

Dívida da Petrobras: Venda de Ativos Não É A Única Solução

José Sergio Gabrielli de Azevedo¹

Introdução

A Petrobras vive um grande desafio financeiro de curto prazo, com quase 18% de sua dívida de mais de 500 bilhões de Reais vencendo neste e no próximo ano. Redução de investimentos, corte de custos, busca de aumento da receita operacional devem ocorrer, assim como algum grau de desinvestimento e busca de alongamento do perfil da dívida.

A Petrobras, no entanto, apresenta uma situação bastante positiva na comparação com grandes petroleiras do mundo, pois conta com um portfólio de novas áreas produtoras extremamente competitivas, como o Pré Sal, onde o custo de extração é de 8 dólares por barril, os projetos já estão em andamento e as perspectivas de crescimento no curto prazo são muito positivas.

Conta também com uma posição dominante em um mercado de consumo de derivados de tamanho significativo, que pode voltar a crescer, com uma política de preços que minimiza os impactos das flutuações de preços de curto prazo, contribuindo para um movimento anticíclico nas suas receitas, quando o preço do petróleo cai e os preços de derivados se mantêm.

Com uma dívida grande e com pressões financeiras de curto prazo, o grande problema é passar pela “ponte” dos próximos dois/três anos com vencimentos elevados. Um alongamento da dívida, mesmo que as custas de juros mais altos, seria necessário para passar por este período de aperto, uma vez que a alternativa de desinvestimento encontrará sérias dificuldades em um Mercado com super oferta de ativos de petróleo à venda.

Duas variáveis fora do controle da empresa são fundamentais para o seu futuro financeiro: a Taxa de Cambio e o preço do Petróleo. Do segundo para o terceiro trimestres de 2015, últimos balanços publicados pela Petrobras, a taxa de cambio de final de período saiu de 3,10 Reais por dólar, para 3,97 Reais por dólar, com um crescimento de 28,1%.

Entre os nove primeiros meses de 2015 e 2014, o Brent caiu de 106,6 dólares para US\$55,4, numa queda de 48%, mas, em Reais, seu preço somente caiu 29% devido a depreciação da moeda nacional que ocorreu no mesmo período.

No mercado doméstico, o preço dos derivados básicos ficou praticamente estável, sendo de 225,74 Reais em Jan-Set 2014, caindo para apenas 224,53 Reais (-1%) no mesmo período em 2015.

Apesar da queda das vendas físicas e dos impactos da queda dos preços do petróleo e da elevação das taxas de cambio, o caixa da Petrobras aumentou de 81,2 bilhões de Reais para 99,9 bilhões do segundo para o terceiro trimestres do ano. Quando também se leva em conta a disponibilidade de Títulos Públicos e Depósitos a Prazo com vencimentos superiores a 3 meses, o caixa da Petrobras tinha 104,2 bilhões no fim deste trimestre, 12,6 bilhões a mais do que havia em Junho. O quarto trimestre de 2015 foi melhor do que o 3T2015, em termos dos movimentos destas duas variáveis.

¹ Professor titular aposentado da UFBA e ex-presidente da Petrobras (2005-2012).

Estes números reforçam a hipótese de que os efeitos da queda dos preços do petróleo tem um impacto difuso sobre os resultados da Petrobras, devido a importância das receitas provenientes do mercado doméstico de derivados, principal destino da produção da empresa, diferente de muitas petroleiras que têm na exportação seu principal mercado e têm um menor integração *downstream/upstream*.

Até 2011, a principal fonte de financiamento dos investimentos era a geração operacional de caixa, com as amortizações de dívida sendo compensadas pela sua rolagem, que também financiava parte dos investimentos. A crise do caixa, a partir de 2012-2013 modifica este equilíbrio de fontes e usos, aumentando fortemente a dívida líquida, mesmo que a dívida bruta não tenha crescido tanto.

Nos Planos de Negócio anunciados pela Petrobras de 2006 a 2013, os investimentos apresentaram uma trajetória ascendente de US\$58,9 bilhões para o período de 2006-2010, - quando a premissa do Brent era de US\$45 para 2006 declinando para US\$25 no final do período, - atingindo o máximo de 224,7 bilhões de dólares em 2011-2015, quando a premissa do Brent era de US\$110 para 2011 e dois cenários para fim do período de 85 e 95 dólares. Neste período, a principal fonte de financiamento dos investimentos era a geração operacional de caixa, saindo de 104,4% dos investimentos de 2006-2011, para 55,6% no PN 2011-2015. Entre os dois períodos, a Petrobras adquiriu o *Investment Grade* e realizou, em 2010, a maior operação de vendas de ações da história mundial, o que facilitava bastante seu acesso ao mercado de capitais para suas captações.

Situação do Endividamento da Petrobras

Os dados do Endividamento da Petrobras entre o segundo e terceiro trimestres de 2015 mostraram uma grande deterioração, principalmente em decorrência da variação do câmbio. O endividamento total saiu de 415,5 bilhões de Reais, em finais de Junho, para 506,6 bilhões três meses mais tarde, com um crescimento de 21,9%. Depois de abatidas as disponibilidades existentes em seu caixa no final do 3T2015, a dívida líquida chegava a 402,3 bilhões.

Os vencimentos previstos para 2016 e 2017 são de 50,5 e 44,8 bilhões de Reais respectivamente, correspondendo a 17,8% da dívida total, fazendo uma pressão financeira muito grande sobre o caixa da empresa de 95,3 bilhões para pagamentos de dívidas neste ano de 2016 e no próximo. Quase metade dos vencimentos (47,5%) ocorrerá depois de 2020, refletindo a melhora da duração da dívida, que passou de 6,1 anos em finais de 2014 para 7,49 anos em setembro de 2015. Frente a esta pressão, o novo Plano de Negócios e Gestão PNG da Petrobras 2015-2019, anunciado em 29/06/2015², tem como principais objetivos a desalavancagem da empresa e a geração de valor para os acionistas. A direção da companhia considera assim que o maior desafio de médio prazo é a gestão da dívida.

A escolha estratégica poderia ser outra, enfrentando os problemas de curto prazo como problemas financeiros, com soluções de reestruturação de dívida e busca de formas não convencionais de captação de recursos de curto prazo, ajustando o programa de investimentos de longo prazo ao perfil extraordinário das reservas de hidrocarbonetos da companhia e do mercado consumidor brasileiro.

Segundo a empresa, o objetivo principal do PNG 15-19 é reduzir a alavancagem líquida³ para menos de 40% em 2018 e até 35% antes de 2020. Outra meta

² <http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/apresentacoes/plano-de-negocios-e-gestao>

³ Medida pela razão endividamento líquido e endividamento líquido mais patrimônio líquido.

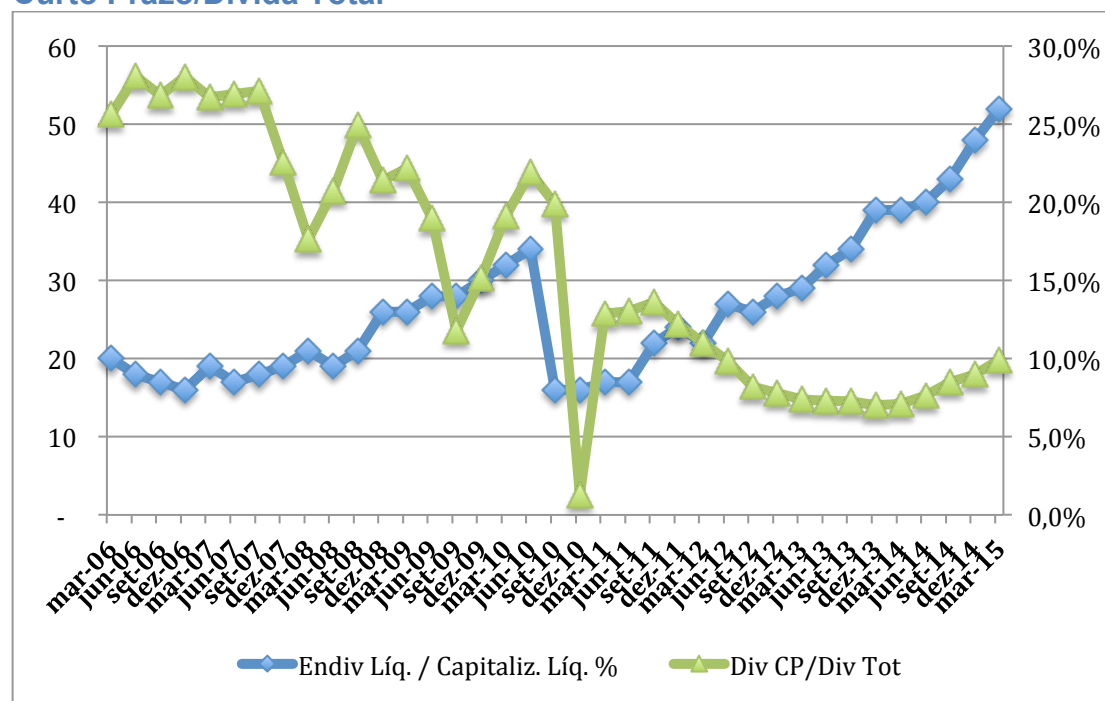
financeira é reduzir a razão endividamento líquido-EBITDA para menos de 3,0 vezes até 2018, e menos de 2,5 vezes até 2020. A alavancagem estava em 65%⁴ no 3T2015 e o endividamento líquido/EBITDA era de 5,24 vezes. As metas financeiras são muito arrojadas.

A Petrobras já perdeu o seu *status* de emissora de *investment grade* e portanto tem dificuldades de captações nos segmentos da elite do mercado de capitais, mas, em outros segmentos do mercado, ela é uma emissora de excelentes qualidades e mesmo que menos profundos e mais caros estes nichos de mercado possibilitam intervenções durante a fase de recuperação do selo de bom pagador. A recuperação do *investment grade* vai depender mais da sua capacidade operacional e perspectivas para o futuro do que o simples cumprimento de suas obrigações financeiras de curto prazo. O curto prazo precisa ser superado, sem dúvida, mas sem a perspectiva de longo prazo, dificilmente a Petrobras retoma sua posição de uma das líderes do mercado de emissões do mundo.

Nos Planos de Negócios anteriores, a financiabilidade era uma premissa, mas os objetivos dos planos eram as atividades produtivas e as relações com os diversos públicos de interesse da companhia, incluindo os fornecedores, com a política de conteúdo nacional, os consumidores com uma política de preços ligada aos preços internacionais, mas sem internalizar as flutuações de curto prazo, os acionistas com uma política de valoração da empresa e dividendos e os trabalhadores com respeito a segurança e negociação permanente com a força de trabalho. Os planos anteriores buscavam intensificar a integração do complexo produtivo de E&P, Abastecimento, Gás e Energia, Biocombustíveis e desenvolvimento tecnológico.

A alavancagem da companhia começou a se deteriorar a partir do 3T2011, como se vê na Figura 1, onde se evidencia o grande crescimento da alavancagem, a partir deste trimestre, com uma tendência de redução da proporção da dívida de curto prazo sobre a dívida total.

Figura 1 Taxa de alavancagem (Divida Liquida/Capitalização) e Divida Curto Prazo/Divida Total



⁴ A razão capital de terceiros sobre Passivo Líquido Total subiu de 60 para 65% do 2T2015 para 3T2015.

Fonte: <http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/divida/endividamento-e-alavancagem>

A Fitch⁵, agência de avaliação de risco destacou que a área de refino da Petrobras acumulou prejuízos da ordem de 65 bilhões de dólares desde 2011 até 2T14, por causa da política de preços dos derivados para o mercado interno, que manteve os preços domésticos abaixo dos internacionais por alguns anos, no momento de aumento de importações para atender o mercado interno.

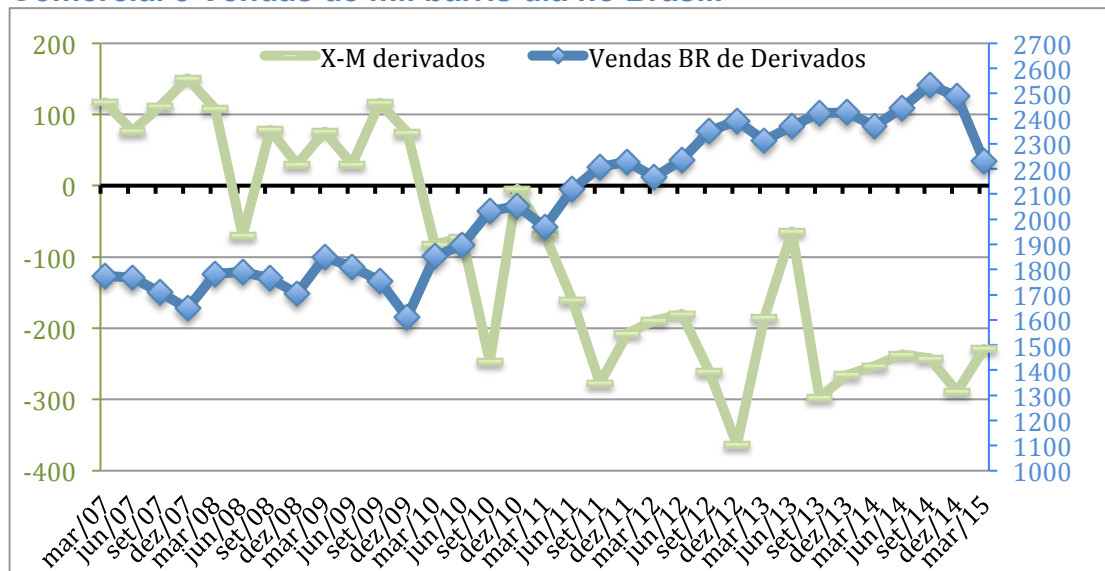
Papel do Mercado Brasileiro de Derivados

A principal fonte de receitas da Petrobras é a venda de derivados para o mercado brasileiro. A oferta doméstica, correspondente a produção nacional mais as importações e menos as exportações, apresentou um queda de 3% no trimestre, em relação ao trimestre anterior, sinalizando uma produção anual em torno dos 787 milhões de barris de óleo equivalente. Este comportamento reflete muito mais a recessão, que contrai o PIB e por consequência o mercado de derivados no Brasil, do que a dinâmica interna da Petrobras.

A queda da oferta ao país veio da grande redução das importações (-30,8%) e das exportações (-22,9%), uma vez que a produção nacional manteve-se praticamente estável, com uma ligeira queda de 0,6% em relação ao trimestre anterior. Esta escolha da Petrobras é coerente com a busca de maior margem no refino, que é proveniente do refino nacional, com custos menores do que os preços de importação de derivados a preço cheio do mercado internacional, que tem que adicionar ainda o custo do frete para ser colocado no mercado doméstico.

O mercado de derivados no Brasil, que estava praticamente estagnado desde meados da década de noventa, começa a crescer aceleradamente a partir de 2009, como se pode ver na Figura 2, onde se apresenta a curva de vendas de derivados ao mercado doméstico e o déficit comercial da Petrobras que importa um volume crescente de derivados para atender a demanda local.

Figura 2 Vendas ao mercado Brasileiro de Derivados. Saldo da Balança Comercial e Vendas de mil barris dia no Brasil.



Fonte: <http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/destaques-operacionais/producao-e-comercializacao>

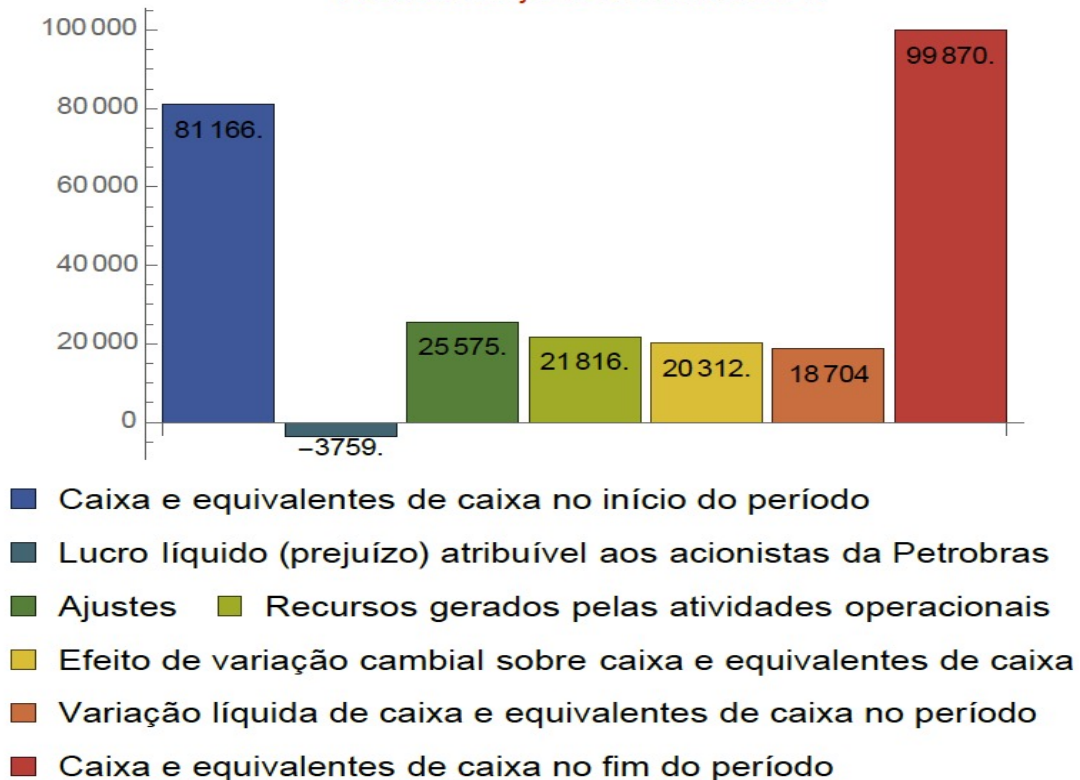
As receitas de vendas que incluem além dos derivados, os outros negócios da empresa como o Gás e Energia, a Distribuição, vendas internacionais e

⁵ Valor, 16/04/2015, p. B4.

biocombustíveis e nitrogenados cresceram. O G&E aumentou seu lucro líquido, apesar dos resultados físicos ruins, pela retirada dos descontos nos preços da nova política de gás e aumento das margens de comercialização, além de uma base de comparação deprimida pelo *impairment* da planta de nitrogenados V.

O PNG 2015-2019 prevê uma gigantesca movimentação de recursos financeiros pois, além dos 130,3 bilhões de dólares de CAPEX, ele traz embutido outros 140 bilhões de OPEX, além das amortizações e juros das dívidas que vencem até 2019, de 96,2 bilhões de dólares, perfazendo um total de 366,5 bilhões que precisam ser financiados pela geração própria de caixa, desinvestimentos previstos de 57,7 bilhões e novos empréstimos. Uma enorme tarefa, sem dúvida, principalmente porque os projetos atrasados tem um grande impacto sobre a geração de caixa.

Figura 3 Movimentações do Caixa da Petrobras 2T2015 e 3T2015
Movimentações de Caixa 3T/2T



Fonte: RMF 3T2015 e RMF 2T2015. Nossos cálculos

O Presidente Aldemir Bendine, em café da manhã com jornalistas no dia 15/12/2015 anunciou que a Petrobras encerraria o ano com um caixa “robusto para fazer frente a todos os compromissos da companhia e ainda enfrentar cenários ainda mais desafiadores⁶”. Esta afirmação pode indicar que os investimentos de 19 bilhões de dólares previstos para 2016, os gastos operacionais e as amortizações de 12,2 bilhões de dólares para o ano estão cobertos, com o caixa do final de 2015 e a geração operacional de 2016, mesmo sem a venda de ativos.

Segundo os últimos dados divulgados pela Petrobras, no Balanço do 3T2015, as receitas de vendas da companhia atingiram 236,5 bilhões de Reais, dando um resultado operacional de 28,9 bilhões nos nove primeiros meses do ano passado. A distribuição deste resultado por área de negócios mostra que os segmentos de negócio da companhia contribuíram de forma distinta, com o Abastecimento correspondendo a 75,8% do resultado do 3T1015, seguido do E&P com 60,2% e o

⁶ <http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/presidente-aldemir-bendine-fala-sobre-nossos-destaques-de-2015.htm>

G&ER com 9,0%, parcialmente compensados pelos prejuízos dos Biocombustíveis e das áreas Corporativas de 50,9% negativos.

Estes dados mostram que a maior parte dos resultados positivos foi proveniente das vendas de derivados, no mercado interno no Brasil. A queda dos preços do petróleo já se fizera presente nos resultados do E&P, que se reduziram de 46,1 bilhões no 3T2014, para 17,4 bilhões no mesmo período em 2015, apesar do aumento físico da produção. A queda dos preços do petróleo foram determinantes para este resultado.

A natureza de empresa integrada de petróleo, combinada com o tamanho da Petrobrás no mercado doméstico e sua participação no refino e na distribuição, além de seu controle da logística permitem minorar os efeitos da queda dos preços do petróleo. A maior parte das empresas internacionais, principalmente as fortemente exportadoras de petróleo vivem momentos muito difíceis com este ciclo de baixa do preço do que parece que vai durar por algum tempo.

Os preços do petróleo dificilmente se recuperarão de forma significativa nos próximos doze meses devido a resistência da produção do *shale* nos EUA e o aumento de produção dos países da OPEP, o que indica uma fase de preços baixos mais longa. Por outro lado, as crises da economia brasileira não aconselham uma expectativa de revalorização do Real, pelo menos no médio prazo.

No que se refere a drenagem de resultados por parte do segmento corporativo (-50,2% do lucro operacional de 3T2015), a maior parte das despesas decorre de eventos não recorrentes e com pouca vinculação direta ao preço internacional do petróleo, como as perdas e ganhos de processos judiciais, Planos de Pensão e Saúde. Outras, como as despesas tributárias e os custos exploratórios tendem a diminuir com a queda dos preços do petróleo, ainda que parcialmente compensadas pela depreciação da moeda.

Por outro lado, o comportamento dos custos de extração e do refino tem algumas peculiaridades aumentando em Reais, mesmo que em dólar o preço tenha caído. Por seu turno, as participações governamentais são mais sensíveis aos preços internacionais no custo de extração, reduzindo o mesmo, ainda que tenha havido um aumento entre os dois anos no custo de extração em Reais sem as participações. O custo do refino declinou em dólares e aumentou em Reais.

A trajetória futura das duas variáveis exógenas - preço do barril e taxa de câmbio – será fundamental para determinar o comportamento do EBITDA da Petrobras. A política de preços domésticos, se não alterada, vai mostrar seu efeito equilibrador no fluxo de receitas, compensando parcialmente os momentos de preços internacionais altos que afetaram negativamente o fluxo de caixa da companhia.

Programa de desinvestimento

Para fazer frente as suas necessidades de financiamento a Petrobras tem como principal instrumento um programa de desinvestimento gigantesco, em um momento de super oferta de ativos petrolíferos no mundo.

Como parte fundamental para financiamento do seu plano de investimentos, a Petrobras planeja vender ativos de 15,1 bilhões de dólares em 2015-16, aumentando a meta do desinvestimento anteriormente anunciado e ampliando fortemente a oferta para 2017-2018, pretendendo captar até 42,6 bilhões com reestruturação de negócios e desmobilização de ativos.

Fazem parte deste pacote de desinvestimento a venda de ativos ou de participações na BR Distribuidora, Transpetro, Gaspetro, empresas de gasodutos, na petroquímica, biocombustíveis e fertilizantes e ativos internacionais, além de campos em produção em terra e no pós-sal.

No final de 2015 a empresa finalizou a venda⁷ de 49% da Gaspetro que tinha participação acionária em 21 distribuidoras estaduais de gás natural, captando 1,9 bilhões de Reais. A japonesa Mitsui, que já era sócia de varias destas distribuidoras estaduais, foi a compradora em um movimento de integração, também associada a sua entrada na produção de gás na Bacia de Barreirinhas.

Outro pacote de ativos⁸ é o parque de geradoras de energia térmica a GN, com capacidade de 7 gigawatts. O Bradesco BBI foi contratado para vender uma fatia de 49% das térmicas. Há grandes empresas globais interessadas, mas o processo encontra como obstáculo o fato de as térmicas não possuírem um contrato de fornecimento de gás com a Petrobras.

Segundo a imprensa, o Bank of America foi mandatado para encontrar compradores para campos do Pré Sal, como o BMC-33, Tartaruga Verde (BMC-36), Júpiter (no bloco BMS-24) e o BMS-8, concedidos antes das mudanças do marco regulatório de 2010, onde a Petrobras não precisa ser operadora única.

No BMC-33 a Petrobras tem 30% e a Repsol é a operadora e a principal descoberta é o campo de Pão de Açúcar, com estimativas de 700 milhões de barris recuperáveis e 3 TCFs de gás. Em Tartaruga verde o potencial é de 230 milhões de barris e há sérias discussões sobre unitização com Tartaruga Mestiça, com ambos produzindo através do FPSO Cidade de Campos dos Goytacazes, já encomendada à Modec.

Em Júpiter há desafios tecnológicos para o manejo de CO2 e tem um CAPEX muito alto, apesar de ser um campo gigante muito próximo do campo de Lula. NO BM-S-8 encontra-se a descoberta de Carcará também em volumes significativos. Ambos estão previstos a operar depois de 2021 e não estão sequer listados nos pedidos de licenciamento para depois de 2020.

Ainda também segundo dados da imprensa⁹, o jornal Folha de São Paulo, anunciou em final de maio de 2015 que a Petrobras mandou o BNP Paribas para encontrar compradores para ativos de produção no *offshore* do Golfo do México, numa venda que poderia gerar 8 bilhões de dólares de receita.

No plano internacional também podem ser vendidos os postos de gasolina de outros países da América do Sul - Chile, Colômbia, Paraguai e Uruguai – com o Citi mandatado para estas vendas, assim como o o Bradesco BBI recebeu o mandato para encontrar sócios para a BR Distribuidora.

Neste momento, fala-se também que a Petrobras irá intensificar a criação de SPEs para criar estruturas financeiras que possibilitem criar financiamento do tipo *Project Finance*, lastreado em receitas futuras exclusivas de forma a viabilizar alguns investimentos marginais.

Dada a situação do mercado mundial de M&A de petróleo e gás, as transações estão sendo muito difíceis, pela discrepância das avaliações entre vendedores e compradores, com uma grande possibilidade de perda de valor para aquelas empresas que são obrigadas a se desfazer de seus ativos por razões de financiamento de curto prazo. Aquelas que conseguirem resistir poderão fazer melhores negócios em conjunturas distintas, além de preservarem as vantagens das

⁷ Ainda que sob litigio judicial que parou sua tramitação.

⁸ <http://www.agem.sp.gov.br/petrobras-pos-a-venda-cinco-grupos-de-ativos-incluindo-areas-do-pre-sal/>

⁹ <http://www.reuters.com/article/brazil-petrobras-assets-idUSL1N0YM09Y20150531>

empresas integradas que performam melhor do que aquelas apenas dedicadas a um dos segmentos do setor petrolífero.

Algumas alternativas

A Petrobras deverá apresentar seus resultados de 2015 até o final deste mês de Fevereiro refletindo o que aconteceu no ultimo trimestre do ano. Alguns dados já são conhecidos:

1. O Real se desvalorizou muito menos do que no trimestre anterior, ficando praticamente estável em torno de 3,95 Reais por dólar.
2. O preço do barril Brent caiu de US\$47,12 em 30/09/2015 para US\$36,61 em 30/12/2015, com uma queda de 22,6%.
3. A produção total de óleo e gás no ano de 2015 foi de 2,79 milhões de barris de óleo equivalente por dia, um crescimento de 4,3% frente à do ano anterior (2,67 milhões boed).
4. A produção de derivados teve intensificou sua redução no final de 2015 em relação a 2014, acelerando a queda de -2,4% de Setembro a Setembro para 11,4% negativos, na comparação entre os dois Dezembros.

Com exceção do mercado interno de derivados que piorou no ultimo trimestre, os dados de preços foram melhores do que no trimestre anterior, sugerindo que os resultados operacionais poderão ser melhores. A incógnita refere-se ao impacto dos *impairment*, especialmente na área de E&P resultante dos efeitos dos preços médios de petróleo sobre os campos de petróleo com altos custos, que precisam ser retirados das reservas.

Em Fato Relevante¹⁰, a Petrobras anunciou a redução de 2,395 bilhões de barris de óleo equivalente das suas reservas (critério ANP/SPE) por revisões de seus critérios técnicos e econômicos, numa queda de 20% das reservas de dezembro de 2014. A produção do ano foi de 0,932 bilhões de barris, sendo portanto a maior parte dos ajustes decorrentes de variações de preços.

No final do ano, o Presidente Bendine anunciou que o caixa de final do ano seria robusto, cobrindo as despesas deste ano de 2016. Se esta hipótese se confirmar a questão financeira se concentra nos vencimentos da dívida de 2017. Como a dívida de 2016 já está equacionada em 2015, a saúde financeira da Petrobras vai depender fortemente do desempenho operacional de 2016 e de sua capacidade de voltar a acessar os mercados de dívida, inicialmente de forma mais estruturada do que corporativa.

Como a política de preços dos combustíveis não repassa para o mercado brasileiros as flutuações de curto prazo dos preços internacionais, ao mesmo tempo em que a taxa de cambio está se depreciando mais lentamente, os preços nominais dos derivados devem permanecer, por algum tempo, nos níveis atuais. Isto significa que o fluxo de receita de vendas dos derivados, a mais importante fonte de receita e responsável pela maior parte dos resultados operacionais da companhia, irá flutuar muito menos do que os preços do petróleo, em queda abrupta nos mercados globais. A questão principal se desloca para o comportamento do mercado interno, abatido pela recessão que provocou queda no volume físico de vendas de derivados, principalmente a partir do ultimo trimestre do ano passado.

Além de um grande volume de ativos de empresas petrolíferas colocados à venda, as expectativas sobre os preços futuros do petróleo introduzem muitas incertezas sobre os processos de Fusões e Aquisições. As operações de maior sucesso são aquelas em mercados específicos, situações particulares: grande aderência

¹⁰

<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/comunicados-e-fatos-relevantes/fato-relevante-reservas-provadas-da-petrobras-em-2015>

estratégica com portfólio do comprador, segmentos de mercado em que há um sócio estratégico interessado, preços muito baixos dos ativos.

Nestas circunstâncias, é muito difícil implementar um plano de grande volume de desinvestimento, sem depreciar o valor dos ativos da empresa que vende. Algumas operações podem ter sucesso, mas não pode ser o centro da estratégia de longo prazo. Não se pode perder as vantagens competitivas do sistema integrado da Petrobras em troca da geração de caixa de curto prazo, depreciando o valor dos ativos no momento da venda e perdendo capacidade produtiva para os momentos de recuperação do ciclo de preços, desperdiçando a oportunidade de explorar o excelente portfólio de recursos hoje disponível para a empresa.

No médio prazo, operações financeiras estruturadas com garantias adicionais para baratear os custos, preservando-se as cláusulas que estendem para todos os credores as melhores condições negociadas, assim como operações com outros mercados financeiros não dominantes como os chineses e os fundos soberanos, além dos circuitos islâmicos poderiam ajudar a enfrentar os problemas de 2017 e 2018. Também as operações de debentures especiais com o Governo podem ser fontes de financiamento, desde que não onere o caixa do Tesouro, nem seja diretamente vinculadas a compra de ações. Venda de ações, neste momento em que o seu valor é muito menor do que os fundamentos da companhia recomendariam, seria entregar ao mercado a empresa a preços da bacia das almas.

Os investimentos voltados para acelerar a geração de caixa deveriam receber uma prioridade maior e os horizontes produtivos pós 2018 necessitariam de maior transparência, para que o mercado tivesse um horizonte da expansão produtiva da empresa no longo prazo.

Apesar do tamanho total da dívida, a situação financeira da Petrobras, se focada no curto prazo, particularmente no ano de 2017, e não se transformando no único objetivo estratégico da companhia para os próximos cinco anos, pode ser superada, abrindo caminho para a retomada dos investimentos indispensáveis para a expansão da produção. É a definição de um horizonte estratégico de crescimento, com base na excelente base de Reservas Provasdas, volumes a serem produzidos na Cessão Onerosa e Recursos de hidrocarbonetos disponíveis no portfólio da empresa, que possibilitará a volta do *investment grade* e a retomada do papel da Petrobras no mercado brasileiro e internacional de petróleo