dos preços ex-refinaria.

O diesel é utilizado em motores a compressão, mais eficientes energeticamente do que os motores a combustão utilizadores de gasolina, e é principalmente utilizado em veículos de carga mais pesados. Por utilizarem motores diferentes, a substituição de gasolina e diesel é mais difícil. Em geral os preços do diesel são menores do que os da gasolina e o diferencial de custos aumenta com a carga transportada e sua distância de mobilidade.

Em muitos casos, etanol e biodiesel são adicionados aos combustíveis introduzindo outras fontes de variações de preços e estruturas produtivas e de distribuição diferenciadas. Milho e cana-de-açúcar são as principais fontes de etanol e a soja e outras oleaginosas são as matérias-primas do biodiesel.

Cada tipo de derivado tem impactos distintos sobre os orçamentos familiares de acordo com a distribuição de renda. A gasolina afeta os estratos mais altos e o gás de cozinha é mais importante para os mais pobres, com o diesel e a nafta atuando através dos elos intersetoriais do sistema produtivo. A competição na ponta do varejo, entre os postos de vendas, é um elemento fundamental para a passagem das mudanças de preços nos primeiros níveis da produção até chegar ao consumidor final.

A elasticidade preço da demanda dos derivados, em especial da gasolina e do diesel, é baixa no curto prazo, devido a inexistência de substitutos, dado o estoque de máquinas e motores que utilizam os dois derivados. Isso significa que a elevação dos preços tem pouco efeito na redução da quantidade física demandada no curto prazo, ainda que a substituição de longo prazo acabe levando a ajustes da demanda, como ocorreu nos ciclos de preços altos da década de setenta e com a expansão dos combustíveis alternativos nos primeiros anos do século XXI.

Quando os preços sobem, os efeitos sobre os orçamentos familiares são maximizados, uma vez que os ajustes de quantidades demandadas são pequenos, repassando para a parcela do orçamento destinada a combustíveis uma fração maior do mesmo, restando menos recursos para outras despesas, se a renda é constante.

Algumas das principais características das estruturas setoriais de derivados no Brasil são apresentadas a seguir:

1.1 GLP

O GLP se diferencia por várias embalagens, sendo as principais os botijões de 13 kg (P-13) utilizados nas residências e os P-45 e P-90 utilizados por condomínios e restaurantes. O produto é o mesmo, o que os diferencia é somente a embalagem e manter a diferenciação dos preços envolve dificuldades regulatórias.

Há dois processos de produção do gás de cozinha: o GLP produzido nas refinarias e a separação de frações especiais do gás natural nas UPGNs. Em ambos os casos, a presença da Petrobras é determinante. Oitenta por cento do seu consumo é para cocção de alimentos, com um uso moderado no transporte, ainda que não regulamentado, amplamente.

O GLP passa por uma longa cadeia de distribuição. Aos distribuidores compete o envasamento e a venda para os revendedores que levam o produto para os consumidores, criando vários elos da cadeia.

1.2 Gasolina

A gasolina é o combustível fundamental da frota de veículos leves e é vendida em quase 43 mil postos de varejo, com um grau de concentração de bandeiras de distribuidoras muito grande: 18% da BR (ex-Petrobras), 14% da Ipiranga e 12% da Raizen. Apesar da

concentração de 44% nas grandes distribuidoras, há 43% dos postos chamados de “bandeira branca”, que não são vinculados às redes de distribuição, atuando independentemente.

1.3 Diesel

Os grandes consumidores (frotas de ônibus, de caminhões e de uso agrícola) são grandes empresas que conseguem negociar condições de entrega distintos dos consumidores do varejo.

Dependência das importações

Segundo a pesquisadora Rosemarie Broker Bone³ as refinarias da Petrobras seriam velhas e incapazes de processar o petróleo nacional e, por isso, teríamos que importar gasolina e diesel para o Brasil.

A análise contém equívocos e meias verdades. Primeiro, é fato que o Brasil é praticamente autossuficiente na produção de petróleo e é exportador de petróleo cru, mas não tem capacidade de refino suficiente para atender a demanda brasileira de gasolina e diesel.

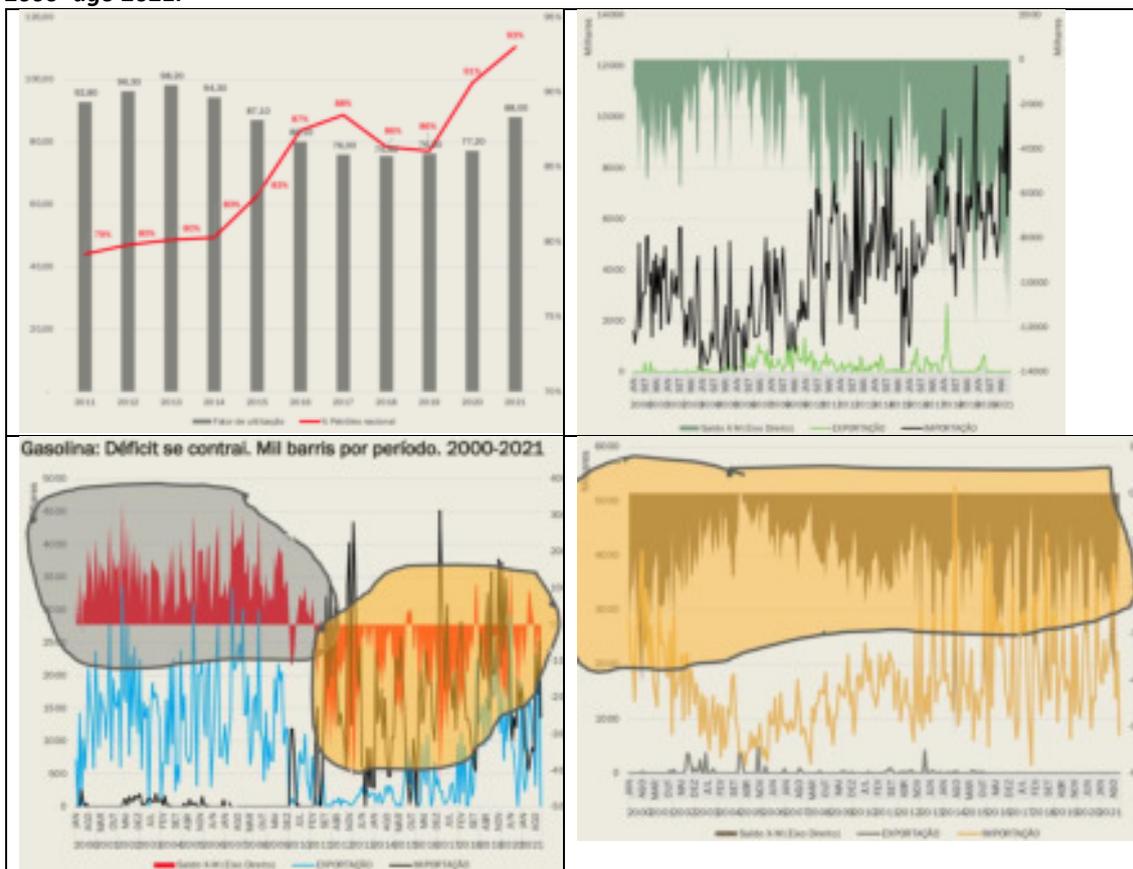
Não é verdade que essa insuficiência seja por causa da incapacidade da Petrobras processar o petróleo nacional, por serem refinarias “antigas”, montadas para processar petróleo leve importado. Isso é verdade na origem histórica das refinarias, mas, no início do século XXI depois de 2003, as refinarias da empresa receberam grandes investimentos para aumentar a chamada capacidade de conversão, para transformar o petróleo mais pesado do Brasil nos derivados leves consumidos no país. Também houve um grande pacote de investimentos em unidades de processo para a melhoria da qualidade dos combustíveis, com redução do teor de enxofre na gasolina e diesel das refinarias.

O parque de refino da Petrobras foi historicamente construído para processar petróleo leve importado, que o Brasil não produzia. Com o aumento da produção do petróleo brasileiro mais pesado, a empresa, durante os governos Lula e Dilma, fez um enorme investimento nas unidades de processo, para aumentar a capacidade de conversão do petróleo nacional pesado em derivados leves. Esse investimento permitia o processamento do petróleo nacional aos seus custos de produção, dando margens para a Petrobras administrar as margens de seus segmentos de produção de petróleo cru e seu refino. Nos momentos de altos preços internacionais do petróleo cru, as margens do E&P, responsável pela sua produção, aumentavam mais do que compensando as perdas potenciais de não repassar imediatamente o aumento dos custos para os preços dos derivados, refinados pelo segmento de Abastecimento da companhia, que tinha prejuízos, mas a corporação como um todo mantinha sua lucratividade.

O uso de petróleo nacional como parte da carga processada das refinarias aumentou, depois dos investimentos em unidades de conversão, como se pode ver no primeiro quadrante da Figura 1, a partir de 2014.

³ <https://noticias.uol.com.br/confere/ultimas-noticias/2021/11/10/bolsonaro-lula-gasolina-petroleo-autossuficiente-checagem-confere.htm>

Figura 1 Fator de utilização e processamento de petróleo nacional nas refinarias da Petrobras, Exportações, Importações e Saldo comercial de Diesel, Gasolina e GLP em milhares de barris mês. jan 2000- ago 2021.



Fonte: ANP. Anuário Estatístico 2021.

No entanto, a proporção de importações para atender a demanda nacional aumentou como resultado de uma política de estímulo à importação de derivados, desmonte do parque de refino e abertura do mercado distribuidor para importadores. Uma opção de política que se acelerou depois de 2016, e que, em 2021, foi obrigada, pela pressão dos preços, a ser refreada.

Os gráficos nos outros três quadrantes da Figura 1 mostram o histórico (2000-2021) déficit comercial no GLP (2º quadrante), em que nunca fomos autossuficientes, assim como o papel importante das importações líquidas de diesel (4º quadrante). No caso da gasolina (3º quadrante), saímos de uma situação de exportador líquido para déficit comercial nos últimos anos.

Os dados da Tabela 1 mostram o tamanho das importações na demanda aparente nacional de gasolina e diesel, atingindo em 2020, mais de 31% da demanda nacional de gasolina e 22,5% no diesel, depois de ter batido 25,3% em 2017.

Tabela 1 Proporção das importações de gasolina e diesel sobre a demanda brasileira 2011-2020

Anos	Importações diesel como % demanda	Importações gasolina como % demanda
2011	17,7%	16,5%
2012	17,7%	12,4%

2013	14,3%	9,5%
2014	17,3%	25,8%
2015	12,1%	29,1%
2016	15,8%	27,5%
2017	25,3%	33,0%
2018	22,1%	32,4%
2019	25,1%	35,1%
2020	22,5%	31,0%

Fonte: ANP. Anuário Estatístico Brasileiro do Petróleo, Gás natural e Biocombustíveis, 2021 e <http://public.knoema.com/wrvcbug/jodi-oil-dataset-monthly-update>

Preços dos combustíveis e políticas de suavização

Quase todos os países que são grandes importadores de combustíveis adotam alguma política de preços para reduzir as flutuações dos mercados externos nos mercados domésticos.

Nos momentos de aumento dos preços do petróleo e de seus rebatimentos sobre os preços dos derivados nas bombas e no varejo, as pressões para atuação dos governos na amenização dos seus efeitos sobre os orçamentos dos consumidores aumentam, criando crises políticas que obrigam os governos a lançar mão de recursos fiscais, cambiais e regulatórios para arbitrar a distribuição do ônus e dos bônus da variação dos preços.

A divisão do custo dessas políticas entre os vários grupos de interesse da sociedade (importadores, distribuidores, governos, produtores nacionais, diversos tipos de consumidores) é um importante fator de escolha, muito mais política do que técnica. A escolha de quem vai arcar com o custo das políticas de estabilização sempre move poderosos interesses, provocando crises, destituições de governos, guerras e golpes ao longo da história.

A disputa pela renda petroleira⁴ envolve vários grupos de interesse: os investidores que alocaram recursos na exploração e produção, os fornecedores que disputam os preços dos insumos e equipamentos, os trabalhadores que querem sua parcela na produção, os consumidores finais que querem produtos ao menor preço possível e os governos que querem ampliar sua arrecadação fiscal e financiamento de seus orçamentos.

Redução do consumo, aumento da oferta, relações entre o setor privado e o setor público, curto e longo prazo são alguns dos dilemas do desenho dessas políticas.

Os preços das bombas nos postos de varejo expressam o comportamento das margens desses diversos segmentos. Os postos de combustíveis, quase monopólios locais, disputam numa determinada área a determinação de preços finais, com um intervalo de variação relativamente pequeno, dentro de cada distribuidora. As margens das distribuidoras dependem da situação da área atendida por elas, de sua estrutura de custos e da possibilidade de repassar para os postos de varejo as pressões de elevação de seus custos de aquisição.

As refinarias, quase todas da Petrobras, são geridas para otimizar o resultado geral da produção dos diversos tipos de derivados, aproveitando-se de diferentes estruturas das

⁴ Se entende, aqui, renda no sentido ricardiano em que os produtores menos eficientes, mais distantes, com menor produtividade acabam definindo um preço de mercado, que possibilita aos produtores mais produtivos, melhor localizados e com acesso a recursos, obter a diferença como renda, acima de seus custos.

unidades de processo instaladas no conjunto dos *sites*, que definem a mais eficiente forma de utilizar as diversas correntes de petróleo cru, que ampliem as margens do refino.

Um estudo sobre as políticas de suavização dos impactos das variações dos preços dos combustíveis feitos pelo Banco Mundial⁵, deixando de lado as políticas macroeconômicas de câmbio e crescimento e as políticas de captura das rendas extraordinárias das empresas de petróleo, sugerem classificar essas políticas de ajustes de impactos dos preços sobre as economias nacionais de curto prazo em quatro tipos:

- Orientadas ao preço.
- Orientadas às quantidades.
- Orientadas à substituição dos combustíveis.
- Orientadas ao sucesso político dos governos.

Sete anos depois, um dos autores daquele estudo do Banco Mundial⁶, volta ao tema destacando os grandes desafios das políticas de preços dos países importadores de derivados para enfrentar o novo ciclo de alta dos preços depois de 2009⁷. Na maioria dos países houve alguma política para evitar o completo *pass-through* dos preços internacionais do petróleo para os preços domésticos de derivados, especialmente entre os países de menor renda. Quanto mais dependente de importações de derivados é um país, mais ele é levado a não adotar políticas de controle das variações dos preços, aumentando os impactos domésticos dos preços internacionais. Quanto mais espaço tem o parque de refino nacional integrado com a produção doméstica de petróleo, menos impacto as variações internacionais são repassadas para a economia de cada país.

Os países podem ser classificados em não produtores de petróleo, produtores de petróleo não autossuficientes e importadores de derivados de petróleo e países exportadores de petróleo e derivados. O estudo citado do Banco Mundial mediu a proporção entre as variações dos preços em moeda nacional de gasolina e diesel nas bombas de janeiro de 2004 a abril de 2006, com ciclo de alta dos preços do petróleo, verificando um aumento de 1,19 vezes da gasolina (1,01 do diesel) sobre o aumento do petróleo cru nos 25 países importadores de petróleo e 0,35 e 0,32 respectivamente para os 6 países exportadores de petróleo do estudo. Importadores mais do que repassam os preços internacionais do petróleo para seus preços domésticos de derivados, enquanto os exportadores podem ajustar os seus preços domésticos com mais autonomia.

As políticas para os derivados classificadas no primeiro grupo se referem a repartição do impacto dos aumentos de custo sobre as várias cadeias de suprimento de cada derivado, desde o consumidor final até o provedor, que pode ser o produtor nacional e ou o importador. As políticas tanto podem focar na suavização das oscilações dos preços, como tentar mantê-los nos seus níveis mais baixos. A repartição dos preços finais em seus componentes setoriais é um elemento básico para a calibragem, dessas políticas.

Uma certa “arbitragem” das margens de lucros dos diversos componentes da oferta é indispensável nesse tipo de ação. A focalização dos benefícios de subsídios e custos entre os vários grupos de interesse é resultado das pressões políticas sobre os governos, que formulam e implementam esses tipos de intervenções.

⁵ (BACON; KOJIMA, 2006)

⁶ (KOJIMA, 2013a; b)

⁷ De 2003 a 2012 os preços de gasolina, diesel e querosene mais do que duplicaram em uma amostra de 160 países, enquanto os preços de GLP subiram de dois terços em moedas nacionais ajustadas pelas inflações domésticas, cf. (KOJIMA, 2013b).

Os governos adotam vários mecanismos de compensar diferenciações de preços, ora com políticas focadas para consumidores de baixa renda, ora com políticas mais universais, para baratear os custos de combustíveis para todos. Os custos fiscais dessas operações acabam inviabilizando sua efetividade e continuidade, quando os preços apresentam uma longa trajetória de elevação e determinam sua temporalidade.

Os impactos da elevação dos preços do petróleo para os consumidores de derivados nos países importadores dos mesmos são mediados pelas políticas que visam impor algumas perdas às companhias de petróleo e importadoras, os custos sociais de redução dos recursos fiscais que se deslocam para subsídios aos consumidores e ou arbitrando algumas perdas para cada um dos elos da cadeia de suprimento.

Um instrumento menos frequente, mas existente, são os Fundos de Estabilização dos Preços de derivados, quando os governos constituem esses fundos para compensar as oscilações, principalmente as ascendentes, dos preços domésticos, transferindo recursos para os agentes que atuam, no mercado, sejam, produtores, refinadores ou importadores. O segundo tipo de políticas visa o tipo de demanda de cada derivado, com restrições, cotas e proibições de uso em determinadas circunstâncias, para reduzir os efeitos da escassez de fornecimento. O terceiro tipo estimula a eficiência energética, o uso de outras fontes, a eletrificação de frotas e uso de novos materiais, sendo, portanto, políticas de longo prazo.

Como todas essas medidas são profundamente políticas, com amplo impacto sobre a opinião pública e apoio aos governos, a legitimidade dos mesmos, a transparência dos objetivos e a mobilização da sociedade são elementos definidores do sucesso das políticas.

Na Figura 2 também são apresentadas as posições ordenadas dos países em termos da produção de petróleo mundial e da capacidade instalada do refino em 2019. Verifica-se que entre os países com preços mais altos nas bombas não há nenhum dos 14 maiores produtores de petróleo, nem esses países apresentam capacidade de refino acima dos primeiros 13 maiores refinadores do mundo, sua maioria se concentrando nas faixas mais baixas da ordenação por capacidade de destilação dos seus parques de refino.

Entre os países com preços mais baixos, encontram-se muitos produtores de petróleo e refinadores.

Nessas circunstâncias é muito difícil falar de “um” preço internacional de gasolina. Há vários preços, refletindo as distintas estruturas tributárias, políticas de abertura dos mercados domésticos e relação entre produção e refino, além do grau de concentração industrial do setor.

Figura 2 Dados de preços de gasolina no varejo em 22/02/2021 em alguns países ordenados por sua produção de petróleo e continentes. Países com os maiores preços e menores preços de gasolina no varejo.

Países	Preço US\$ p/L	Continente	Ordem na produção Mundial	Ordem no Refino Mundial	Países	Preço US\$ p/L	Continente	Ordem na produção Mundial	Ordem no Refino Mundial
As 15 mais caras					As 15 mais baratas				
Hong Kong	2,424	Ásia Pacífico			Iraque	0,513	Oriente Médio	5	24
Rep. Centro-Africa	2,042	África			Malásia	0,495	Ásia Pacífico	27	31
Países Baixos	2,037	Europa		16	Quirguizistão	0,490	Ex-URSS		
Noruega	1,986	Europa	15	49	Emir. Árabes	0,490	Oriente Médio	6	17
Dinamarca	1,917	Europa	46	67	Ecuador	0,464	AM S e C	29	68
Grécia	1,895	Europa		34	Nigéria	0,436	África	11	48
Finlândia	1,863	Europa		56	Turquemenis	0,429	Ex-URSS	35	54
Itália	1,842	Europa	49	12	Catar	0,412	Oriente Médio	14	40
Mónaco	1,840	Europa			Cazaquistão	0,410	Ex-URSS	12	43
Portugal	1,835	Europa		51	Sudão	0,379	África	47	
Suécia	1,834	Europa		39	Kuwait	0,347	Oriente Médio	9	28
Islândia	1,822	Europa			Argélia	0,346	África	16	30
Israel	1,816	Oriente Médio		53	Angola	0,246	África	17	
França	1,789	Europa		19	Irã	0,061	Oriente Médio	8	8
Mayotte	1,740	África			Venezuela	0,020	AM S e C	21	18
				Brasil	0,884	AM S e C	10	9	

Fonte: Preços- https://pt.globalpetrolprices.com/gasoline_prices/ Produção e Refino BP Statistical Review 2020.

Um outro elemento a ser considerado é o comportamento do *crack spread*, diferença entre preço de derivados e do petróleo cru, que influencia nas transações de mercados futuros de derivados de petróleo. As refinarias privadas estão mais interessadas nessas diferenças do que no preço de paridade de importação dos seus produtos ou dos preços absolutos de sua carga a ser processada.

Os mercados financeiros oferecem vários papéis que possibilitam operações de *hedge* contra os riscos de variação dessas assimétricas mudanças dos preços dos produtos e do principal insumo. Um dos mais famosos é o *3:2:1 crack spread*, que expressa a diferença do preço por barril de três contratos futuros de petróleo, dois de gasolina e um de diesel com baixo teor de enxofre, representando as relações físicas de uma refinaria típica nos EUA.

A consciência social da origem da crise dos combustíveis, a compreensão da divisão dos custos dos ajustes entre os vários grupos da sociedade, a legitimidade dos governos propondo as mudanças de políticas e a crença na capacidade de execução dos vários agentes do setor, intervindo no curto e no longo prazo, são elementos fundamentais para a viabilidade de mudanças das políticas de abastecimento de derivados de petróleo.

As principais políticas dos países que não dispõem de capacidade de refino, nem de produção de petróleo cru, podem ser classificadas em:

- Combate à cartelização dos postos de varejo.
- Suavização das flutuações internacionais.
- Estoques reguladores.
- Subsídios diretos.
- Subsídios indiretos.

Impactos sobre os consumidores

Não há dúvidas de que a elevação dos preços do petróleo, e seus reflexos nos preços dos derivados, impõe um custo significativo para as famílias de mais baixa renda, especialmente no caso do gás de cozinha, mas também há o efeito cascata dos custos do

transporte coletivo e dos fretes, que afetam o custo de logística de todos os produtos transportados com o diesel.

Os principais efeitos das elevações de preços no caso do Brasil podem ser listados como:

- Aumento da parcela de combustíveis nos orçamentos familiares, penalizando especialmente as famílias de menor renda.
- Aumento dos custos de transportes, afetando a logística, especialmente a rodoviária, dificultando a negociação dos fretes.
- Aumento do custo das famílias com o gás de cozinha sendo substituído por lenha e outros energéticos menos eficientes e mais perigosos.
- Aumento das margens do refino com apropriação dos excedentes por parte das empresas integradas, que têm a opção de exportar petróleo cru e refiná-lo com margem.
- Melhora em níveis absolutos a arrecadação estadual de ICMS.
- Impactos potenciais nos preços das tarifas de transporte urbano.
- Aumento da inflação, com impacto sobre a taxa de câmbio. A depreciação do real retroalimenta os preços do petróleo em reais, aumenta a competitividade das exportações, mas aumenta as dívidas das empresas em dólar e tornam mais caras as importações de derivados.
- Preços altos para a gasolina e diesel ajudam os produtores de etanol e biodiesel, que podem aumentar seus preços limite.

Mudanças na estrutura de suprimento

Os países que têm acesso ao petróleo cru buscam aumentar a capacidade de refino doméstica, além da eficiência logística para reduzir os custos de produção dos derivados, de forma a criar um colchão entre os preços internacionais e os custos de produção nacionais, possibilitando o amortecimento tanto dos níveis de variações de preços, como nos seus níveis absolutos, separando os mercados domésticos dos mercados internacionais. Isso vale tanto para os países que produzem petróleo e refinam alguma parte da oferta nacional de derivados, como os países principalmente importadores, mas com alguma capacidade de refino instalada.

Em geral, os países que são exportadores líquidos de petróleo, com grande produção doméstica e com capacidade de refino nacional tendem a adotar políticas de repasse só parcial das variações dos preços internacionais do petróleo sobre os derivados no país. O Brasil, com o PPI, caminha na direção contrária a dos seus pares.

Um outro tipo de intervenção política direta nos mercados é a utilização de estoques reguladores. Os governos enchem os seus tanques nos momentos de preços mais baixos para utilizá-los quando os preços se elevam, exigindo formas de intervenção direta sobre os mercados, usualmente através de empresas estatais.

No caso brasileiro estamos caminhando na direção contrária das experiências internacionais. As maiores reservas do mundo estão sob o controle dos estados e das empresas estatais. No Brasil, as novas áreas de exploração do pré-sal estão sendo abertas para a competição internacional e a Petrobras perde espaço na produção de petróleo.

No refino, é verdade que há um encolhimento do número de unidades nos EUA e nos países da OCDE, mas há crescimento no Oriente Médio e em vários países da Ásia, em especial China e Índia. As novas refinarias são mais complexas, maiores e integradas com a petroquímica e fertilizantes. No Brasil, caminhamos no sentido contrário. Desde 2016, as gestões da Petrobras tem vendido refinarias, arrendado unidades de fertilizantes e se

retirado dos biocombustíveis e da petroquímica. O país não tem perspectivas para a ampliação do parque de refino.

A dependência das importações é crescente, em um mundo em que a geografia do fornecimento de combustíveis se altera colocando os novos centros produtores mais distantes do mercado brasileiro. Estamos nos tornando um exportador de petróleo cru, sujeito às flutuações dos preços do produto, sem mecanismos de proteção para suavizar as oscilações do mercado, sujeitando a economia brasileira aos novos sobressaltos dos ciclos de preços internacionais.

Do ponto de vista da sociedade, há um aumento de custo implícito na situação de aumentar as exportações de petróleo cru, ao passo em que se aumenta a importação de derivados. É como se houvesse um “petro tour” do petróleo cru para exterior e o seu retorno como derivado, adicionando-se as margens e os custos de transportes.

Alguns argumentam que as mudanças que se passam na Petrobras são típicas do processo de “financeirização” das empresas produtivas, com uma maior atenção ao pagamento de dividendos, redução da taxa de investimentos e focalização no chamado *core business*, sempre buscando resultados de curto prazo.

No caso do petróleo e gás há algumas características específicas que merecem ser destacadas. Não é correto afirmar que nestas empresas os investimentos financeiros superaram os investimentos produtivos. A busca do acesso a novos recursos geológicos que possam se transformar em reservas e a crescente intensidade do capital nos novos projetos tecnologicamente desafiadores da expansão nas águas profundas, petróleo não convencional e mudanças nos processos produtivos do gás natural exigiam mais investimentos produtivos e não menos, com a utilização dos excedentes de renda eventualmente deslocados para investimentos financeiros. A maioria das grandes empresas de petróleo aumentaram seus investimentos produtivos, na contramão da maioria das empresas não financeiras neste período de mudanças do capitalismo mundial no século XXI.

É verdade que este novo século assistiu a uma financeirização crescente na dinâmica de definição dos preços do petróleo. O longo período de crescimento dos preços da *commodity* de 2004-2014, com uma ligeira queda em 2008-2009, não pode ser explicado sem a inclusão da importância dos gigantescos fluxos financeiros, que se deslocaram para os mercados especulativos com os barris de petróleo, negociados em volumes algumas vezes maiores do que a transação física diária nos mercados mundiais.

Neste sentido, a financeirização do setor de petróleo foi muito mais resultado da entrada de instituições financeiras na dinâmica do mercado como comercializadoras do produto, afetando sem sombra de dúvida as expectativas de ganhos futuros com a venda da *commodity*, do que um redirecionamento dos investimentos produtivos das empresas de petróleo. Estes continuavam dependentes do acesso a reservas, da capacidade de financiamento dos grandes volumes de capital a ser imobilizado e da retenção dos lucros para financiar investimentos, com baixa alavancagem.

Por outro lado, o grande volume de investimentos nos projetos de expansão produtiva de petróleo e gás no mundo exigia novas formas de financiamento. As empresas de petróleo em geral apresentam baixas taxas de alavancagem, porém dados os seus volumes absolutos de CAPEX o volume de recursos financeiros mobilizados se tornou muito grande para os mercados financeiros do mundo. Os investimentos em operações de captação de *debt* cresceram muito mais rapidamente do que o volume de operações de *equity* no setor de petróleo e gás.

Depois da queda dos preços de 2015 há algumas mudanças importantes no mercado. Os investimentos em *debt* nas empresas de petróleo diminuíram e cresceu um processo de

venda de ativos *non core business*. Os acionistas passaram a exigir retornos de mais curto prazo, levando as empresas a redução de seus investimentos produtivos. As *National Oil Companies* (NOC), gigantes do setor que controlam a maior parte das reservas do mundo, junto com fundos soberanos de alguns países exportadores, passaram a ser *players* dominantes no mercado de Fusões e Aquisições, assim como ampliaram os contratos de fornecimento de longo prazo.

No entanto, o mercado da dívida manteve-se ativo como principal fonte para os investimentos produtivos das empresas de petróleo, mesmo nas conjunturas de baixos preços da *commodity*. A dívida, assim como o valor das ações das companhias de petróleo, sofre um impacto direto das variações dos preços, intensificando a disputa pela renda petroleira na sua destinação para os pagamentos do *debt* versus a expansão do capital produtivo, que aumentaria o valor das ações em longo prazo, mesmo que, algumas vezes as custas de dividendos de curto prazo. No caso das indústrias de petróleo, especialmente as maiores, as opções são pré-determinadas pelo prévio acesso a recursos naturais e pelo desenvolvimento dos projetos de investimento multianuais. Os ajustes em cada ano ocorrem na decisão de investimentos para os projetos novos.

Há também uma importante mudança nos mercados financeiros com o aumento dos investidores em projetos de baixo carbono, ampliando a militância de acionistas contra os investimentos em combustíveis fósseis.

Esse movimento encontra eco na regulação e na política de preços de alguns países, principalmente europeus, que preferem manter os preços elevados de combustíveis fósseis a subsidiar o seu consumo, estimulando a eletrificação das frotas de transportes, mudanças de padrões urbanísticos e redesenho urbano para conservação de energia. Os preços altos, por outro lado possibilitam margens maiores das petroleiras, atraindo mais capital que estaria se afastando por razões ambientais.

Com a Petrobras não foi diferente. A empresa convive com financiadores do mercado financeiro e com uma governança dependente principalmente dos objetivos produtivos da companhia que, com a presença de seu sócio majoritário, o Estado brasileiro, buscava objetivos de longo prazo para assegurar o abastecimento do país e sua autonomia energética.

Com ações na Bolsa de Valores desde o seu início, a Petrobras transformou-se em um atrativo investimento financeiro para os que queriam especular com os preços do petróleo. A venda secundária das ações nas mãos do governo durante a privatização do governo FHC não gerou recursos para a empresa, pois foi a venda de ações já de propriedade do governo, numa operação secundária nas Bolsas. A capitalização de 2010, realizada com uma emissão primária no governo Lula gerou um aumento de capital da empresa e uma captação inédita na história do capitalismo, foram bilhões em recursos financeiros para financiar a expansão da empresa. A grande liquidez das ações aumentou ainda mais seu atrativo para os investidores financeiros. O mercado de dívida já conhecia a Petrobras como uma emissora frequente e cumpridora dos requisitos dos mercados de capitais mundiais. A Petrobras era *investment grade*.

As variáveis de mercado, fora do controle da empresa, como os preços internacionais de petróleo e derivados, assim como a taxa de câmbio, continuam sendo fundamentais para explicar os resultados da Petrobras. A retração do mercado interno de derivados, associado com uma política de abrir espaços para as importações de derivados por parte de terceiros, manteve de 2015-2018 baixos os fatores de utilização das refinarias, ao mesmo tempo em que as importações de derivados por parte de terceiros têm aumentado. Nos últimos dois anos, o fator de utilização voltou a crescer. A política de preços sofreu

grandes alterações, com repasses quase que instantâneos aos mercados domésticos das variações dos preços internacionais.

A situação financeira da Petrobras se agravou depois de 2014 devido a uma queda dos preços internacionais do petróleo e redução do mercado interno de combustíveis, além de uma grande elevação da taxa de câmbio, que impactou o volume das dívidas amplamente referenciadas no valor do dólar. A crise reputacional decorrente das denúncias da Lava jato e o massacre midiático que sofreu também afetaram sua capacidade de captação de recursos no curto prazo. Neste período, as receitas de vendas da empresa passaram de 337,26 bilhões de reais acumulados em 2014, para 282,6 bilhões no final de 2016.

O mercado financeiro continua interessado em financiar a empresa e suas perspectivas de superar as eventuais dificuldades financeiras de curto prazo se refletem no sucesso de suas últimas captações no mercado de capitais onde, apesar de não dispor mais do grau de investimento, tem conseguido recursos de longo prazo com taxas de juros declinantes. O desenvolvimento nacional, seu papel estratégico e contribuições para a melhoria das condições de vida do povo brasileiro não estão no radar do mercado financeiro. Com a venda de metade do parque de refino, presença ativa de importadores de derivados, áreas do pré-sal já sob controle de outras companhias, engenharia nacional destroçada e com perda da sua engenharia interna e conhecimento acumulado, que se foi com a saída de técnicos experientes e desmontagem do CENPES e da engenharia interna, a Petrobras se restringe a uma empresa média em padrões internacionais com foco nos campos de Búzios, conseguidos no contrato de Cessão Onerosa de 2010, concentrada no Rio de Janeiro e São Paulo.

Sem a distribuidora BR, fora do núcleo do setor de gás natural, incluindo suas distribuidoras estaduais, abrindo suas unidades de processo e logística para terceiros e vendendo suas termoelétricas, unidades de fertilizantes e biocombustíveis a empresa de E&P perde as características de empresa integrada⁸.

Além disso, há que se considerar a questão cambial. Com a acumulação das reservas internacionais vivemos um período de certa calma nas crises cambiais. Nos últimos anos, no entanto, a taxa de câmbio disparou, com uma enorme depreciação do real. O preço do barril de Brent saiu da faixa dos 20 dólares em 2002 para 140 em torno de 2009. A taxa de câmbio se apreciou nesse período caindo para menos de 2 reais por dólar. No atual ciclo de preços depois de 2015, o barril do Brent subiu do entorno de 40 dólares para mais de 90 e a taxa de câmbio agravou o problema, depreciando a moeda, subindo para mais de cinco reais nos últimos cinco anos. O mesmo barril, em torno de 80 dólares, sai de 160 reais para mais de 400 reais, se o câmbio se deprecia de dois para cinco reais por dólar. Mudanças da política cambial são resultados de política macroeconômica. Política de preços são políticas setoriais que podem ser mudadas.

Repartição da renda petroleira

Parte da renda petroleira é apropriada pelos acionistas das empresas de petróleo que passam a ter lucros extraordinários quando os preços se elevam a ritmos elevados. O repasse integral dos preços do petróleo para os mercados domésticos dos derivados, como a Paridade dos Preços de Importação (PPI), reflete uma situação de grande dependência das importações de derivados, por incapacidade de produção doméstica, ou uma apropriação, principalmente pelos importadores e produtores nacionais das rendas extraordinárias decorrentes do aumento dos preços do petróleo.

⁸ (GABRIELLI DE AZEVEDO, 2020)

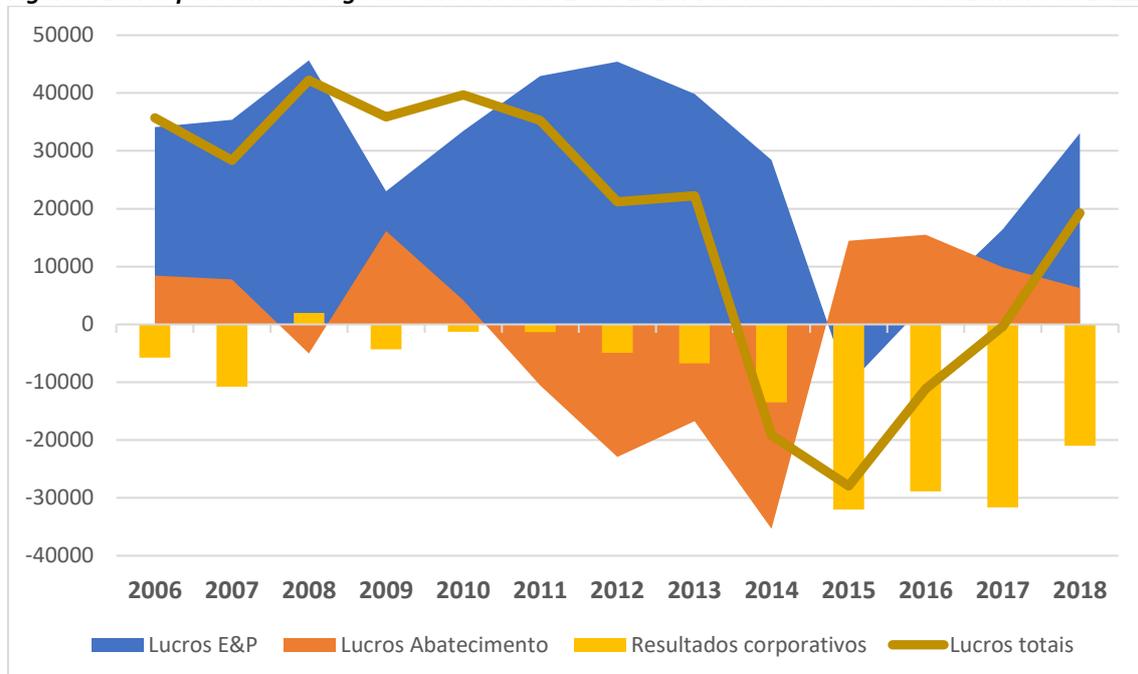
A discussão de tributação sobre esses lucros extras decorrentes de mudanças externas às economias, mais cedo ou mais tarde, entram no debate político sobre a repartição da renda petroleira.

A tributação direta desses ganhos extraordinários (*windfall profits*) é adotada por alguns países para capturar parte desse ganho da renda petroleira repassando-os para outros segmentos da sociedade, ou com subsídios diretos ou com políticas focadas para alguns grupos de consumidores.

Nos países exportadores de petróleo parte dos ganhos extraordinários das exportações são capturados pelo sistema tributário com tributos específicos sobre essa operação com o mercado externo.

Os lucros da Petrobras são principalmente provenientes da grande produtividade de seus campos produtores e dos preços internacionais, que possibilitam uma grande margem operacional para o E&P toda vez que os preços internacionais se elevam, como se representa na Figura 3, onde a área azul acompanha as flutuações dos preços do petróleo nos mercados internacionais.

Figura 3 Lucros por ramo de negócios da Petrobras 2006-2018. Valores constantes de dezembro de 2012.



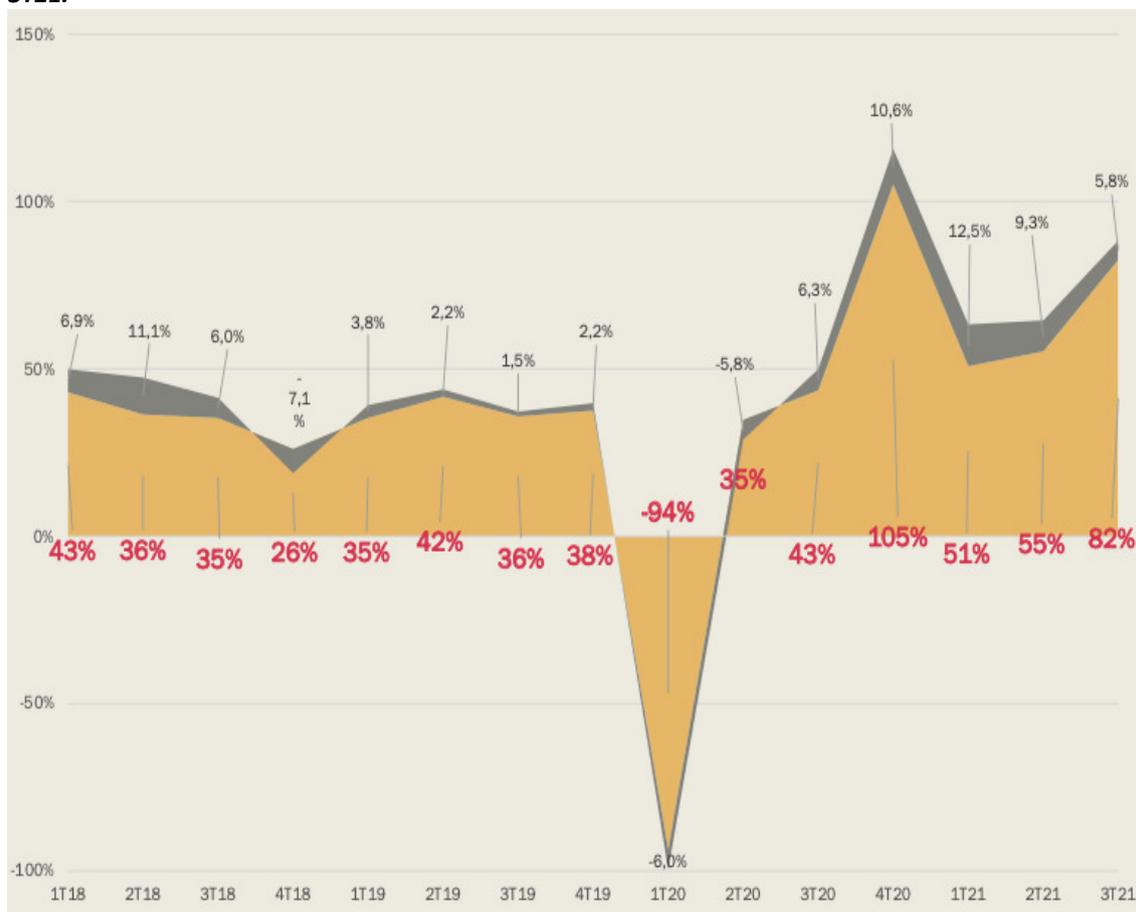
Fonte: (DE JESUS; DE MOURA FERREIRA, 2021, p. 97.) com base em dados da Petrobras.

Note que a área vermelha representa os ganhos do abastecimento, amortecendo as flutuações dos preços, subindo nos momentos em que os preços internacionais de petróleo caem e operando em direção oposta, nos momentos de baixa dos ciclos de preços.

Essa é uma das grandes vantagens e motivações para a integração vertical do setor, modelo de negócios dominante nas grandes empresas do setor desde os primórdios da indústria em meados do século XIX. No Brasil, o desmonte do parque de refino e a desintegração da Petrobras caminham em direção oposta.

Depois de 2018 as margens de lucro do E&P se tornaram ainda maiores, incluindo agora também o crescimento simultâneo das margens de refino, com a consolidação da política de PPI, como se ilustra na Figura 4.

Figura 4 Margens de lucro do E&P e Refino, transporte e comercialização de derivados Petrobras. 1T18-3T21.



Hoje o sistema de refino é gerido integradamente com maximização de seus resultados para o conjunto de refinarias em relação ao mercado nacional. Com sua repartição, depois da venda das refinarias, incluindo os canais de logística de suprimento e escoamento da produção, a gestão vai depender da configuração das unidades de processo existentes em cada refinaria, os tipos de petróleo que elas processam e os mercados específicos para os seus derivados. Monopólios regionais se consolidarão⁹.

A otimização é do conjunto do parque de refino, mesmo que não seja ótimo para todas e cada uma das refinarias. A eficiência sistêmica é maior do que a soma das eficiências de cada uma das unidades. Com a privatização, essa otimização se perde definitivamente, em troca de monopólios privados regionais, sub-ótimos para o conjunto do país.

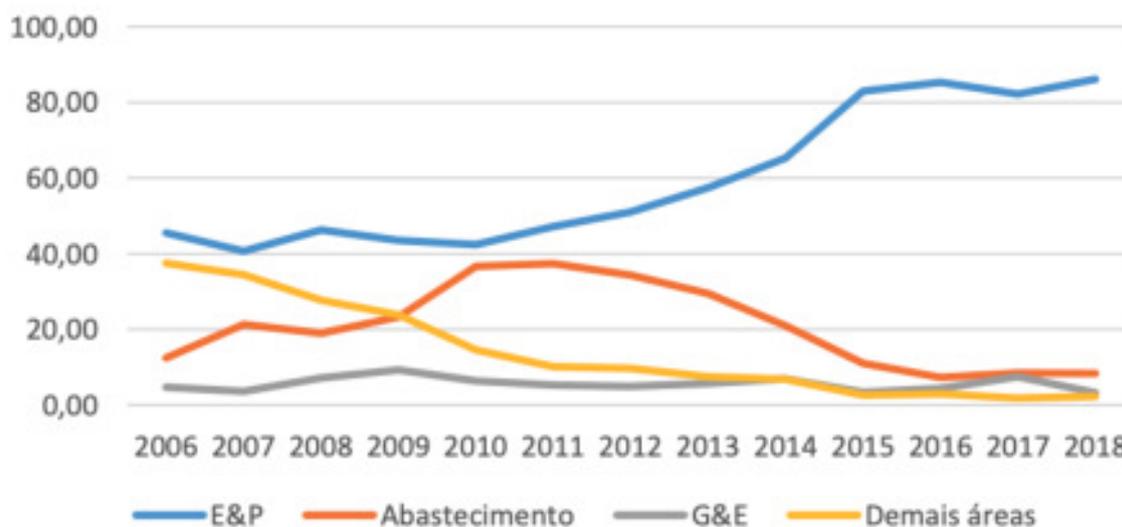
Os ajustes contábeis sobre os ativos e passivos, - resultados corporativos, - com *impairments*¹⁰ durante fases de preços baixos e reconhecimento de custos e receitas não recorrentes foi o principal motivo da queda da rentabilidade da empresa no período posterior a 2014 e também para a reversibilidade dos resultados com os lucros extraordinários dos últimos dois anos.

⁹ (PETROBRAS, 2016, p. 22).

¹⁰ Ajuste dos valores dos ativos registrados nos Balanços, quando as expectativas sobre o comportamento futuro dos mercados aponta que o valor presente das receitas futuras é menor do que o valor registrado nos livros contábeis da empresa, para aquela unidade geradora de caixa. A reversão dos *impairments* também explica parte das variações positivas dos resultados da Petrobras nos últimos dois anos.

O plano de investimentos da Petrobras vem declinando desde 2013, com uma ligeira elevação no último ano, retornando investimentos no refino. Ao longo dos últimos tempos a proporção de investimentos na atividade de refino declinou drasticamente, depois de atingir mais de 37% dos investimentos totais em 2011, atingindo 8,3% em 2018¹¹.

Figura 5 Proporção do investimento total da Petrobras por ramo de negócio



Fonte: (DE JESUS; DE MOURA FERREIRA, 2021, p. 96.) com base em dados da Petrobras.

Com a retomada do crescimento do mercado interno de derivados, a partir de 2006, os Planos Estratégicos da Petrobras passaram a considerar a necessidade da expansão da capacidade de processamento no país e cinco novas refinarias foram planejadas para entrarem em operação até 2020. A construção de cinco refinarias simultaneamente, na fase 2003-2011, era um desafio para indústria de fornecedores brasileiros e para a capacidade de gestão de projetos da Petrobras. O crescimento acelerado do mercado brasileiro de derivados, permitiria a opção entre aumentar a capacidade de refino nacional e abastecer o mercado com a produção doméstica ou ficar dependente da disponibilidade internacional, com importações que afetariam a Balança Comercial. A opção da época foi a construção destas novas capacidades de processamento, especialmente no Nordeste do país, onde a diferença entre níveis de consumo e capacidade de refino regional se expandia.

Os projetos de expansão foram sendo desenvolvidos na mesma época em que os projetos de conversão e de qualidade, tanto para aumentar o processamento de óleo pesado nas refinarias brasileiras, como reduzir o teor de enxofre dos derivados, atingiam sua maturidade, aumentando a pressão de demanda sobre os fornecedores, muitos deles atendendo aos vários tipos de projetos¹². Também foi o auge dos investimentos do PAC e consolidação dos investimentos no pré-sal.

As refinarias ficaram muito caras e a Petrobras tentou várias estratégias para reduzir seu CAPEX, com a simplificação dos projetos, a maior padronização dos equipamentos, a divisão do tamanho dos pacotes de contratação para aumentar a competitividade dos

¹¹ (DE JESUS; DE MOURA FERREIRA, 2021, p. 96.)

¹² (GABRIELLI DE AZEVEDO, 2020)

certames e até a busca de fornecedores estrangeiros, para tentar conter a escalada dos preços. Nada disto teve efeitos significativos e alguns projetos tiveram que ser cancelados, com grandes *write offs* nos Balanços Patrimoniais da empresa em 2014 e 2015. O maior impacto destes cancelamentos, no entanto, é a vulnerabilidade crescente da Petrobras ao mercado internacional para atender a demanda brasileira de derivados¹³. O plano de investimentos da Petrobras foi recentemente alterado, com novos investimentos sobre o refino, mas ainda é insuficiente para introduzir a expansão necessária para a recuperação da economia. O fluxo de caixa operacional continuará sendo uma importante fonte de financiamento dos investimentos, exigindo uma redefinição de prioridades entre investimentos, distribuição de dividendos e pagamento de dívidas.

Um dos argumentos dos que defendiam a manutenção plena da Paridade dos Preços de Importação (PPI) era a possibilidade de a Petrobras aumentar seus lucros com uma apropriação ainda maior da renda petroleira, que determinaria os preços domésticos pelos preços internacionais, adicionados dos custos de internação, dando, portanto, oportunidade para os importadores de derivados realizarem suas operações, também capturando parte da renda, incluindo margens sobre sua infraestrutura logística.

Para os acionistas da Petrobras, os lucros se traduziriam em redução da alavancagem e aumento dos dividendos, valorizando as ações, com maiores compras de lotes nas Bolsas. A entrada de capital estrangeiro na Bolsa se daria essencialmente como um investimento especulativo, sem impactos diretos sobre o *funding* da empresa e sem efeitos diretos no investimento produtivo brasileiro. Uma festa para os que vivem de rendas financeiras.

Vamos aos fatos. Os prejuízos da Petrobras com uma suavização da curva de preços domésticos só ocorreriam se os preços de vendas dos derivados no mercado interno fossem inferiores ao custo dos produtos refinados, especialmente seus custos fixos unitários por barril. A integração vertical do parque de refino da Petrobras e os investimentos já realizados para aumentar a capacidade de conversão, viabilizando o processamento de petróleo nacional, possibilitam a utilização de petróleo nacionalmente produzido, contabilizado a custos e não a preços internacionais, com uma perda de oportunidades de ganhos, se a produção fosse destinada às exportações e se os preços internacionais dessem uma margem maior do que a venda dos derivados no país.

A suavização dos preços dos derivados *ex-refinery* estabiliza os ciclos de preços, harmonizando o fluxo de caixa da empresa em um mercado em que ela é praticamente, ainda que não legalmente, monopolista. O aumento dos custos do petróleo exportado, por exemplo, com uma tributação maior, seria uma forma de estimular esse uso doméstico do petróleo nacional, aumentando a utilização da capacidade instalada das refinarias e reduzindo a dependência de custos de cargas processadas com o uso de petróleo nacional. É claro que esse poder de monopólio real da Petrobras teria que ser contrabalançado por uma regulação que impedisse exageros por parte da companhia, principalmente nos momentos de subida dos preços, mas também na lentidão da queda dos preços. Isso não quer dizer que o ajuste instantâneo seja melhor do que o ajuste defasado.

Essa política pressupõe a integração vertical do refino e produção de petróleo e um certo isolamento do mercado doméstico das importações de derivados. A abertura total, com estímulos aos importadores de derivados, faz com que o teto do preço doméstico seja determinado pela PPI, tanto na alta, como na baixa dos preços, aumentando a volatilidade no fluxo de caixa.

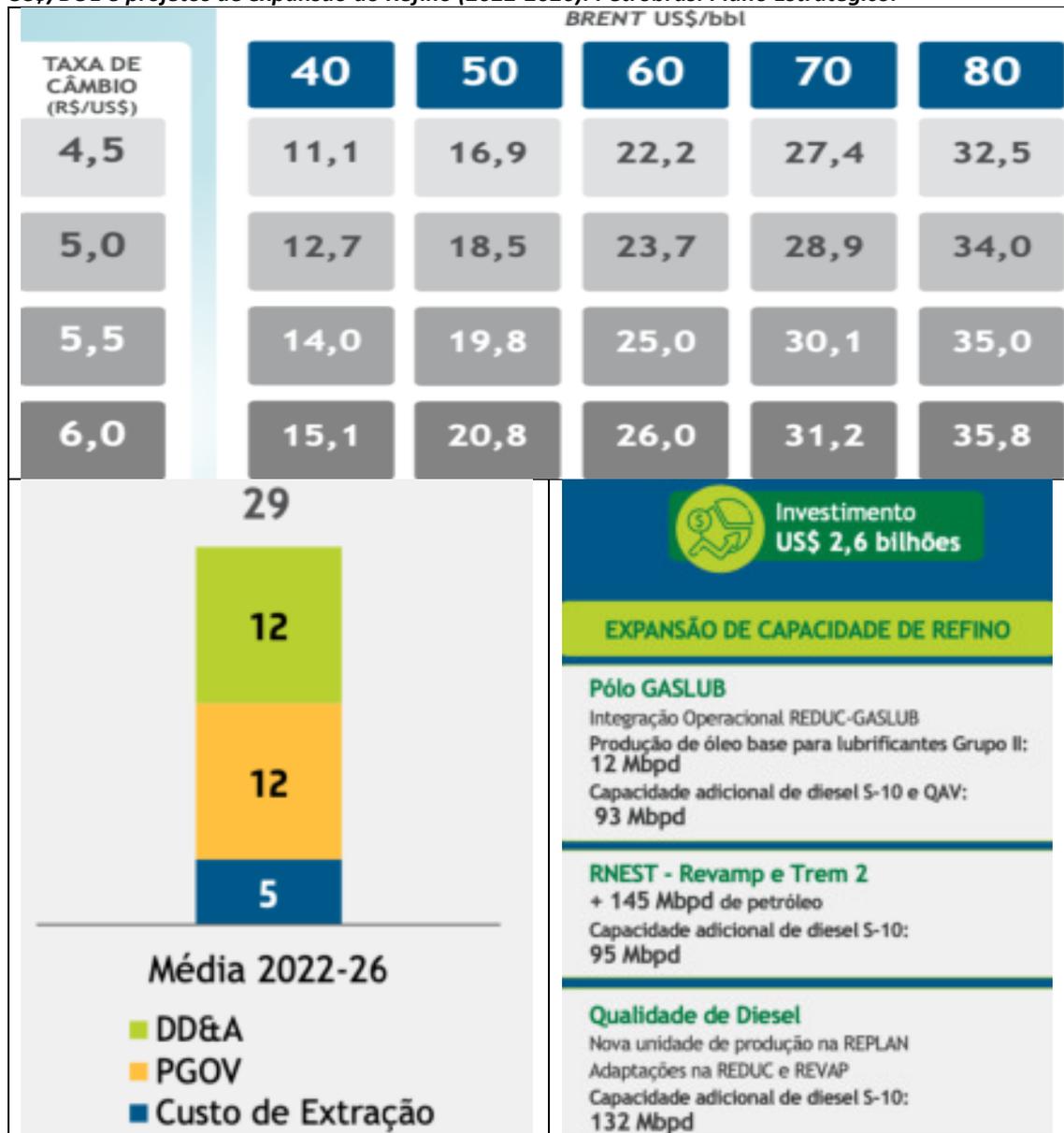
¹³ (PETROBRAS, 2016, p. 22).

No caso da Petrobras, a venda das refinarias e da sua infraestrutura logística de terminais e dutos, inviabiliza qualquer interferência nos preços, submetendo irremediavelmente os preços domésticos às flutuações internacionais dos preços do petróleo e dos derivados.

Lucros e acionistas: governança e disputas

Como visto, do ponto de vista operacional grande parte dos lucros da Petrobras advêm da diferença entre os custos de produção do petróleo cru e os seus preços internacionais, repassados aos consumidores de derivados, via a política de PPI. Os altos dividendos são originados das margens produtivas das exportações de petróleo cru, das margens do refino com preços de derivados acima dos custos, das privatizações que levam a aumento de receitas financeiras de curto prazo e do fim das etapas de reajustes de valores de ativos com as variações dos preços de 2014-2016, das denúncias da Lava Jato e dos atrasos de implantação de grandes projetos.

Figura 6 Resiliência do Fluxo de Caixa (2022-2026), Custo total do Petróleo Produzido (CTPP) (2022) em US\$/BOE e projetos de expansão do Refino (2022-2026). Petrobras. Plano Estratégico.



Fonte: Petrobras. Plano Estratégico 2022-2026. <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/6d98b296-503c-53cc-1f9e-153a904e8066?origin=1>

A própria Petrobras reconhece no seu Plano Estratégico de 2022-2026 que o seu CTPP¹⁴ possibilita uma grande margem de variação para seu fluxo de caixa, variando de 11,1 bilhões de dólares/ano, com Brent a 40 dólares e taxa de câmbio a R\$4,5/US\$ até 35,8 bilhões de dólares, se o câmbio for de seis reais por dólar e o preço do barril Brent atingir 80 dólares. Nesse início de 2022, o preço do Barril está acima de 95 dólares e o câmbio acima de cinco reais.

O governo, até agora, mantém a propriedade sobre mais da metade das ações ordinárias da Petrobras, possibilitando manter o controle da companhia. Seu papel de acionista controlador deve destacar os objetivos de longo prazo da empresa, que é essencialmente uma empresa produtiva de petróleo e gás, mas condicionada a ser garantidora do abastecimento nacional de derivados e não apenas uma geradora de dividendos.

Os seus representantes nas assembleias de acionistas e na composição do Conselho de Administração têm o dever fiduciário de gerir a empresa de maneira a ter os melhores resultados e, portanto, não podem definir políticas de prejuízos para os acionistas. No entanto, as escolhas entre objetivos de curto e longo prazo, políticas de retenção de lucros para financiar investimentos, políticas de preços que suavizam as flutuações do fluxo de caixa e ampliação do seu papel na economia são compatíveis com esses deveres fiduciários. Os interesses dos acionistas não podem ser confundidos com os investidores do *intra-day* e os fundos especulativos que querem os retornos o mais rápido possível, sem se preocupar com os resultados de longo prazo de sobrevivência e crescimento da empresa. Se assim não fosse, não haveria espaços no mercado financeiro, para a crescente preocupação com os temas de *Environmental, social and corporate governance* (ESG) que privilegiam as questões de sustentabilidade de longo prazo, sobre as gananciosas pressões de ganhos de curtíssimo prazo.

O governo e suas entidades controladas, como o BNDES, CEF e BNDES, que ampliaram sua participação no capital da Petrobras em 2010, agora detêm uma parcela muito menor, depois que as entidades fora do governo central venderam no mercado suas ações, ficando o governo com o mínimo legal de ações ordinárias para garantir o controle da empresa, requisito legal ainda existente. Isso diminui a capacidade de influenciar na escolha dos membros do Conselho de Administração, com muito maior poder de articulação dos fundos privados de acionistas minoritários na Assembleia Geral de acionistas da companhia, na representação dos preferencialistas.

Os lucros dos acionistas da Petrobras são dois terços destinados aos acionistas privados e um pouco mais de um terço (37%) para o governo federal. O ROE (retorno sobre o patrimônio) da empresa tem sido, nos últimos dois anos, três vezes maior do que o mesmo indicador de outras empresas internacionais do setor.

A suavização dos impactos das variações internacionais pode ser efetivada sem prejuízos para os acionistas, ainda que haja uma perda do potencial lucro de curto prazo, em troca de uma garantia de mercado e estabilização de fluxo de caixa que possibilita mais ganhos de longo prazo para estes acionistas.

O fato de sermos quase autossuficientes em petróleo cru, com custos de extração baixíssimos e com grande potencial de renda petroleira, dados os atuais preços do petróleo

¹⁴ O Custo Total de Produção de Petróleo (CTPP) de 29 dólares por BOE é decomposto em cinco dólares de custo de extração e 12 dólares correspondentes à remuneração do capital já investido, sob a forma de despesas de Depreciação, Depleção e Amortizações (DD&A) e 12 dólares de participações governamentais.

no mundo, possibilita essa arbitragem de ganhos entre o curto e o longo prazo, sem prejuízos contábeis para os acionistas. Na contabilidade corporativa consolidada, os lucros são calculados pelas diferenças entre os preços de vendas e os custos das matérias utilizadas na produção. Na contabilidade segmentada por área de negócio, separando a produção do refino e logística, o petróleo é contabilizado por uma *proxy* dos preços internacionais (Preço Interno de transferência - PIT) para calcular as margens do refino. A diferença entre os custos de produção do petróleo e seus preços internacionais possibilita grande espaço para suavizar os impactos, em reais, dos preços domésticos de derivados, sem necessidade de repasse imediato para os consumidores brasileiros e, também, sem prejuízo nominal para os acionistas.

Há uma clara hipertrofia da teoria de maximização do valor para os acionistas com a crescente financeirização das empresas¹⁵. A ideologia da “maximização do valor ao acionista” cresce com as concepções idealistas de mercado financeiro perfeito, alocador da escassez dos fundos e ativos, supondo que o preço das ações reflete precisamente o valor presente do fluxo futuro do caixa descontada por uma determinada taxa de juros. Somente fatores inesperados afetam a valoração das ações. Na sua origem, a “maximização do valor para o acionista” refletia a disputa deles com os dirigentes das empresas, que privilegiavam os lucros retidos, como forma de expansão do capital produtivo, dando destaque a acumulação de valor no longo prazo, mais que a distribuição de dividendos no curto prazo.

Era claramente a predominância de um tipo de investidor que quer retirar o mais rápido possível a sua aplicação, desprezando os benefícios das inovações tecnológicas, do aumento da produtividade e dos ganhos sistêmicos da maior estabilidade dos fluxos. Evidentemente que o tamanho e profundidade dos mercados de ações e a possibilidade de aquisições do controle das empresas era parte inerente essa teoria.

Isso não se aplicava a empresas em que o principal motivo dos investimentos era o acesso aos recursos naturais, controlados pelos estados, ou em que o governo era um grande acionista. Nesses casos, o conjunto de *stakeholders*, - os vários grupos de interesse, - eram mais relevantes do que apenas os acionistas.

Como diz uma estudiosa do papel do Estado empreendedor, as grandes empresas inovadoras, - e as relacionadas com a segurança energética, dizemos nós - não podem prescindir do reconhecimento do papel do Estado na oferta de infraestrutura, condições regulatórias e mesmo financiamento para as atividades, que não seriam ofertados por nenhum agente privado¹⁶.

As exigências de retornos financeiros de curto prazo podem condicionar os gerentes a escolhas que não maximizem os lucros de longo prazo, para minimização de riscos, acabando por contrariar os interesses dos acionistas que investirem buscando a maior acumulação dos seus estoques de riqueza no longo prazo.

No caso de empresas estatais com acionistas privados, os riscos políticos fazem parte do modelo de negócios conhecido previamente pelos aplicadores. Um dos elementos fundamentais desses riscos é a gestão da segurança energética, incluindo a gestão dos preços e uma certa arbitragem dos ganhos de curto prazo, seja por impostos adicionais sobre ganhos extraordinários não provenientes diretamente da ação das empresas, seja pelas exigências de metas físicas sobre o fornecimento dos produtos.

¹⁵ (GABRIELLI DE AZEVEDO, 2018b)

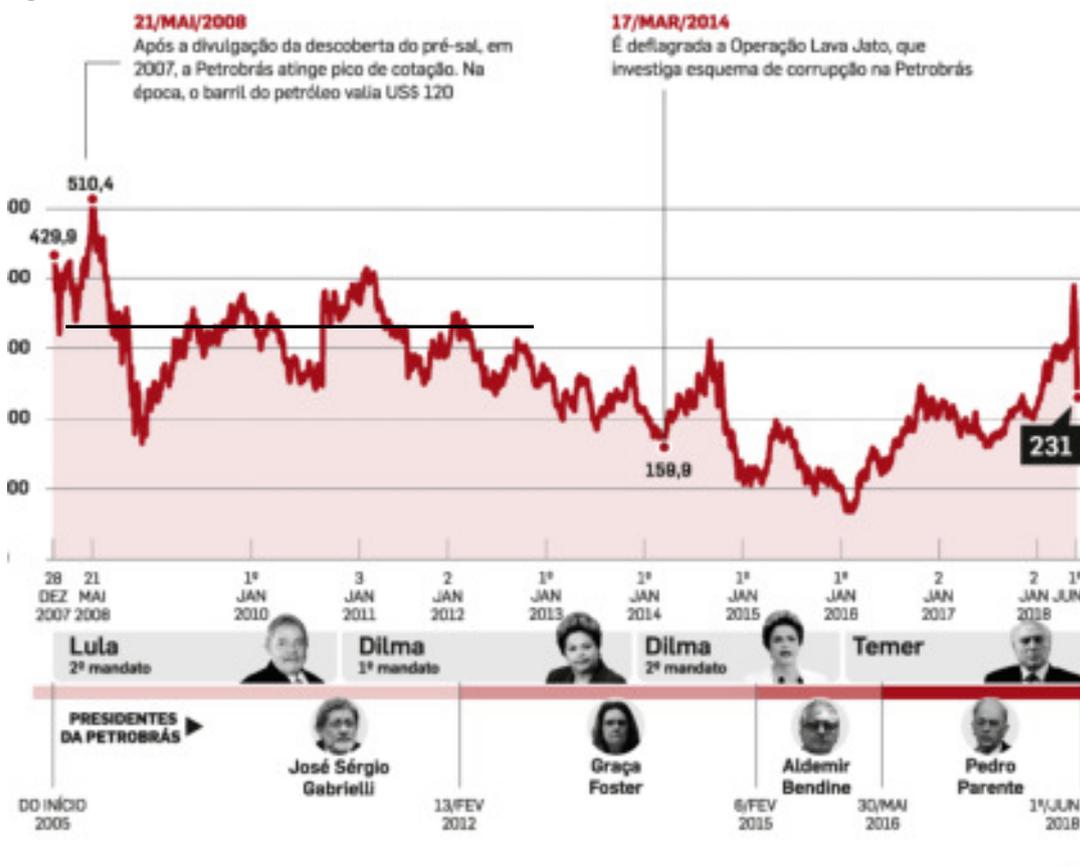
¹⁶ (MAZZUCATO, 2013).

Preços e lucros

Dois gráficos podem ser utilizados para o questionamento a algumas “verdades” falsamente apregoados por defensores da ortodoxia econômica, no que se refere as respostas do mercado de ações aos sinais de preços. Eles dizem, erroneamente, que o mercado penaliza a estabilidade dos preços e valoriza a imediata transferência dos preços internacionais de petróleo para os derivados no mercado doméstico.

O primeiro gráfico foi publicado no dia 02/06/2018 pelo jornal Estado de São Paulo, com as variações do valor de mercado da Petrobras, reproduzido na Figura 7.

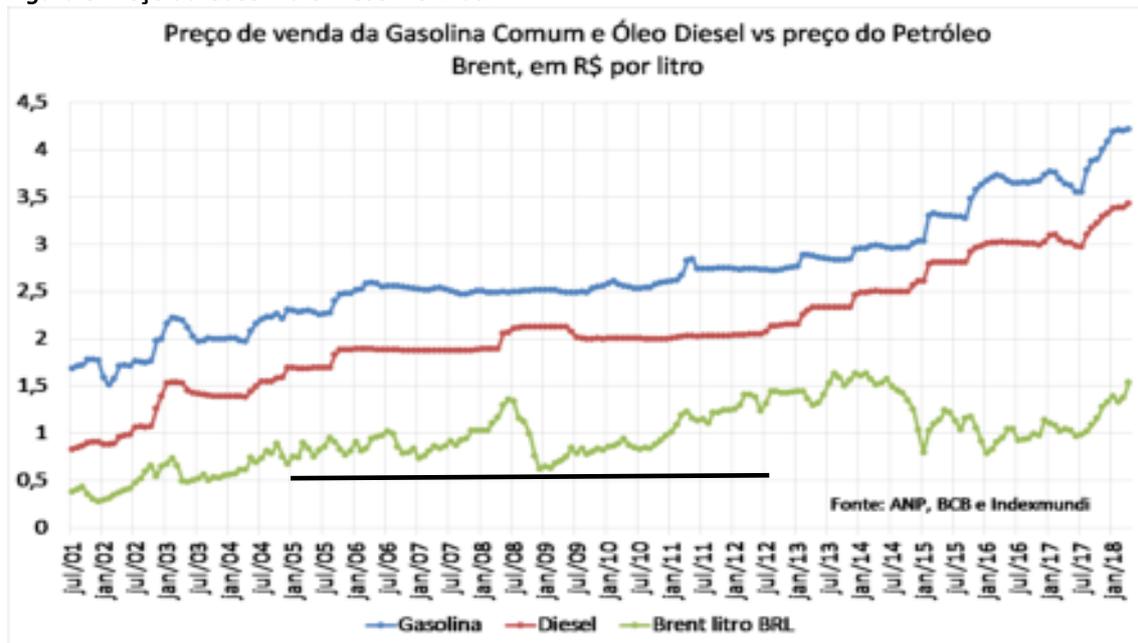
Figura 7 Valor de Mercado da Petrobras em Bilhões de Reais



Fonte: Estadão 02/06/2018. Linha adicionada para destacar o período 2007-2012.

O segundo gráfico, reproduzido na Figura 8, foi publicado por Nelson Barbosa no site do FGV/IBRE em 30/05/2018.

Figura 8 Preço da Gasolina e Diesel no Brasil



Fonte: Nelson Barbosa in <http://blogdoibre.fgv.br/posts/atabalhoda-suavizacao-dos-precos-dos-combustiveis-no-brasil>. Linha adicionada para destacar o período janeiro 2005-julho 2012.

O que chama a atenção é que nos períodos em que os preços dos principais derivados vendidos no Brasil, gasolina e diesel, ficaram mais estáveis, julho 2005-julho 2012, o valor de mercado da Petrobras, definido pelo preço das suas ações, ficou acima do que os valores após o tsunami provocado pela saída de Pedro Parente da direção da companhia (231 bilhões de reais), em junho de 2018.

As ações da Petrobras despencaram mais de 21%, em um dia, depois do anúncio da troca do CEO da companhia, mas se recuperaram em 8% no dia seguinte, antes da decisão sobre a sucessão empresarial, enquanto o Conselho de Administração estava reunido. Foram bilhões de reais que trocaram de mãos nas Bolsas de Valores. Nessa enorme volatilidade, muitos *intra-day traders* fizeram fortunas.

Nesse período, dos maiores lucros da história da Petrobras, o valor da empresa seguiu muito mais o valor do petróleo cru (Brent na Figura 8) do que o preço doméstico dos derivados, que acompanharam os preços internacionais em ciclos longos. Nos anos mais recentes, quando os preços de gasolina e diesel no mercado brasileiro cresceram, em ciclos mais curtos, mais do que os preços internacionais de petróleo cru, o valor de mercado da empresa (na Figura 7) manteve sua aderência com os estes últimos preços, mais do que com o custo para os consumidores de adquirir gasolina e diesel nos postos brasileiros.

Os preços internacionais de petróleo caíram em 2014-2015 e assim ocorre com o valor de mercado da Petrobras, que se recupera a partir de 2016 com a retomada da subida dos preços mundiais, estabilizando em 2017 e crescendo ainda mais em 2018, quando desaba com a saída do Presidente.

Duas lições singelas destes gráficos:

1. O valor de mercado da Petrobras depende dos preços internacionais sim, mas dos preços do petróleo cru e não só dos preços dos derivados no mercado doméstico. Esse efeito é ainda maior com o crescimento das exportações de petróleo.
2. Os reajustes dos preços dos derivados no mercado brasileiro em períodos longos são considerados positivos no longo prazo pelos acionistas da Petrobras, que aumentam o valor da companhia nestes períodos.

Uma política de suavização das flutuações dos preços domésticos em relação aos internacionais prejudica ou não o retorno aos acionistas da empresa? Há acionistas e acionistas. Aqueles que estão visando os resultados de curto prazo vão querer que a Petrobras se aproveite ao máximo da volatilidade dos preços internacionais, repassando quase que instantaneamente suas flutuações mundiais para os preços nacionais. É claro que essa disposição não é tão firme nos momentos de queda dos preços globais.

É por isso que outros acionistas valorizam a estabilização dos fluxos de caixa, com aproveitamento do poder de mercado e produção interna para administrar as subidas, reduzindo sua intensidade, mas também compensando as suas quedas, diminuindo a velocidade da descida. Em um mercado com uma empresa amplamente dominante, produtora de grande parte do petróleo a ser refinado dentro do próprio país e pertencendo à própria empresa, essa política acaba aumentando do valor de longo prazo para os próprios acionistas.

Princípios de uma nova política para abastecimento

Considerado o cenário acima descrito, é preciso que se construa um plano de investimentos em refino, considerando a interrupção das privatizações e a possibilidade de recompra das refinarias vendidas. A retomada do crescimento econômico não pode encontrar um gargalo na produção e no abastecimento de derivados.

Deve-se considerar a retomada de participações societárias no segmento de distribuição. A garantia de abastecimento e o enfrentamento à carestia exigem um braço estatal na ponta da distribuição.

Além de um programa de estabilização dos preços, (i) que substitua a PPI por um modelo que leve em conta não apenas os custos internacionais e de importação, mas os custos internos de produção e refino; (ii) que crie um fundo de estabilização que amortize as flutuações e elevações do preço, com um *funding* que não comprometa a fatia pública da renda petroleira (utilizando, por exemplo, dividendos da Petrobras devidos à União), mas que utilize recursos oriundos de um imposto de exportação ou de uma taxa que incida sobre todos os lucros extraordinários da Petrobras; (iii) que promova mais racionalidade na cobrança dos tributos sobre os combustíveis.

A interrupção das privatizações e as alterações nas políticas de composição societária, refino, distribuição e preços conformam um polígono fundamental para a reconstrução da Petrobras e do Brasil no curto-prazo. Mas há ainda muitos outros desafios que também precisarão ser enfrentados para a transformação da Petrobras e do Brasil no médio e no longo-prazo.

Alguns princípios de uma nova política para o abastecimento de combustíveis do mercado brasileiro podem ser elencados:

1. Interromper o processo de privatizações do refino, da distribuição e da logística de derivados.
2. Criar de um fundo regulador temporário, dentro de uma banda de variação de preços de derivados que suavize as flutuações.

- 2.1 Os recursos para abastecer este fundo podem ter as seguintes origens:
 - (a) Imposto sobre exportação de petróleo cru.
 - (b) Tributos sobre os lucros extraordinários dos acionistas da Petrobras.
 - (c) Parte dos impostos federais e estaduais e contribuições lastreadas nos preços do petróleo.
 - (d) Parte do Fundo Social, além das aplicações vinculadas.
- 2.2 Tal fundo deve ter um limite suportável pelo Orçamento Fiscal, cujas prioridades deveriam ser o combate a fome, desemprego e retomada do crescimento, com redução das desigualdades.
- 2.3 Há que se definir os mecanismos de transferência dos recursos dos fundos para garantir que o diferencial de preços domésticos chegue aos consumidores finais.
3. Limitar as variações dos preços domésticos de derivados às variações do custo total de petróleo produzido nacionalmente e aos preços internacionais de derivados
 - 3.1 Isso exigiria ampliação do poder regulador da ANP sobre a distribuição e varejo, de forma a garantir que o diferencial de preços chegue aos consumidores finais.
 - 3.2 Isso exigiria um rigoroso sistema de controle para evitar atravessadores que comprariam os produtos mais baratos no mercado brasileiro, exportando-os para capturar as diferenças.
 - 3.3 Definição de mecanismos de penalização severa das violações das regras por parte dos agentes do mercado.
4. Criação de estoque regulador, ampliando a armazenagem entre os produtores e importadores.
5. Redefinição da política nacional de fertilizantes, especialmente dos nitrogenados.
6. Redefinição da política de energias renováveis, incluindo biocombustíveis.
 - 6.1 Políticas específicas para aumentar a oferta nacional de etanol e biodiesel de forma a reduzir seus custos domésticos, pressionando também preços de gasolina E27 e diesel B13 a não se elevarem.
7. No plano das políticas governamentais:
 - 7.1 Incluir o abastecimento na política de Segurança Nacional, considerando o gás de cozinha e o diesel como produtos de interesse nacional, adotando-se políticas específicas de benefícios focados.
 - 7.2 Iniciar o processo de ampliação da capacidade de refino nacional, retomando projetos de construção de uma nova refinaria no Norte/Nordeste, com foco na utilização do petróleo nacional, integrada com sua produção.
 - 7.3 Adotar políticas de redução dos custos de logística e de expansão da competição no varejo e na distribuição.
 - 7.4 Reorientar a ação do CADE para o varejo e a distribuição, saindo do refino e da exploração e produção, monopólios constitucionais da União, com operação concedida para empresas.
 - 7.5 Redefinir a política de gás natural, reforçando os investimentos estruturantes e o papel das distribuidoras estaduais.
 - 7.6 Redefinir a política nacional de fertilizantes, especialmente dos nitrogenados.

- 7.7 Políticas de apoio ao custo do transporte coletivo, fretes e aquisição de equipamentos mais eficientes deverão fazer parte da política de abastecimento em suas dimensões mais gerais de impactos sobre a economia.
 - 7.8 Reforçar as políticas de controle do trânsito urbano para redução de engarrafamentos, controle de velocidade, estímulos à eletrificação da frota e ampliação do uso do transporte coletivo.
 - 7.9 Redução do transporte rodoviário como modal de transporte e estímulos a uso mais eficiente dos combustíveis nos veículos pesados.
 - 7.10 Redefinir o *Government take* da renda petroleira, incluindo os lucros do E&P e do refino.
 - 7.11 Reorientar as políticas de conteúdo nacional para a cadeia de suprimento dos investimentos em E&P e refino.
 - 7.12 Relações com outros grupos de interesse
 - (a) No plano das autoridades locais
 - i. Trabalhar para a internalização local das atividades das empresas
 - ii. Utilizar a parcela subnacional do *government take*, incluindo royalties e participações especiais para diversificar as economias locais.
 - iii. Relacionamento com as comunidades afetadas pela saída da Petrobras.
 - (b) No plano sindical
 - i. Organizações da categoria fora da Petrobras
 - ii. Relações com os terceirizados das unidades de serviços
 - iii. Relações com os trabalhadores dos setores fortemente fornecedores para o setor de petróleo
8. Mudanças no âmbito da Petrobras:
- 8.1 Definir políticas de subsídios cruzados de forma a que parte dos preços da gasolina e do QAV, com consumidores de maior renda, subsidie parte dos preços do gás de cozinha para famílias de menor renda.
 - 8.2 Redefinir a composição do Conselho de Administração.
- O controle da Petrobras deverá começar com mudança do seu Conselho de Administração, que precisa ser constituído também com representantes do governo que tenham uma visão de longo prazo da importância estratégica dos hidrocarbonetos, seu papel no desenvolvimento brasileiro e sua possibilidade de alavancar o desenvolvimento¹⁷.
- 8.3 Redefinir seu Plano Estratégico buscando retomar sua integração vertical.
 - 8.4 Reorientar sua política de Abastecimento, com menos refinarias e mais importadores de derivados.
 - 8.5 Retomar a sua engenharia interna e fortalecer o CENPES.
 - 8.6 Ampliar sua participação em energias renováveis.
 - 8.7 Redefinir estratégia para petroquímica e fertilizantes.
 - 8.8 Nova política de exportações de petróleo e derivados.
9. Redefinir uma estratégia jurídica para reversão das privatizações estratégicas já ocorridas.

¹⁷ (GABRIELLI DE AZEVEDO, 2020).

Conclusões

O que está acontecendo, como acontece na maioria crises que envolvem o petróleo, é uma disputa de quem se apropria da enorme renda petroleira proveniente das diferenças entre os preços finais e os custos efetivos de produção. Qual a parcela dos consumidores, dos governos, das empresas produtoras, dos distribuidores, dos varejistas e dos trabalhadores será decidida no conflito entre os grupos de interesse, que ocorre nos mercados, nas regulações, nas políticas das empresas privadas e nas orientações das empresas estatais que atuam no setor.

As especificidades do petróleo provêm da sua importância estratégica, indispensável para a mobilidade de pessoas e produtos. O petróleo não é uma mercadoria qualquer. A disputa por esse recurso natural estratégico é fortemente política e social. Não será apenas a troca do presidente da empresa ou isenções tributárias de curto prazo que resolverão o impasse. É preciso uma reformulação completa da política para o setor de óleo e gás.

A reformulação da política para o setor exigirá metas de curto e médio prazo, combinando a intervenção de curto prazo para minorar os impactos sobre os consumidores, com objetivos de médio e longo prazo de aumentar a oferta nacional, diversificar as fontes de energia e mudar os padrões de consumo.

Mudanças em várias políticas já definidas pelo CNPE e MME, no plano do Executivo, de procedimentos administrativos no âmbito das agências reguladoras, como ANP, CADE e CVM, por exemplo, além de mudanças do marco legislativo precisam ser buscadas.

Não se pode vislumbrar que essas definições serão apenas técnicas. Essas escolhas e decisões refletem fortes e pesadas disputas políticas e conflitos judiciais que refletirão a correlação de forças na sociedade, para arbitrar e definir a repartição dos custos e benefícios das mudanças de rumo.

A batalha é grande e com a orientação do atual governo as mudanças não ocorrerão. Com um novo governo, as transformações e escolhas de novos rumos para o abastecimento nacional, transição energética, papel da Petrobras e segurança energética dependerão de correlação de forças na sociedade e apoio para novas políticas públicas de óleo e gás.

Referências Bibliográficas:

BACON, R.; KOJIMA, M. **Coping with Higher Oil Prices**. World Bank. Washington, p. 255. 2006. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/17955/ESM3230Higher1Oil1Prices01PUBLIC1.pdf;sequence=1>.

DE JESUS, L. B., JÚNIOR. ; DE MOURA FERREIRA, H., JÚNIOR. Petrobras S.A, Estratégias, Fragmentação e Interesses: uma Análise do Período 2006-2018. **Economic Analysis of Law Review**, 12, n. 2, p. 77-109, 2021.

GABRIELLI DE AZEVEDO, J. S. A Economia na Política de Preços dos Combustíveis. **Teoria e Debate**, 2018a. n. 172, 29/05/2018. DOI/ISSN: Disponível em: <https://teoriaedebate.org.br/2018/05/29/a-economia-na-politica-de-precos-dos-combustiveis/>.

GABRIELLI DE AZEVEDO, J. S. Mudanças no setor de petróleo: o novo papel da Petrobras. *In*: MATTOSO, J. e CARNEIRO, R. (Ed.). **O Brasil de Amanhã**. São Paulo: Instituto Lula/Fundação Perseu Abramo, 2018b. p. 119-147. 978-85-5708-096-6.

GABRIELLI DE AZEVEDO, J. S. **Especulações sobre a Petrobras depois de um tsunami, além de um dilúvio e terremoto com incêndios. Um desastre**. Rio de Janeiro, (2020). INEEP-Instituto de Estudos Estratégicos de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis. 45p.,Relatorio de Pesquisa não publicado. 2020.

KOJIMA, M. **Petroleum Product Pricing and Complementary Policies. Experience of 65 Developing Countries Since 2009**. World Bank. Washington, p. 118. 2013a. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/13201/wps6396.pdf?sequence=1>.

KOJIMA, M. **Reforming Fuel Pricing in an Age of \$100 Oil**. World Bank. Washington. 2013b.

MAZZUCATO, M. **The Entrepreneurial State. Debunking Public vs. Private Sector Myths**. London: Anthem Press, 2013. 202 p. 978-1610396134.

PETROBRAS. **Plano Estratégico. Plano de Negócios e Gestão 2017- 2021**. Petrobras. Rio de janeiro: Setembro 2016. 2016. Disponível em: <http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/apresentacoes/plano-de-negocios-e-gestao>.