

Relatório de Acompanhamento Fiscal

Nº 114

23 de Julho de 2026

SENADO FEDERAL

Presidente do Senado Federal

Senador Davi Alcolumbre (União-AP)

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE

Diretor-Executivo

Marcus Vinícius Caetano Pestana da Silva

Diretor

Alexandre Augusto Seijas de Andrade

Analistas

Dalmo Jorge Lima Palmeira

Lucas Vinícius Penha Martins Bomfim Leal

Pedro Henrique Oliveira de Souza

Rafael da Rocha Mendonça Bacciotti

Rafael Luis Comini Curi

Assessora de Comunicação

Carmensita Corso

Estagiários

Anna Clara Moreira

Gustavo Marciel de Queiroz

Lukas Cortez de Medeiros Balogh Fagundes

Tallita Soares de Andrade

Secretária executiva

Thuane Vieira Rocha

Layout do relatório

CODIV/SECOM e SEFPRO/SEGRAF

Riscos e impactos do desempenho das estatais e do PROPAG

No Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) nº 113, de junho de 2026, a Instituição Fiscal Independente (IFI) fez a atualização de cenários de curto (2026-2027) e médio (2028-2036) prazos para as principais variáveis macroeconômicas e fiscais. Assim fazendo, lançamos os alertas necessários sobre os riscos fiscais presentes e o complexo e desafiador horizonte colocado diante dos gestores das finanças públicas da União, com a perspectiva de déficits primários recorrentes e de crescimento insustentável da dívida pública.

Neste RAF nº 114, lançamos o foco na análise de três tópicos específicos e relevantes para a análise de nosso futuro fiscal: o hiato do produto, o desempenho das estatais e o Propag.

Um dos pilares principais na atuação das diversas instituições fiscais independentes espalhadas pelo mundo, propugnado pela OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), que coordena a rede de organizações congêneres dessa natureza, são os princípios da transparência e da publicidade. Explicitar de forma cristalina premissas metodológicas é parte essencial de nossa missão institucional. Neste contexto, abrimos o RAF nº 114 antecipando a versão sintética dos aprimoramentos na metodologia de apuração do hiato do produto e os resultados iniciais de sua aplicação. A documentação completa sobre essa atualização será objeto de Nota Técnica específica, a ser divulgada em agosto.

O segundo tema trazido à baila aborda os riscos fiscais para a União com a deterioração financeira verificada em estatais federais. Existem empresas públicas integralmente pertencentes à União, com 100% do capital estatal. São os casos da Caixa e do BNDES. Outras são sociedades de economia mista, que têm o capital aberto, mas com o controle da União. São os casos da Petrobras e do Banco Brasil. Por outro lado, há empresas dependentes do Tesouro Nacional, como a Embrapa, ou independentes, caso dos Correios. Desde a década de 1990, várias empresas estatais foram privatizadas nas áreas de mineração, telecomunicações e energia. Das remanescentes, há aquelas com bom desempenho financeiro, gerando inclusive dividendos para o Tesouro; aquelas que, por definição, demandam subvenções do Tesouro, complementares às suas receitas próprias para a consolidação de seus orçamentos; e, aquelas que, dependentes ou não, dão sinais preocupantes de baixo desempenho, configurando riscos fiscais futuros.

O presente estudo analisa os indicadores econômicos e financeiros das estatais e identifica a deterioração da situação de empresas como os Correios, a Codevasf, a Emgepron e a Infraero. Os riscos fiscais para o Tesouro Nacional se apresentam na fragilização da capacidade de distribuição de dividendos, na demanda potencial de recursos orçamentários adicionais para as empresas dependentes e na necessidade de operações futuras de capitalização das não dependentes, ou mesmo no pagamento de parcelas não honradas de dívidas contraídas pelas empresas com o aval da União.

Essa análise do RAF debate ainda o arcabouço jurídico que rege a relação das empresas estatais com o Tesouro Nacional, assim como mudanças recentes feitas na governança fiscal e suas interfaces com o desempenho dessas empresas.

Por último, o RAF nº 114 mergulha em uma questão central da nossa organização federativa, qual seja, o endividamento dos Estados e do Distrito Federal. Antes da estabilização econômica introduzida pelo Plano Real e por algumas reformas subsequentes, os governos estaduais podiam lançar títulos no mercado, contraindo dívida mobiliária; contratavam operações de curto prazo a juros de mercado por meio de operações de antecipação de receitas (AROs); assumiam dívidas contratuais internacionais (BIRD, BID etc.) e nacionais (Caixa, BNDES e Banco do Brasil, inclusive com seus próprios bancos). Não havia controle centralizado eficaz sobre o endividamento público agregado.

Em 1997, houve a primeira renegociação da dívida dos estados, com a consolidação de todas as obrigações em um único contrato com a União, que assumiu a gestão dos diferentes passivos, fazendo jus ao pagamento de parcelas mensais relativas à amortização e aos juros do estoque consolidado, dentro das condições contratuais pactuadas. A maioria dos bancos estaduais foi privatizada. Os estados ficaram impedidos de constituir novas dívidas mobiliárias e de curto prazo. As dívidas contratuais com agentes financeiros internacionais e nacionais passaram a ter controles mais rigorosos.

Ao longo dos últimos 29 anos, várias renegociações do contrato foram processadas entre a União e os estados envolvendo alongamento de prazo, mudança de indexadores e redução da taxa de juros. O assunto foi objeto de forte judicialização, tendo o STF proferido diversas liminares, suspendendo, inclusive, o pagamento das parcelas da dívida de determinadas unidades da Federação.

Para tentar uma equação definitiva para o problema, o Congresso Nacional aprovou a Lei Complementar nº 212, de 2025, instituindo o Propag – Programa de Pleno Pagamento de Dívidas dos Estados. A Lei prevê prazos de até 360 meses para o pagamento integral; juros variando de 0 a 2% ao ano, a depender das condições pactuadas; uma transição de cinco anos para o início do pagamento integral das parcelas dentro das novas regras; e a criação do Fundo de Equalização Federativa para compensação dos estados com baixo endividamento.

Mesmo com as regras favoráveis aos estados, cinco unidades da federação, ao avaliar a relação entre custos e benefícios, não aderiram ao Propag (Distrito Federal, Mato Grosso, Pará, Paraná e Santa Catarina). Se, ao longo dos próximos trinta anos, os aditivos contratuais assinados entre União e estados forem cumpridos, materializando a nova pactuação segundo as regras da LC 212, o valor do subsídio implícito da União em favor dos estados será de R\$ 190,7 bilhões (reais de 2026), segundo as projeções da IFI aqui apresentadas, em relação às regras vigentes anteriormente.

Boa leitura!

Marcus Pestana
Diretor-Executivo da IFI
Alexandre Andrade
Diretor da IFI

Destaques

Hiato do Produto: atualização metodológica e resultados para a economia brasileira

A IFI estima que a economia brasileira operou com hiato positivo no período recente, de 0,9% no primeiro trimestre de 2026, sugerindo atividade acima do produto potencial. O hiato do produto é uma variável não observável e essencial para avaliar a posição cíclica da economia e sua relação com os cenários macrofiscais. A IFI atualiza a metodologia de cálculo com a expansão da função de produção, incorporando variáveis associadas ao capital natural, como área colhida e consumo de energia elétrica, e combinando essa abordagem a medidas univariadas, multivariadas e demais funções de produção. A estimativa final utiliza a mediana das diferentes metodologias como referência central, acompanhada de intervalos de plausibilidade para qualificar a incerteza dos resultados. **(Página 7)**

Estatais federais: sinais de deterioração financeira e risco fiscal para a união

A saúde financeira das empresas estatais federais dependentes e não dependentes apresenta sinais de deterioração nos últimos anos, evidenciada por patrimônio líquido negativo, fluxo de caixa operacional deficitário e margens operacionais negativas em casos como Codevasf, ECT, Emgepron e Infraero. Essa piora eleva o risco fiscal para o Tesouro Nacional, seja pela possibilidade de aportes e suplementações orçamentárias às estatais dependentes, seja pela fragilização da capacidade de distribuição de dividendos pelas não dependentes. Este texto analisa contas e indicadores contábeis/financeiros dessas empresas com base em dados do Banco Central e da Sest/MGI. Também debate o arcabouço jurídico das estatais e as mudanças recentes na governança fiscal, como o fim da compensação de metas entre estatais e governo central a partir da LDO 2026. **(Página 15)**

Propag: uma estimativa de recebíveis da União

A adoção do Propag pode reduzir o recebimento de recursos da União em R\$ 350,3 bilhões em 30 anos, montante que pode cair para R\$ 190,7 bilhões com as amortizações extraordinárias. A União refinanciou as dívidas dos entes subnacionais diversas vezes nos últimos 30 anos. Esses refinanciamentos buscavam ajustar condições financeiras ou prazos, mas também auxiliar estados em fragilidade fiscal. Em 2025, com a adoção do Propag, houve um novo marco na dívida dos estados. A redução dos encargos e extensão dos prazos trouxe mais uma rodada de refinanciamento que prorroga os contratos por até 30 anos. O fluxo de recebimentos da União pode cair, em média, em 0,2 p.p. do PIB por ano até 2046. **(Página 48)**

Primeira publicação em: 23 de julho de 2026

Arquivo atualizado em: 23 de julho de 2026

Confira erratas em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2026/julho/erratas>

Hiato do Produto: atualização metodológica e resultados para a economia brasileira

Rafael Curi, Rafael Bacciotti e Tallita Andrade

Introdução

O hiato do produto continua sendo uma métrica central para a análise das oscilações econômicas e para a formulação de políticas macroeconômicas. Por se tratar de um indicador da posição cíclica da economia, contribui para a avaliação da posição fiscal, do resultado estrutural das contas públicas e do monitoramento de regras fiscais. Em razão dessa relevância, o cálculo do hiato do produto constitui prática disseminada entre instituições fiscais independentes. Todavia, o hiato é uma variável não observável e, portanto, sujeita a elevada incerteza metodológica. As estimativas variam conforme os modelos utilizados, os dados disponíveis e os pressupostos adotados sobre o funcionamento da economia.

Em janeiro de 2018, a IFI publicou o Estudo Especial (EE) nº 4¹, que tratou da metodologia adotada para cálculo do PIB potencial e do hiato do produto. Nele, os autores apresentaram a abordagem de função de produção e suas principais limitações e procedimentos discutidos na literatura à época. Em anos subsequentes, em linha com a evolução da literatura e a prática adotada por instituições internacionais, a IFI passou a considerar uma combinação de estimativas produzidas por diferentes metodologias para o cálculo do hiato do produto, em vez de se apoiar exclusivamente em um único método. Apesar de divulgados os resultados², os conceitos metodológicos não foram formalmente documentados até o momento.

Além disso, a Comissão Europeia tem defendido, de maneira enfática, o aperfeiçoamento da metodologia de função de produção para o cálculo do hiato do produto. Em particular, publicações recentes deram destaque importante à adição de capital natural aos fatores de produção da função³.

Nesse contexto, o presente estudo possui dois objetivos complementares: i) propor, em linha com a literatura recente, uma expansão da Função de Produção de forma a abarcar capital natural como fator produtivo; e ii) documentar a metodologia de cálculo do hiato do produto utilizada pela IFI e divulgar os resultados do hiato para o primeiro trimestre de 2026.

¹ Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536764/EE_04_2018.pdf.

² As estimativas são publicadas regularmente no portal de dados da IFI, disponível em <https://www12.senado.leg.br/ifi/dados/dados>.

³ Ver European Commission (2021), disponível em <https://data.europa.eu/doi/10.2765/217592>; e Döhring et al. (2023), disponível em https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-02/dp180_en.pdf.

Esta publicação apresenta uma versão sintética da atualização metodológica e dos principais resultados do hiato do produto da IFI. A documentação completa da metodologia, incluindo a descrição das séries históricas utilizadas, os procedimentos de estimação das tendências, os tratamentos estatísticos aplicados, as especificações dos modelos e os resultados complementares, será apresentada em Nota Metodológica específica, a ser divulgada em agosto de 2026.

Função de Produção Expandida

A abordagem de Função de Produção é uma das metodologias utilizadas pela IFI para estimar o PIB potencial e o hiato do produto. Em sua forma tradicional, representa a capacidade produtiva da economia a partir da combinação entre capital, trabalho e produtividade total dos fatores. Embora amplamente utilizada, essa especificação pode não capturar integralmente características relevantes de economias nas quais recursos naturais desempenham papel importante na atividade produtiva.

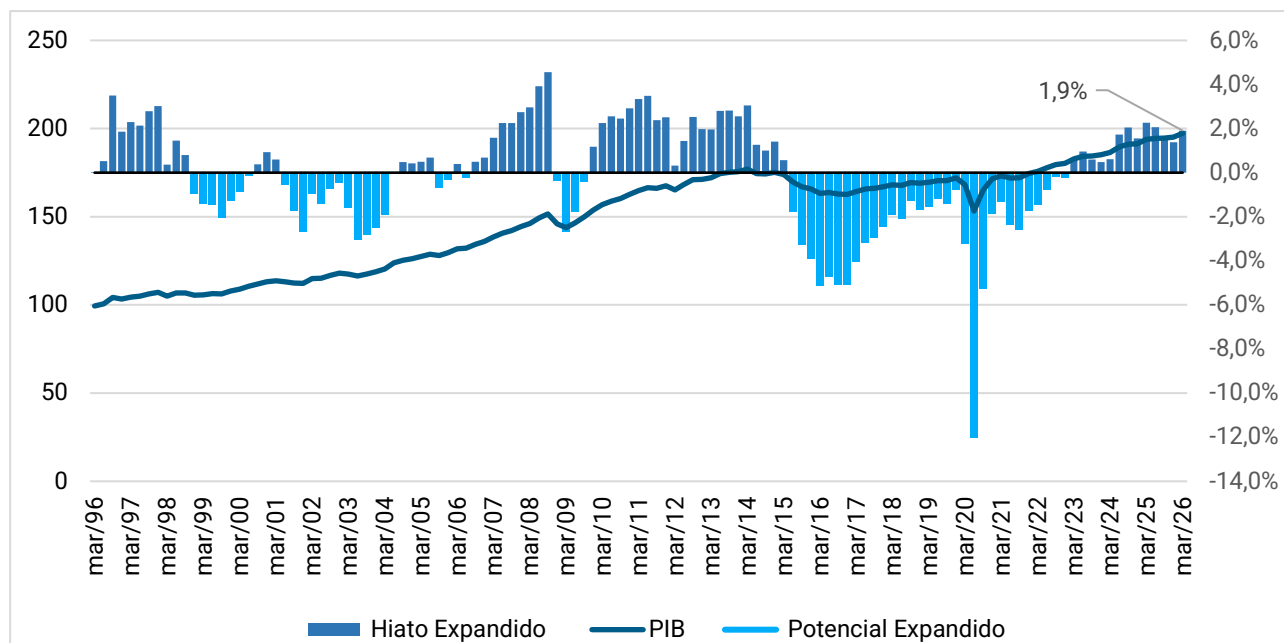
Com esse objetivo, a IFI incorpora uma versão expandida da função de produção, adicionando variáveis associadas ao capital natural. Para o caso brasileiro, foram consideradas duas *proxies*: área colhida, como aproximação da base natural mobilizada pela produção agropecuária, e consumo de energia elétrica, como insumo transversal da atividade econômica. A escolha dessas variáveis segue evidência aplicada recentemente e leva em conta a disponibilidade de séries observáveis em frequência compatível com o cálculo do produto potencial.⁴

Os resultados indicam que a especificação expandida preserva a lógica da função de produção tradicional, mas redistribui parte da explicação do produto entre fatores observáveis adicionais. A área colhida apresenta contribuição positiva e estatisticamente significativa, enquanto o consumo de energia elétrica possui sinal positivo e magnitude compatível com sua interpretação econômica. Essa especificação, contudo, deve ser entendida como uma aproximação inicial e não exaustiva, passível de aperfeiçoamento em trabalhos futuros.

O hiato do produto em sua forma expandida, fruto da diferença entre o produto observado e o produto potencial, é ilustrado pelo Gráfico 1.

⁴ No Brasil, a incorporação explícita de fatores associados ao capital natural em uma função de produção agregada foi introduzida em estudos recentes da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (SPE/MF). Nesses trabalhos, a ampliação do conjunto de fatores produtivos decorre de exercício empírico específico, no qual foram testadas variáveis adicionais e incorporadas à especificação final aquelas com maior aderência estatística e interpretação econômica, incluindo métricas associadas à geração de energia elétrica e ao uso da terra agricultável. Para mais informações, ver a [Nota Metodológica do RFE](#) e a [metodologia de cálculo do hiato da SPE](#).

GRÁFICO 1. PIB EFETIVO, PIB POTENCIAL E HIATO DO PRODUTO (1996=100)



Fonte: IFI

À luz da metodologia expandida, o PIB efetivo passou a operar acima do potencial no período recente, após a forte abertura negativa do hiato observada durante a pandemia. No primeiro trimestre de 2026, de acordo com as contas feitas pela IFI, o hiato expandido situou-se em terreno positivo de 1,9%, indicando que o nível de atividade permanece acima daquele compatível com os fatores tendenciais considerados na especificação.

Em conjunto, os resultados indicam que a incorporação de variáveis associadas ao capital natural preserva as propriedades usuais da abordagem de função de produção, ao mesmo tempo em que redistribui parte da explicação do produto entre fatores observáveis adicionais e reduz a dependência da PTF como componente residual. Dessa forma, a especificação expandida permite representar dimensões relevantes da capacidade produtiva brasileira, sem abandonar a lógica tradicional de decomposição entre fatores de produção e produtividade.

Metodologia de cálculo do Hiato do Produto

A IFI sustenta o uso combinado de grupos de modelos i) univariados; ii) multivariados; e iii) de função de produção, incluindo, neste último caso, a possibilidade de expansão metodológica detalhada na seção anterior. A estimativa central corresponde à mediana do conjunto de medidas, opção que reduz a influência de estimativas extremas, apresentada ao redor de intervalo de plausibilidade, conforme definido no já referenciado EE nº 4.

A seguir, apresentam-se as métricas de hiato para os grupos (i), (ii) e (iii) individualmente e, em seguida, a estimativa final da IFI para o hiato do produto. Os resultados são passíveis

de revisão à medida que novas informações se tornem disponíveis, seja pela ampliação da amostra, seja pela revisão de dados anteriormente divulgados.

Medidas de hiato

Hiatos univariados

Os métodos univariados partem da própria série para extrair o componente tendencial, distinguindo movimentos permanentes de oscilações cíclicas. A hipótese subjacente é que a tendência representa a evolução de médio e longo prazo da variável, enquanto o ciclo captura desvios temporários em torno dessa trajetória. Assim, o hiato corresponde ao afastamento do nível observado em relação à tendência estimada.

A seguir, apresentam-se três métodos univariados tradicionais para extração do componente tendencial do produto utilizados pela IFI para o cálculo do hiato:

- i. Filtro de Hodrick–Prescott (HP)⁵;
- ii. Filtro de Hamilton, conforme proposto por Quast e Wolters (2019)⁶; e
- iii. Filtro Band-Pass, de Baxter e King (1999)⁷.

Hiato multivariado

Além das metodologias univariadas, a IFI considera uma medida de hiato obtida por filtro multivariado. Diferentemente dos filtros puramente estatísticos, que extraem a tendência apenas da série de atividade, essa abordagem incorpora informações adicionais sobre o funcionamento da economia, permitindo que o cálculo do componente cíclico seja disciplinado por relações macroeconômicas.

A IFI inclui, para cálculo da mediana do hiato, o filtro HP multivariado, conforme especificado em Areosa (2008)⁸, que parte da lógica do filtro HP tradicional, mas incorpora restrições adicionais derivadas de relações econômicas, como a Curva de Phillips. Com isso, a estimação da tendência deixa de depender exclusivamente da trajetória estatística do PIB e passa a considerar também informações de outras variáveis, em especial a inflação, para identificar a posição cíclica da economia.

Hiatos de Função de Produção

As metodologias de função de produção consideradas neste relatório representam a capacidade produtiva da economia por meio da combinação de fatores como capital, trabalho e produtividade total dos fatores. Trata-se de uma das abordagens mais utilizadas

⁵ Disponível em <https://business.columbia.edu/sites/default/files-efs/pubfiles/205/post-war.pdf>.

⁶ Disponível em <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/195063/1/1663135398.pdf>.

⁷ Disponível em <https://people.bu.edu/mbaxter/papers/mbc.pdf>.

⁸ Disponível em <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps172.pdf>.

por organismos multilaterais para estimar o produto potencial e o hiato do produto. Diferentemente dos métodos puramente estatísticos, essa classe de modelos impõe uma estrutura derivada da teoria econômica, permitindo decompor o produto potencial entre seus fatores produtivos e o componente residual de produtividade⁹.

Para o cálculo do hiato, propõem-se as metodologias a seguir:

- i. Função de produção associada ao uso de filtros (HP, Band-Pass);
- ii. Função de produção associada a modelos em espaço de estados, segundo a metodologia descrita no EE nº4; e
- iii. Função de produção expandida, conforme metodologia proposta na Seção 2 deste relatório.

Resultados

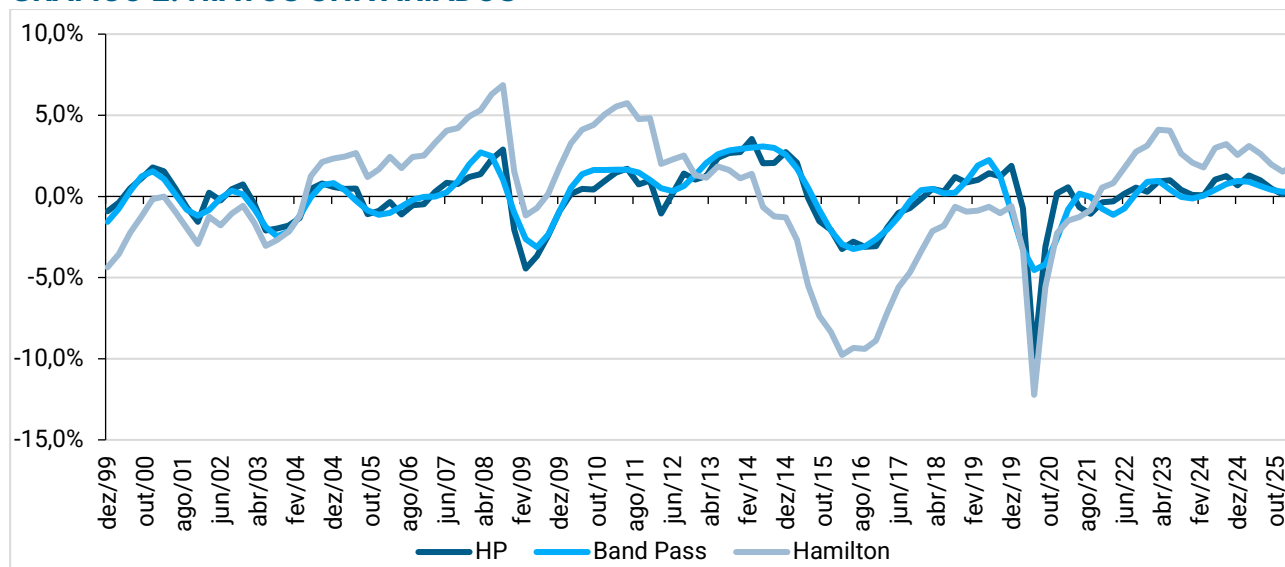
Uma vez descritos os métodos que irão compor a mediana do hiato do produto, resta analisar os resultados obtidos para os grupos univariado, multivariado e de função de produção. Em seguida, são divulgados os números oficiais da IFI para o hiato do produto, após os procedimentos de cálculo de mediana e intervalo de plausibilidade descritos em seções anteriores.

Hiatos univariados, multivariados e de função de produção

O Gráfico 2 e o Gráfico 3 ilustram as medidas calculadas de cada metodologia. A elevada dispersão entre as diferentes medidas de hiato evidencia o grau de incerteza associado ao cálculo dessa variável não observável.

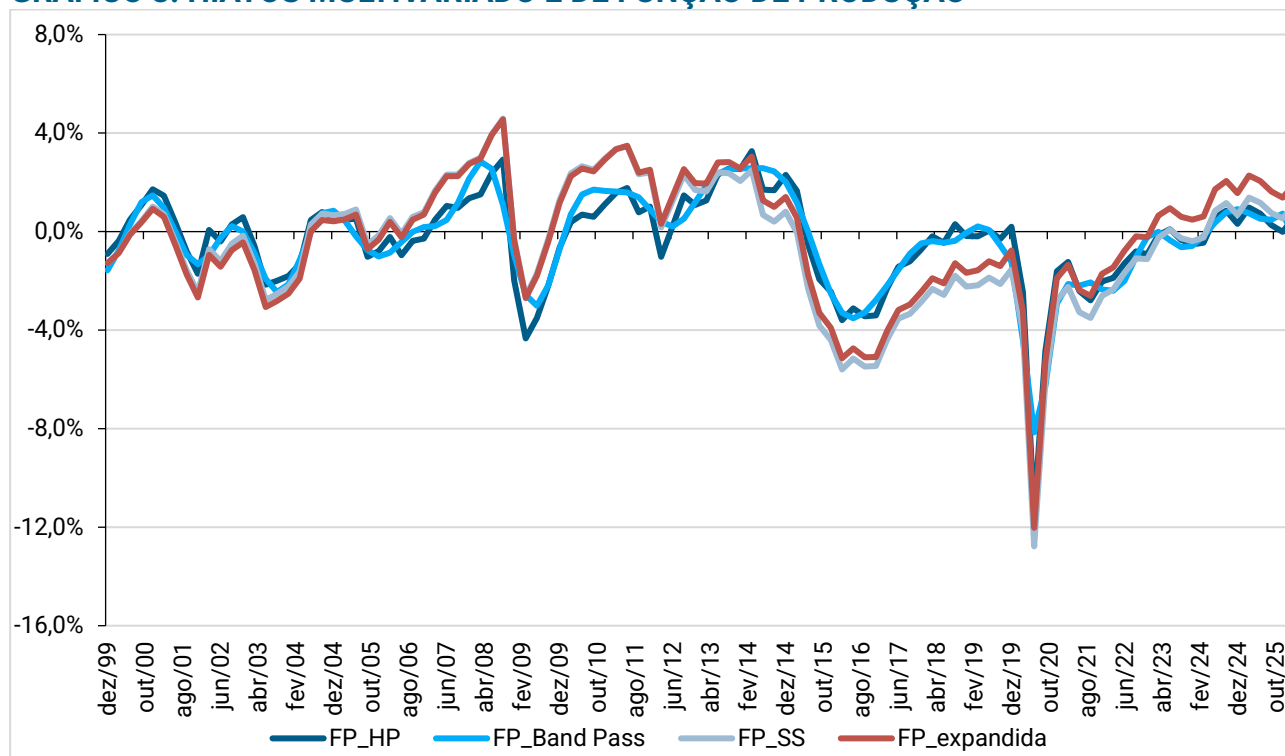
⁹ Para uma revisão dos principais métodos de estimação do hiato, ver Borio et al. (2014), disponível em <https://www.bis.org/publ/work442.htm>; e Blagrove et al. (2015), disponível em <https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2016/12/31/a-simple-multivariate-filter-for-estimating-potential-output-42852>.

GRÁFICO 2. HIATOS UNIVARIADOS



Fonte: IFI.

GRÁFICO 3. HIATOS MULTIVARIADO E DE FUNÇÃO DE PRODUÇÃO



Fonte: IFI.

A estimativa pontual do hiato, portanto, não deve ser interpretada isoladamente, mas em conjunto com diferentes metodologias, indicadores cíclicos observáveis e intervalos de plausibilidade, que auxiliam na qualificação do diagnóstico sobre a posição cíclica da economia. Essa abordagem orienta a construção da medida de hiato divulgada pela IFI, descrita em detalhes a seguir.

Medida consolidada do hiato do produto

A IFI combina estimativas obtidas por métodos univariados, multivariados e de função de produção para construir sua medida central de hiato do produto, definida pela mediana das diferentes abordagens. Além da estimativa pontual, são apresentados intervalos de plausibilidade, que ajudam a delimitar a incerteza em torno do diagnóstico cíclico. A Tabela 1 apresenta os resultados de cada metodologia entre o primeiro trimestre de 2024 e o primeiro trimestre de 2026, bem como a medida central da IFI e seus respectivos intervalos. Adicionalmente, a IFI disponibiliza estimativas de produto potencial para o mesmo período.

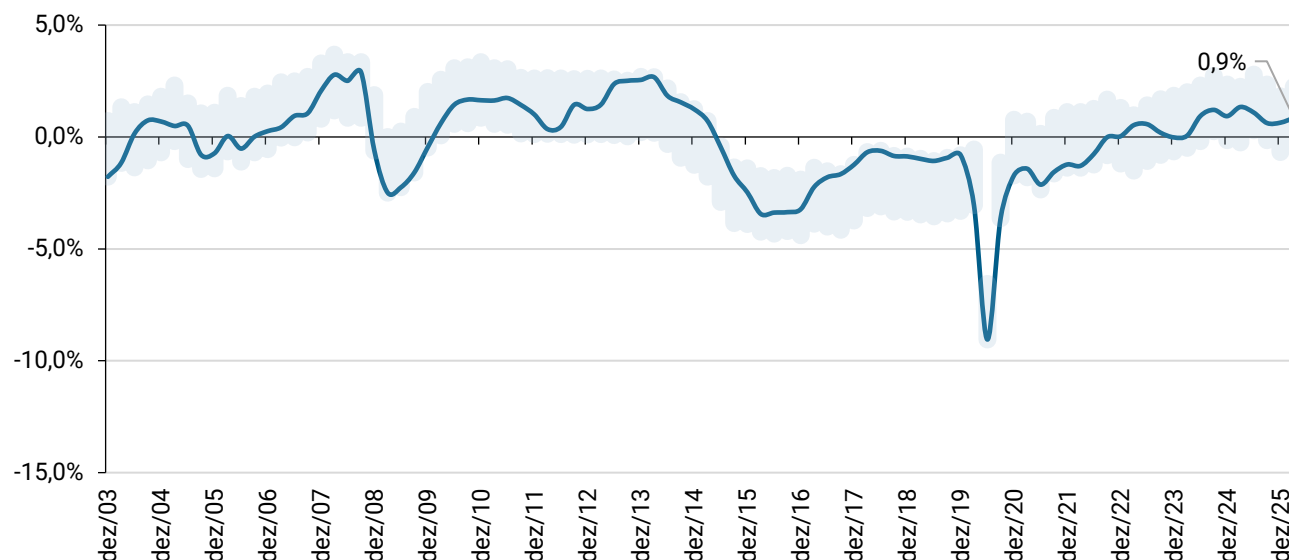
TABELA 1. NÍVEIS DO HIATO DO PRODUTO DO 1º TRIMESTRE DE 2024 AO 1º TRIMESTRE DE 2026 POR METODOLOGIA

	2024				2025				2026
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Hiatos Univariados									
HP	0,1%	1,0%	1,3%	0,7%	1,3%	1,0%	0,5%	0,1%	0,6%
Band Pass	0,1%	0,4%	0,8%	1,0%	0,9%	0,6%	0,4%	0,3%	0,3%
Hamilton	1,8%	3,0%	3,2%	2,6%	3,1%	2,6%	2,0%	1,5%	1,9%
Hiatos Multivariados e de Função de Produção									
Areosa	1,4%	2,0%	2,6%	1,6%	1,9%	3,2%	2,6%	1,6%	2,8%
HP	-0,5%	0,6%	0,9%	0,3%	1,0%	0,7%	0,3%	0,0%	0,6%
Band Pass	-0,2%	0,4%	0,8%	0,9%	0,7%	0,5%	0,5%	0,7%	-0,2%
Espaço de Estado	-0,3%	0,8%	1,1%	0,6%	1,3%	1,1%	0,7%	0,4%	1,1%
Expandido	0,6%	1,7%	2,0%	1,5%	2,2%	2,0%	1,6%	1,3%	1,9%
Hiato IFI	0,1%	0,9%	1,2%	0,9%	1,3%	1,1%	0,6%	0,6%	0,9%
Produto Potencial IFI	2,5%	2,5%	2,6%	2,5%	2,6%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%

Fonte: IFI.

O Gráfico 4, por sua vez, apresenta a trajetória histórica da medida central de hiato do produto da IFI e do intervalo de plausibilidade. A série evidencia tanto os principais momentos de abertura e fechamento do hiato ao longo do tempo, quanto o grau de incerteza associado à estimativa, representado pela banda em torno da medida central.

GRÁFICO 4. HIATO DO PRODUTO (% DO PIB POTENCIAL)



Fonte: IFI.

As estimativas da IFI indicam que a economia brasileira opera com hiato positivo desde o segundo trimestre de 2024, sugerindo ausência de ociosidade relevante e alguma pressão cíclica sobre a atividade. Após atingir 1,0% em no primeiro trimestre de 2025, o hiato recuou ligeiramente ao longo daquele ano, tendo se situado em 0,9% nos três primeiros meses de 2026.

Considerações Finais

Esta análise teve por objetivo apresentar os resultados obtidos pela IFI para o conjunto de metodologias utilizadas para estimar o hiato do produto. Posteriormente, em nota técnica específica, serão apresentados os procedimentos empregados na construção da medida central divulgada pela instituição.

A ampliação da função de produção com os fatores de área colhida e consumo de energia elétrica melhorou a decomposição do produto potencial e reduziu a dependência da PTF como componente residual, embora ainda deva ser entendida como uma formulação inicial, não exaustiva e passível de aprimoramentos futuros.

O hiato do produto foi calculado por meio de uma combinação de modelos univariados, multivariados e de Função de Produção, tomando a mediana das estimativas como medida central e estabelecendo intervalos de plausibilidade. Os resultados mais recentes indicaram que a economia brasileira tem operado com hiato positivo desde o segundo trimestre de 2024. A estimativa central da IFI situou o hiato do produto em 0,9% no primeiro trimestre de 2026, sugerindo ausência de ociosidade relevante e alguma pressão cíclica sobre a atividade.

Estatais federais: sinais de deterioração financeira e risco fiscal para a União

Alexandre Andrade e Gustavo Queiroz

Considerações iniciais

Analisar indicadores financeiros das empresas estatais federais é relevante porque o resultado de empresas em que a União detém participação majoritária, direta ou indireta, e independentemente de serem empresas públicas ou sociedades de economia mista, pode afetar as necessidades de financiamento e a programação fiscal do Tesouro Nacional.

No RAF nº 11¹⁰, de dezembro de 2017, a IFI analisou alguns números, até então mais recentes, das estatais federais dependentes e não dependentes, com o objetivo de avaliar eventuais impactos que o resultado dessas empresas poderia trazer para o resultado primário do governo central, em um contexto de recém-aprovação da Emenda Constitucional (EC) nº 95¹¹, de 2016, que estabeleceu um teto de gastos para a União.

O presente texto não pretende levantar elementos sobre a possibilidade de privatização das empresas. Esse debate é complexo e envolve a análise não apenas de custos e benefícios de se manter uma determinada empresa sob controle do Estado, como também os retornos sociais que se esperam obter. O foco aqui está no diagnóstico das contas e dos indicadores contábeis/financeiros das estatais, sem a pretensão de avançar sobre recomendações de política.

De acordo com o Banco Central, que divulga o resultado primário pelo critério abaixo da linha¹², as empresas estatais, incluindo as estatais federais, estaduais e municipais, registraram déficit primário de 0,05% do PIB em 2025, influenciado pelo desempenho das estatais federais, que registraram déficit de 0,04% do PIB no ano passado. A título de comparação, as estatais haviam registrado superávit primário de 0,06% do PIB, em 2022, resultado que passou para déficit primário de 0,02% do PIB, em 2023, aumentando para déficit de 0,07% do PIB em 2024. Ou seja, houve uma deterioração do resultado primário das estatais nos três últimos exercícios financeiros. Considerando as informações de 2026, na comparação em 12 meses, o déficit primário das empresas estatais foi de 0,07% do PIB

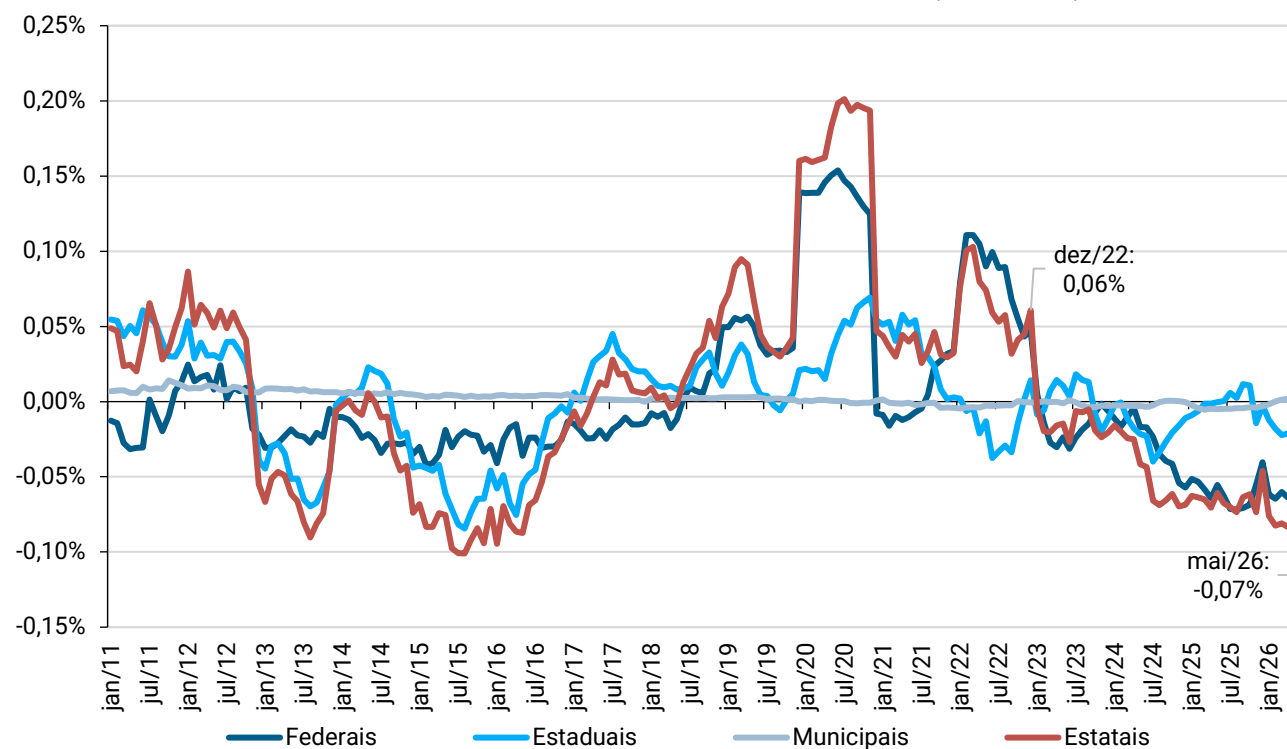
¹⁰ Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/535500/RAF11_DEZ_2017.pdf.

¹¹ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc95.htm.

¹² Existem duas formas de se calcular o resultado primário de um ente: (i) metodologia acima da linha; e (ii) metodologia abaixo da linha. A metodologia acima da linha considera os fluxos de receitas e despesas em determinado instante do tempo para o cálculo do primário. A metodologia abaixo da linha considera a variação do endividamento líquido entre um período e outro, deduzindo os juros nominais. Esta forma de contabilizar os dados é adotada pelo Banco Central e segue padrões internacionais (manuais de estatísticas de finanças públicas do Fundo Monetário Internacional).

em maio, configurando uma piora de 0,03 p.p. do PIB no resultado das estatais entre dezembro e maio, nessa base de comparação (Gráfico 5).

GRÁFICO 5. RESULTADO PRIMÁRIO DAS EMPRESAS ESTATAIS (% DO PIB)



Esse panorama agregado será complementado ao longo do texto por um detalhamento em nível de empresa, com base em informações da Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (Sest) do Ministério da Gestão e da Inovação em Serviços Públicos (MGI)¹³. Como se verá adiante, os dados da Sest indicam uma deterioração da saúde financeira de algumas empresas estatais dependentes e não dependentes, o que aumenta o risco fiscal para o Tesouro Nacional em razão da eventual necessidade de aportes ou suplementações orçamentárias – despesa primária que concorreria com as demais despesas sujeitas aos limites da Lei Complementar (LC) nº 200¹⁴, de 2023, que criou o Regime Fiscal Sustentável (RFS).

Este texto está estruturado da seguinte forma: a próxima seção caracteriza juridicamente as empresas estatais e a distinção entre dependentes e não dependentes de recursos do Tesouro; a seção posterior discute os riscos fiscais associados a esses dois grupos de empresas, à luz do Relatório de Riscos Fiscais da União e do PLDO 2027; as duas seções subsequentes apresentam indicadores financeiros selecionados para as estatais dependentes e não dependentes, respectivamente; e a última seção antes das

¹³ Os dados podem ser acessados no seguinte link: <https://panoramadasestatais.gestao.gov.br>.

¹⁴ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp200.htm.

considerações finais aprofunda a análise de quatro empresas específicas – ECT, Codevasf, Emgepron e Infraero – a partir de informes financeiros.

Empresas estatais (dependentes e não dependentes)

No Brasil, o conceito, o estatuto jurídico e as regras de funcionamento das empresas estatais são definidos, principalmente, pela Constituição Federal¹⁵ de 1988 e pela Lei nº 13.303¹⁶, de 30 de junho de 2016, também conhecida como Lei das Estatais. O termo “empresa estatal” é um conceito genérico que abrange duas espécies de entidades da administração pública indireta: as Empresas Públicas e as Sociedades de Economia Mista.

A primeira norma a conceituar essas figuras no ordenamento jurídico brasileiro foi o Decreto-Lei nº 200¹⁷, de 25 de fevereiro de 1967. O inciso II do art. 5º do decreto conceitua a Empresa Pública, enquanto o inciso III do mesmo artigo conceitua a Sociedade de Economia Mista.

A principal norma infraconstitucional sobre o tema, no entanto, é a Lei das Estatais, que dispõe sobre o estatuto jurídico da Empresa Pública, da Sociedade de Economia Mista e de suas subsidiárias. O art. 3º da Lei nº 13.303 define Empresa Pública como “entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei e com patrimônio próprio, cujo capital social é integralmente detido pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou pelos Municípios”. Inserem-se nesse conceito, por exemplo, a Caixa Econômica Federal, o BNDES e a Empresa de Correios e Telégrafos (ECT).

O art. 4º da Lei nº 13.303, por sua vez, define a Sociedade de Economia Mista como “entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, com criação autorizada por lei, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União, aos Estados, ao Distrito Federal, aos Municípios ou a entidade da administração indireta”. Exemplos de empresas abarcadas pela definição são Banco do Brasil e Petrobras.

A Constituição Federal (CF) de 1988 traz a base jurídica para a existência e a atuação dessas empresas no mercado, limitando sua criação e disciplinando seu regime de funcionamento. O art. 173 da CF estabelece que o Estado só pode explorar diretamente a atividade econômica quando necessário aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei. O §1º do mesmo artigo determina que a lei (que veio a ser a Lei das Estatais) deve estruturar o estatuto jurídico das estatais, sujeitando-as ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários. O inciso XIX do art. 37 da

¹⁵ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm.

¹⁶ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm.

¹⁷ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0200.htm.

CF determina, ainda, que a criação de empresa pública e de sociedade de economia mista depende de autorização por lei específica.

Uma classificação importante que pode ser feita ao se analisar as estatais consiste em discriminar as empresas entre dependentes e não dependentes de recursos do Tesouro da União¹⁸. De acordo com o inciso III do art. 2º da LC nº 101¹⁹, de 4 de maio de 2000, também conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), a estatal é considerada dependente quando necessita de recursos da União para realizar despesas de pessoal, custeio e capital, excluindo-se, neste caso, recursos provenientes de participação acionária. Ou seja, uma empresa estatal dependente precisa de recursos do Tesouro para manter sua operação, sendo esses recursos disponibilizados em dotações no Orçamento Fiscal e da Seguridade Social (OFSS)²⁰.

A Tabela 2 apresenta uma relação das empresas estatais federais dependentes em 2025. De acordo com dados da Sest e do Portal Siga Brasil, existiam 17 empresas nessa condição. Comparando a tabela com a Tabela 9 do referenciado RAF nº 11, que trazia 18 empresas como dependentes, as seguintes modificações ocorreram: (i) a Infra S.A. (Tabela 2) resultou da fusão entre a Empresa de Planejamento e Logística S.A. (EPL) e a Valec; (ii) a Telebras passou a ser dependente; e (iii) as Indústrias Nucleares do Brasil S.A. (INB), por meio do Decreto nº 11.235²¹, de 13 de outubro de 2022, foram incorporadas à Empresa Brasileira de Participações em Energia Nuclear e Binacional (ENBPar), uma estatal dependente.

¹⁸ Uma outra separação que poderia ser feita seria classificar as empresas como sendo de controle direto ou indireto da União.

¹⁹ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm.

²⁰ O OFSS representa a maior e mais importante fatia do orçamento público do governo federal, compondo a Lei Orçamentária Anual (LOA) junto com o orçamento de investimentos das empresas estatais. O OFSS consolida todas as receitas arrecadadas pelo Estado (como impostos, taxas e contribuições) e define como o dinheiro será aplicado para manter a máquina pública em funcionamento e ofertar serviços públicos à sociedade.

²¹ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/decreto/D11235.htm#:~:text=DECRETO%20N%C2%BA%2011.235%2C%20DE%2013,vista%20o%20disposto%20no%20art.

TABELA 2. INFORMAÇÕES SOBRE AS EMPRESAS ESTATAIS FEDERAIS DEPENDENTES

Denominação	Órgão supervisor	Natureza jurídica	Atividade exercida
Amazul - Amazônia Azul Tecnologia de Defesa S.A.	Ministério da Defesa	Empresa Pública	Comércio e Serviços
CBTU - Companhia Brasileira de Trens Urbanos	Ministério das Cidades	Sociedade de Economia Mista	Transportes
Ceitec - Centro Nacional de Tecnologia Eletrônica Avançada S.A.	Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação	Empresa Pública	Indústria
Codevasf - Companhia de Desenvolvimento dos Vales do São Francisco e do Parnaíba	Ministério da Integração e do Desenvolvimento Regional	Empresa Pública	Comércio e Serviços
Conab - Companhia Nacional de Abastecimento	Ministério do Desenvolvimento Agrário e Agricultura Familiar	Empresa Pública	Abastecimento
Conceição - Hospital Nossa Senhora da Conceição S.A.	Ministério da Saúde	Sociedade de Economia Mista	Comércio e Serviços
CPRM - Companhia de Pesquisa de Recursos Minerais	Ministério de Minas e Energia	Empresa Pública	Comércio e Serviços
EBC - Empresa Brasil de Comunicação S.A.	Presidência da República	Empresa Pública	Comércio e Serviços
EBSERH - Empresa Brasileira de Serviços Hospitalares	Ministério da Educação	Empresa Pública	Comércio e Serviços
Embrapa - Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária	Ministério da Agricultura e Pecuária	Empresa Pública	Comércio e Serviços
EPE - Empresa de Pesquisa Energética	Ministério de Minas e Energia	Empresa Pública	Comércio e Serviços
HCPA - Hospital das Clínicas de Porto Alegre	Ministério da Educação	Empresa Pública	Comércio e Serviços
Imbel - Indústria de Material Bélico do Brasil	Ministério da Defesa	Empresa Pública	Indústria
Infra S.A. - Valec Engenharia, Construções e Ferrovias S.A.	Ministério dos Transportes	Empresa Pública	Transportes
Nuclep - Nuclebras Equipamentos Pesados S.A.	Ministério de Minas e Energia	Empresa Pública	Indústria
Telebras - Telecomunicações Brasileiras S.A.	Ministério das Comunicações	Sociedade de Economia Mista	Comércio e Serviços
Trensurb - Empresa de Trens Urbanos de Porto Alegre S.A.	Ministério das Cidades	Sociedade de Economia Mista	Transportes

Fonte: Sest/MGI e Siga Brasil. Elaboração: IFI

As empresas estatais não dependentes são empresas controladas pelo Estado (empresas públicas ou sociedades de economia mista) que não necessitam de recursos do Tesouro Nacional para financiar despesas de pessoal, custeio e investimentos, com exceção de aportes que aumentem participação acionária. São entidades que operam com receitas próprias geradas por suas atividades operacionais e não oneram o OFSS. Suas despesas de investimento integram o orçamento de investimentos da União.

Aqui, convém introduzir o Programa de Dispêndios Globais (PDG)²². O PDG reúne as informações econômico-financeiras das empresas estatais não dependentes para um determinado ano de referência. Em linhas gerais, o programa contém as seguintes informações: (i) origem dos recursos das estatais não dependentes (receitas operacionais, receitas de capital, operações de crédito etc.); (ii) aplicações dos recursos (custos operacionais, despesas correntes, investimentos, folha de pessoal etc.); e (iii) fluxos de caixa e necessidades de financiamento.

A base legal do PDG é um decreto presidencial aprovado todos os anos após a sanção da LOA. As finalidades do programa podem ser assim descritas: (i) planejar e controlar os

²² O PDG de 2026 foi regulamentado pelo Decreto nº 12.804, de 29 de dezembro de 2025. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2025/decreto/d12804.htm.

gastos e investimentos das empresas estatais; (ii) avaliar a convergência das receitas e despesas com as metas fiscais do governo central; (iii) integrar o orçamento de investimentos das empresas estatais ao OFSS; (iv) garantir transparência e monitoramento das políticas de aplicação, operações de crédito e desempenho financeiro das estatais; entre outras.

O PDG abarca, portanto, todas as origens e aplicações de recursos das empresas estatais não dependentes, incluindo os gastos com ativo imobilizado (investimentos), que correspondem ao orçamento de investimentos, conforme previsto no art. 165, §5º, inciso II da CF de 1988. Ao integrar formalmente o Orçamento de Investimentos da União, a elaboração do PDG segue o calendário da LOA²³.

Importante mencionar que a relação financeira entre a União e suas empresas estatais não dependentes pode ser caracterizada como uma via de mão dupla. As empresas atuam como agentes de mercado, ao mesmo tempo em que geram retorno ao Estado, que é o acionista controlador. Basicamente, portanto, a relação ocorre por meio de (i) investimentos, como aumento de capital social (aportes) e/ou subvenções e contratos de prestação de serviços; e (ii) recolhimento de dividendos, juros sobre o capital próprio, tributos e encargos, e/ou participações especiais e *royalties*.

Os aportes configuram transferências de recursos do Tesouro à empresa com vistas à reposição de capital eventualmente corroído por prejuízos em exercícios anteriores ou então ao aumento do capital para alavancar as atividades da empresa. Se tais aportes forem sistemáticos, a empresa pode vir a ser reclassificada como dependente de recursos do Tesouro.

As prestações de serviços ocorrem quando a União contrata a estatal para executar políticas públicas específicas, pagando pelo serviço. Por exemplo, o governo paga tarifas à Caixa pela operacionalização do pagamento do Bolsa Família, do FGTS e do PIS. Trata-se de uma relação comercial de prestação de serviços.

Por outro lado, as estatais não dependentes geram receitas para os cofres públicos. Por meio de dividendos e juros sobre o capital próprio, a União recebe fatia relevante dos lucros distribuídos por essas companhias. Essas empresas também recolhem tributos e encargos. As empresas que atuam na exploração de recursos naturais também recolhem participações especiais e *royalties* sobre a produção ao Estado.

²³ Importante lembrar que o PDG também possui avaliação periódica. O Decreto é aprovado no exercício anterior, mas sofre alterações no decorrer do exercício, assim como a LOA. Essas mudanças são realizadas por meio de portarias. Exemplo: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/portaria-mgi-n-3.277-de-15-de-abril-de-2026-699937050>.

Riscos fiscais

O Relatório de Riscos Fiscais da União (RRFU)²⁴ de 2025, publicado em novembro, e o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) de 2027²⁵, enviado pelo Poder Executivo ao Congresso em 15 de abril passado, mencionam diversos riscos fiscais relacionados às empresas estatais federais. No PLDO, esse detalhamento é apresentado no Anexo V do documento (riscos fiscais). Comparando os dois documentos, o PLDO 2027 revela um agravamento dos passivos contingentes judiciais²⁶ e uma revisão nas expectativas de retorno financeiro para o Tesouro.

Para as empresas estatais dependentes, os principais riscos fiscais mencionados no PLDO 2027 são: (i) demandas judiciais oriundas de ações trabalhistas, cíveis, tributárias e previdenciárias, com impacto estimado nas demandas de risco possível tendo subido de R\$ 13,1 bilhões, em junho de 2025 (vide RRFU 2025), para R\$ 17,2 bilhões, em dezembro de 2025 (conforme o PLDO 2027), destacando-se a Empresa de Pesquisa Energética (EPE) e a Infra S.A.; e (ii) demandas de risco provável, nas quais as ações com maior probabilidade de perda, que somavam R\$ 6,5 bilhões, em 2024, abarcavam, sobretudo, temas trabalhistas e cíveis.

Na relação dos riscos associados às empresas estatais não dependentes, o PLDO 2027 menciona: (i) frustração na receita de dividendos e juros sobre capital próprio, com a possibilidade de o governo arrecadar R\$ 33,5 bilhões, em 2027, ante R\$ 35,7 bilhões estimados no RRFU 2025; (ii) elevação da necessidade de financiamento para o conjunto das estatais, no âmbito do PDG, que passa a ser de R\$ 7,55 bilhões em 2027, ante déficits projetados de R\$ 6,2 bilhões, em 2025, e R\$ 6,7 bilhões em 2026; e (iii) monitoramento em relação à necessidade de aportes emergenciais em algumas empresas em situação financeira delicada, como os Correios (ECT), a Casa da Moeda (CMB), a Eletronuclear (via ENBPar) e a Companhia Docas.

Vale mencionar que, até 2025, havia a possibilidade de compensação entre as metas de resultado primário do governo central (que inclui o Tesouro Nacional, o Banco Central e o INSS) e das empresas estatais não dependentes (PDG). Por exemplo, eventuais superávits

²⁴ Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-de-riscos-fiscais-da-uniao/2025/114>.

²⁵ Vide página com as informações do documento: <https://www.gov.br/planejamento/pt-br/assuntos/orcamento/orcamentos-anuais/2027/pldo>.

²⁶ Passivos contingentes judiciais representam obrigações financeiras potenciais decorrentes de processos judiciais em andamento, cuja obrigação definitiva ainda depende de um evento futuro e incerto – neste caso, a decisão final da Justiça (o trânsito em julgado). Em termos práticos, trata-se do dinheiro que uma empresa, banco ou o próprio Estado pode ter que pagar em caso de perda de uma ação judicial, mas que ainda não se transformou em uma dívida líquida e certa. Esses passivos são classificados e monitorados de forma rigorosa nas finanças públicas, dividindo-se em três níveis de risco com base na probabilidade de perda: (i) perda provável; (ii) perda possível; e (iii) perda remota. A relevância fiscal desses passivos se traduz em uma obrigação que ingressa no orçamento público sob a forma de precatórios ou requisições de pequeno valor, gerando pressões sobre as metas de resultado primário e as projeções de endividamento público.

apurados pelas estatais poderiam compensar déficits maiores registrados pelo governo central, e vice-versa.

A possibilidade de compensação entre as metas gerava dois problemas principais para a gestão fiscal: (i) perda de transparência em relação à real posição fiscal do governo central e/ou das estatais; e (ii) existência de um risco moral implícito, visto que a possibilidade de compensação entre as metas poderia alterar o incentivo para a perseguição das metas fiscais definidas nas diretrizes orçamentárias.

Esses riscos foram mitigados a partir da LDO 2026, que extinguiu a possibilidade de compensação entre as metas do governo central e das estatais. Com a mudança, a apuração dos resultados de cada segmento tornou-se mais transparente, ao mesmo tempo em que se reforçaram os incentivos ao cumprimento individual das metas e a gestão dos riscos fiscais associados.

Informações e indicadores selecionados das estatais dependentes

A Tabela 3 apresenta algumas informações financeiras das 17 estatais dependentes da União. A partir das dotações constantes do OFSS de 2025 (despesas primárias pagas e restos a pagar pagos), as empresas foram ordenadas em ordem decrescente de dispêndio. Outras informações incluídas na tabela são: (i) composição do dispêndio (pessoal, demais despesas correntes, e investimentos e inversões financeiras), em valores correntes e em relação ao total (%); (ii) participação do governo federal no dispêndio, ou grau de dependência do Tesouro (%); e (iii) despesa de pessoal por funcionário, por mês em Reais (R\$). Esta última variável foi calculada em termos *per capita* pela IFI.

TABELA 3. INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS ESTATAIS DEPENDENTES EM 2025 – R\$ MILHÕES, EXCETO ONDE INDICADO

Denominação	Despesa*	Recursos do Tesouro	Composição da despesa				Grau de dependência do Tesouro Nacional (%)**	Despesa de pessoal por funcionário e por mês (em R\$)***
			Pessoal e Custeio		Investimentos e inversões			
			Valor	%	Valor	%		
EBSERH	10.331,9	10.080,4	9.939,3	96,0	392,6	4,0	97,6	13.029,0
Embrapa	4.667,3	4.591,5	4.527,3	97,0	140,0	3,0	98,4	41.771,6
Conceição	2.714,7	2.696,6	2.657,7	98,0	57,0	2,0	99,3	11.808,4
Codevasf	2.573,4	2.539,0	1.001,1	39,0	1.572,3	61,0	98,7	28.307,3
Conab	2.104,8	2.001,0	2.077,4	99,0	27,4	1,0	95,1	26.582,9
HCPA	2.065,6	1.940,3	2.022,2	98,0	43,4	2,0	93,9	18.347,9
CBTU	1.419,4	1.343,4	1.356,9	96,0	62,5	4,0	94,6	29.041,1
EBC	734,4	641,6	716,8	98,0	17,6	2,0	87,4	20.085,0
CPRM	661,1	658,5	643,9	97,0	17,2	3,0	99,6	28.915,9
Amazul	513,2	510,5	513,2	100,0	0,0	0,0	99,5	18.320,3
Infra S.A.	512,6	496,3	288,6	56,0	224,0	44,0	96,8	22.228,2
Nuclep	505,9	447,0	497,8	98,0	8,1	2,0	88,3	37.583,8
Trensurb	500,3	385,3	424,3	85,0	76,0	15,0	77,0	17.093,7
Imbel	359,4	257,1	313,8	87,0	45,6	13,0	71,5	6.978,7
Telebras	295,1	129,7	285,7	97,0	9,4	3,0	44,0	-
EPE	178,5	176,7	176,7	99,0	1,8	1,0	99,0	25.215,9
Ceitec	73,7	71,3	73,6	100,0	0,1	0,0	96,7	32.499,1
Total	30.211,3	28.966,2	27.516,1	91,1	2.695,2	8,9		

* Representa os valores constantes do orçamento de 2025 pagos mais os restos a pagar pagos relativos a exercícios anteriores, incluindo precatórios.

** Calculado pela IFI a partir da soma das fontes de recursos do tesouro do orçamento de 2025 e dos restos a pagar pagos.

*** Configura a despesa de pessoal e encargos sociais dividida pelo número de trabalhadores efetivos. Os valores foram divididos por 13 para levar em consideração o recebimento do 13º pelos funcionários.

Fonte: LOA 2025, Siga Brasil e Sest/MGI. Elaboração: IFI.

De acordo com a Tabela 3, a despesa das empresas estatais dependentes totalizou R\$ 30,2 bilhões em 2025. Deste montante, R\$ 27,5 bilhões corresponderam a despesa com pessoal²⁷ e custeio e R\$ 2,7 bilhões foram destinados a investimentos e inversões.

Cinco empresas concentram 77,1% (R\$ 21,2 bilhões) da despesa de pessoal e custeio no grupo das estatais dependentes: EBSERH, Embrapa, Hospital Nossa Senhora da Conceição, Companhia Nacional de Abastecimento (Conab) e Hospital das Clínicas de Porto Alegre (HCPA).

Analisando a despesa de investimentos, três empresas respondem por 81,2% (R\$ 2,2 bilhões) dos recursos destinados a essa finalidade: Codevasf, Infra S.A. (junção da Valec

²⁷ Vale lembrar que despesas com pessoal não incorporam outros itens, tais como assistência médica e odontológica e benefícios obrigatórios aos servidores e empregados públicos. Tais rubricas estão classificadas em “Benefícios aos servidores públicos” no Relatório do Tesouro Nacional (RTN) e são enquadradas como custeio.

com a EPL) e EBSEH. Esse resultado é esperado tendo em vista a atuação, principalmente das duas primeiras, voltada a obras públicas.

Os valores incluídos na coluna “Grau de dependência do Tesouro Nacional (%)” representam a parcela do orçamento de cada empresa estatal dependente financiada pelo Tesouro. Como era de se esperar, esses percentuais são relativamente altos, evidenciando a relevância desses recursos para o funcionamento das empresas. Em alguns casos, aproximam-se de 100%.

A última coluna da Tabela 3 apresenta um cálculo da IFI para obter uma *proxy* da despesa de pessoal *per capita* de cada empresa²⁸. Os números foram obtidos via Lei de Acesso à Informação e foram disponibilizados pela Sest/MGI. A IFI dividiu a despesa de pessoal pelo número de funcionários da respectiva empresa, ajustando os efeitos de férias e recebimento de 13º salário. Algumas empresas registraram uma despesa de pessoal *per capita* acima de R\$ 30,0 mil por mês, como a Embrapa (R\$ 41,8 mil), a Nuclep (R\$ 37,6 mil) e a Ceitec (R\$ 32,5 mil) em 2025.

A Tabela 4 apresenta a relação das empresas estatais dependentes com patrimônio líquido (PL) negativo em 2025. As informações foram levantadas para o período de 2018 a 2025. Sete empresas estavam nessa condição no ano passado, de acordo com informações da Sest do MGI: Companhia Brasileira de Trens Urbanos (CBTU), Hospital Nossa Senhora da Conceição (Conceição), Embrapa, Codevasf, Hospital das Clínicas de Porto Alegre (HCPA), Empresa Brasileira de Serviços Hospitalares (EBSEH) e Amazônia Azul Tecnologia de Defesa (Amazul).

A tabela mostra também a evolução do PL dessas empresas nos últimos oito anos. Algumas registraram deterioração nesse indicador no período. A CBTU, por exemplo, perdeu R\$ 3,0 bilhões em PL entre 2018 e 2025. A Codevasf (R\$ 1,7 bilhão), a Embrapa (R\$ 1,4 bilhão) e o Hospital das Clínicas de Porto Alegre (R\$ 1,0 bilhão) também registraram perdas importantes de PL nesse intervalo.

²⁸ O intuito aqui seria alcançar algo próximo de um salário “médio” por empresa. Existe uma heterogeneidade importante entre as empresas em termos de composição do pessoal (se são mais intensivas em pesquisa/engenharia/saúde, podem ter maior despesa média esperada). Esse indicador deve ser percebido com cautela porque podem indicar, erroneamente, algumas métricas de “supersalários” que não condizem com a produtividade, o que pode ou não ser verdade, mas merece mais investigação.

TABELA 4. EMPRESAS ESTATAIS DEPENDENTES COM PATRIMÔNIO LÍQUIDO NEGATIVO EM 2025 – R\$ MILHÕES

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Var. 2025-2018
CBTU	-980,1	86,1	-301,3	-1.381,9	-1.603,3	-1.793,7	-2.872,8	-4.026,5	-3.046,5
Conceição	-533,9	-533,9	-431,0	-416,2	-519,6	-527,6	-470,6	-655,5	-121,5
Embrapa	717,7	523,4	593,5	179,4	116,9	-49,8	-365,0	-635,5	-1.353,1
Codevasf	1.472,7	357,7	313,8	377,6	-1.314,2	-935,1	-84,3	-191,7	-1.664,3
HCPA	981,6	420,2	442,8	180,5	40,8	-18,4	10,6	-55,9	-1.037,5
EBSERH	-240,0	-288,4	54,5	-51,2	7,1	55,7	98,9	-19,9	220,2
Amazul	-18,2	-8,5	-6,0	-6,9	-4,0	-8,3	-9,5	-1,5	16,7

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

Em termos contábeis, o patrimônio líquido constitui a riqueza real de uma empresa, ou seja, o valor que realmente pertence aos seus proprietários após todas as obrigações financeiras serem deduzidas. O PL representa os ativos (tudo o que a empresa possui) deduzidos dos passivos (tudo o que a empresa deve a terceiros) e configura um termômetro da saúde de longo prazo de uma empresa. Um PL negativo indica que as obrigações da empresa superam todos os ativos que possui, caracterizando uma situação de insuficiência patrimonial.

No caso de empresas estatais dependentes, a análise do PL possui sentido diferente daquele de uma empresa privada, tendo em vista que essas estatais recebem subvenções do Tesouro Nacional para seu funcionamento e não visam ao lucro. De todo modo, a análise desse indicador se justifica pela perspectiva de três elementos.

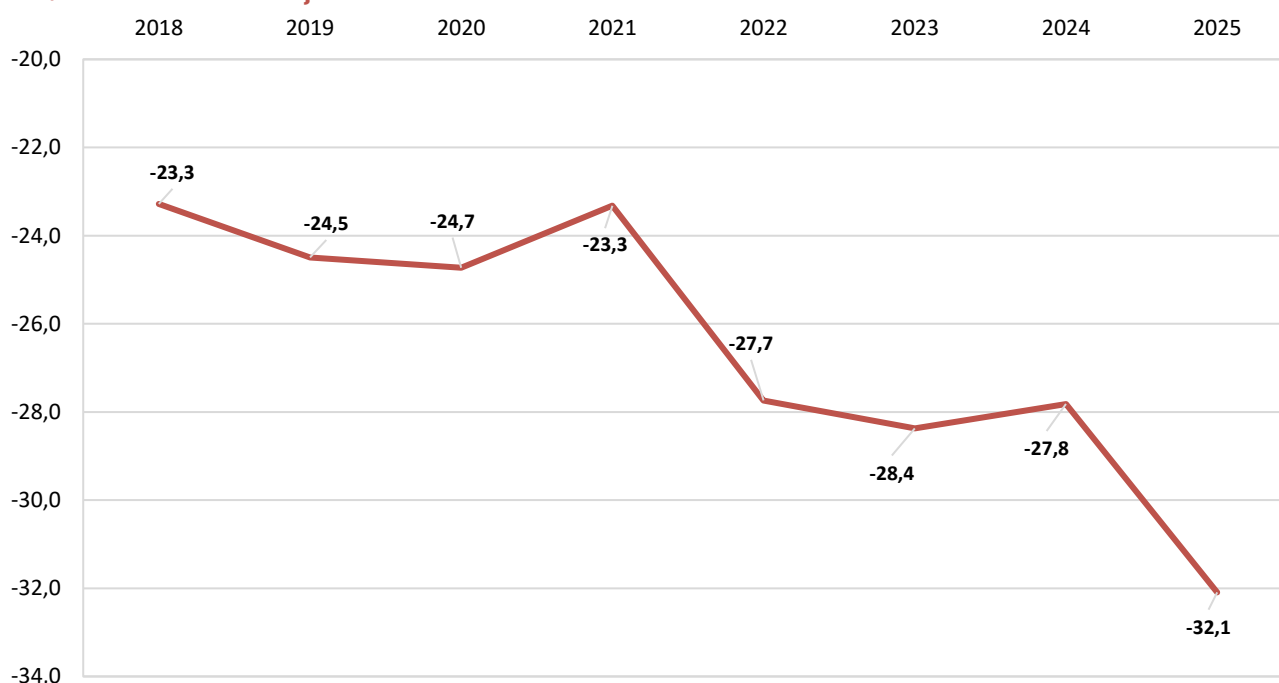
O primeiro tem relação com o monitoramento do risco de insolvência e do passivo a descoberto. Mesmo mantidas pelo governo, as estatais dependentes têm personalidade jurídica própria de direito privado, o que significa que podem ser alvo de ações judiciais, contrair obrigações e acumular prejuízos contábeis. O registro de um PL negativo em uma estatal dependente indica a existência de um passivo a descoberto. Significa que a empresa está acumulando dívidas com fornecedores, provisões trabalhistas ou passivos contingentes judiciais em um ritmo superior à capacidade de aportes do Tesouro. Assim, no futuro, o governo poderá ter que fazer aportes adicionais para limpar o balanço das empresas nessa situação e evitar que parem de funcionar ou sofram execuções judiciais que paralise suas contas.

O segundo elemento a justificar a análise do PL como indicador de saúde financeira de uma empresa estatal se relaciona com a eficiência dos custos operacionais. O cruzamento das informações de PL e de prejuízo operacional fornece uma ideia de ritmo de destruição de patrimônio. Caso uma estatal precise de aportes constantes de capital do Tesouro para cobrir prejuízos operacionais antigos, o PL funciona como um indicador de ineficiência de gestão.

Por fim, o terceiro elemento relevante para justificar a análise do PL de uma estatal dependente relaciona-se ao fato de o indicador poder representar um parâmetro importante para eventuais decisões de extinção, fusão ou mesmo privatização da empresa.

Outra variável importante para ser analisada é o fluxo de caixa operacional (FCO)²⁹. O Gráfico 6 apresenta informações sobre o FCO das empresas estatais dependentes no período de 2018 a 2025. Os valores estão deflacionados pelo IPCA a preços de maio de 2026. Valores negativos no gráfico indicam FCO negativo nos respectivos anos.

GRÁFICO 6. FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL DAS EMPRESAS ESTATAIS DEPENDENTES - R\$ BILHÕES A PREÇOS DE MAIO DE 2026



Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI

Os dados mostram uma deterioração do FCO das 17 empresas estatais dependentes a partir de 2018. No setor privado, valores negativos para o fluxo de caixa operacional de uma empresa podem sinalizar uma situação de falência. No setor público, os valores negativos para essa variável revelam uma condição de estrangulamento orçamentário-financeiro das empresas ou a existência de erros de coordenação entre o Tesouro Nacional e as estatais dependentes.

Como o propósito de uma estatal dependente não é gerar caixa, mas executar um serviço garantido pelo Estado, o FCO negativo deve ser interpretado segundo quatro elementos principais. O primeiro se relaciona ao descompasso de repasses, o que caracteriza um

²⁹ Optou-se por utilizar a medida do fluxo de caixa operacional em vez do resultado operacional em razão de esta variável contemplar a depreciação e outros fatores não relacionados ao fluxo de caixa da empresa. Para efeito de análise de impacto sobre resultado primário, faz mais sentido analisar o fluxo de caixa operacional das empresas. O fluxo de caixa operacional é construído segundo o regime contábil de caixa e considera, por exemplo, eventuais atrasos no pagamento de fornecedores, evento que não é capturado pelo resultado operacional.

problema de liquidez, não de solvência. A principal causa de um FCO negativo em uma estatal dependente pode ser o descasamento temporal entre as saídas de dinheiro (como a folha de pagamento e o pagamento a fornecedores) e a entrada de cotas financeiras liberadas pelo Tesouro Nacional.

Assim, se a Lei Orçamentária Anual (LOA) previu um montante de recursos para a estatal, mas o Tesouro atrasou a liberação física do dinheiro devido a contenções orçamentárias para o cumprimento de metas fiscais, por exemplo, a empresa terá um FCO negativo. Isso significa que a estatal deveria receber os recursos, mas enfrenta uma situação de falta de liquidez no caixa.

O segundo elemento associado a um FCO negativo pode ser atribuído a ineficiência interna ou reajustes de pagamentos acima do orçamento. Caso as transferências previstas na LOA estejam em dia e, ainda assim, a empresa enfrenta um FCO negativo de forma persistente, o indicador pode estar sinalizando um descontrole de custos. Ou seja, as despesas da estatal (contratos com fornecedores e/ou despesa de pessoal, por exemplo) podem estar crescendo em ritmo superior ao da subvenção recebida pelo Tesouro, sinalizando que a operação da empresa se tornou mais cara do que o limite autorizado pelo Estado. Esse déficit financeiro, por sua vez, exigirá uma suplementação orçamentária.

Terceiro elemento associado a valores de FCO negativos em uma estatal dependente diz respeito à insuficiência de recolhimento de receitas próprias. Embora dependentes do Tesouro, algumas dessas estatais tem no planejamento a arrecadação de recursos próprios no mercado para complementar a subvenção do Tesouro. Assim, o FCO negativo pode indicar que as receitas comerciais ou os serviços cobrados frustraram as expectativas, tornando a subvenção recebida pelo Tesouro insuficiente para o pagamento das despesas correntes.

Por fim, um quarto elemento relacionado a um FCO negativo diz respeito ao acúmulo de restos a pagar de exercícios anteriores. Geralmente, as estatais dependentes enfrentam restrições legais para tomar empréstimos bancários de capital de giro. Assim, atrasar o pagamento a fornecedores torna-se uma maneira de se financiar. Em outras palavras, um FCO negativo pode indicar que a empresa tem mantido sua operação endividando-se junto a terceiros, deixando de pagar faturas emitidas por fornecedores, o que gera restos a pagar para exercícios subsequentes.

A Tabela 5 apresenta informações sobre o FCO de cada uma das 17 estatais dependentes no período de 2018 a 2025. Essa informação é relevante para deixar claro quais empresas estão em pior situação do ponto de vista da análise do fluxo de caixa.

Em linhas gerais, as informações contidas na Tabela 5 indicam ter havido piora do FCO nas empresas estatais dependentes nos últimos oito anos. De acordo com a Sest/MGI, os valores mais negativos, em 2025, ocorreram na EBSERH (R\$ 13,5 bilhões), Embrapa (R\$ 4,4 bilhões), Hospital Nossa Senhora da Conceição (R\$ 2,6 bilhões), Codevasf (R\$ 2,6 bilhões),

Hospital das Clínicas de Porto Alegre (R\$ 1,7 bilhão), Companhia Brasileira de Trens Urbanos (R\$ 1,3 bilhão) e Conab (R\$ 1,3 bilhão).

O FCO negativo das estatais dependentes revela a real dependência dessas empresas do Tesouro Nacional. Algumas dessas estatais registram, na contabilidade, a subvenção recebida do Tesouro como uma receita operacional, o que pode mascarar a real situação de suas contas. O FCO evidencia o tamanho do superávit (déficit) que essas empresas estão gerando.

TABELA 5. FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL* DAS EMPRESAS ESTATAIS DEPENDENTES (2018-2025) – R\$ MILHÕES

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBSERH	-4.329,1	-5.414,3	-7.032,8	-7.889,5	-9.032,3	-10.184,6	-10.304,2	-13.459,7
Embrapa	-3.471,4	-3.740,0	-3.428,1	-3.438,3	-3.537,0	-3.899,9	-4.049,8	-4.443,9
Conceição	-1.457,3	-1.519,5	-1.488,4	-1.591,9	-1.728,0	-1.833,0	-2.047,4	-2.639,4
Codevasf	-475,9	-779,9	-595,7	-327,3	-3.146,7	-2.585,2	-2.316,1	-2.604,9
HCPA	-1.059,6	-1.310,8	-1.235,5	-1.327,4	-1.423,0	-1.575,1	-1.712,0	-1.703,4
CBTU	-933,2	-1.085,7	-1.032,6	-1.296,1	-1.663,6	-1.061,4	-1.240,9	-1.284,4
Conab	-845,1	-1.005,2	-1.005,7	-994,7	-1.000,4	-1.292,4	-1.251,7	-1.275,8
CPRM	-528,9	-495,7	-491,2	-486,2	-542,7	-662,9	-664,0	-688,3
EBC	-1.081,7	-468,5	-465,5	-455,1	-451,9	-562,9	-598,7	-653,5
Amazul	-312,5	-356,8	-356,7	-314,6	-260,3	-336,9	-434,2	-524,5
Infra S.A.	-249,1	-206,9	-145,6	151,1	147,7	-179,3	-206,1	-396,1
Nuclep	-315,4	-264,2	-208,1	-240,8	-280,9	-327,7	-366,9	-391,2
Telebras	-	-	-89,7	-98,5	-155,0	-123,8	-36,8	-354,8
Trensurb	-222,1	-161,3	-172,1	-178,2	-196,9	-193,5	-262,9	-303,3
EPE	-105,0	-105,6	-100,8	-95,7	-109,6	-116,2	-140,7	-172,9
Imbel	-81,5	-76,9	-104,8	-99,0	-123,7	-168,0	-135,6	-139,1
Ceitec	-74,5	-65,0	-44,2	-	-	-51,4	-85,0	-63,0

* O fluxo de caixa operacional aqui apresentado segue a classificação da Sest/MGI, que trata a Subvenção para Custeio recebida do Tesouro Nacional como atividade de financiamento, e não como atividade operacional. Por isso, o valor de FCO reportado nesta tabela pode divergir do fluxo de caixa operacional divulgado nas demonstrações financeiras auditadas de cada empresa, que seguem a Lei das S.A. e mantém o efeito da subvenção dentro do resultado líquido do exercício. Somando o FCO desta tabela à subvenção recebida no mesmo ano (Tabela 6), reconstitui-se o fluxo de caixa operacional tal como reportado no balanço das empresas. Em alguns anos, para algumas empresas, pode haver uma divergência de valores em função de reapresentação de contas sem contrapartida nos dados da Sest, como observado pela IFI na Embrapa, por amostragem.

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

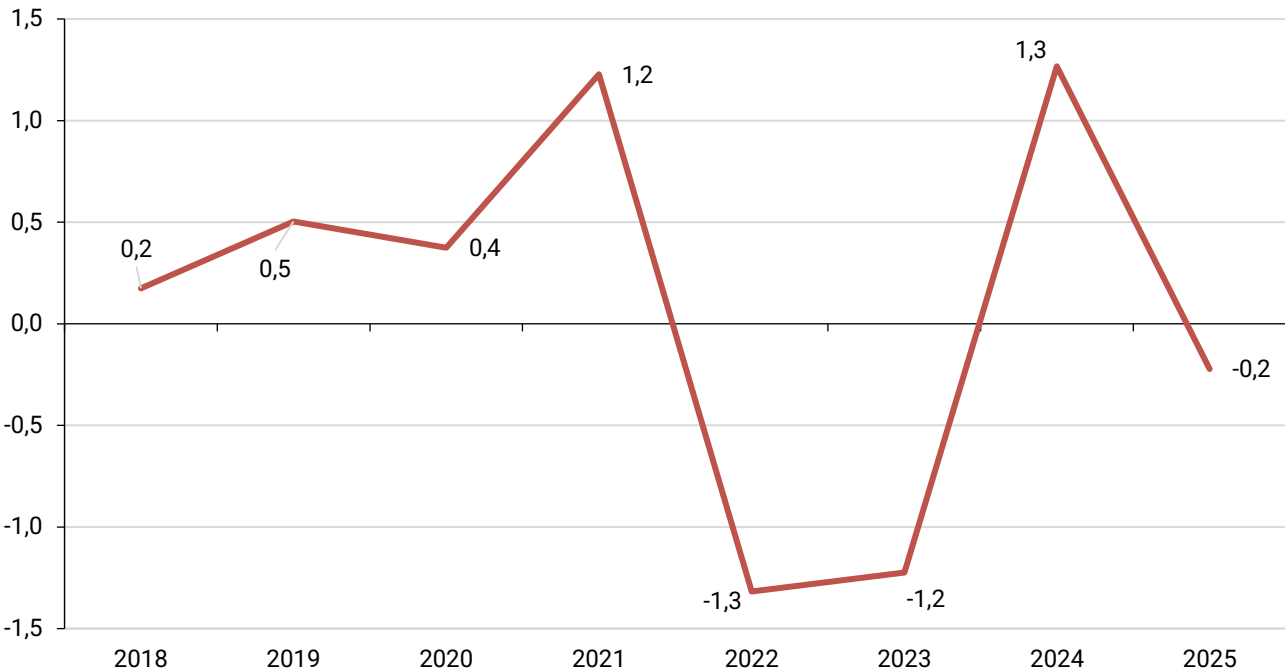
Para as estatais dependentes, o FCO constitui também um importante indicador de autossuficiência das empresas. Muitas dessas estatais vendem serviços, cobram tarifas, comercializam mercadorias ou cobram por outros serviços que entregam. O fato de algumas terem registrado deterioração do FCO nos últimos anos indica, como mencionado acima, (i) possível crescimento em despesas de pessoal e/ou de outras despesas de custeio; (ii) descompasso de repasses recebidos do Tesouro; (iii) frustração no recolhimento de receitas próprias; e/ou (iv) necessidade de pagamentos de restos a pagar de exercícios anteriores.

Para saber ao certo o que explica o FCO negativo de cada uma das empresas, seria necessário verificar a demonstração de resultados de cada uma, tarefa além do escopo desta análise.

Para o Estado, é fundamental monitorar a evolução do FCO de uma estatal dependente, visto que o orçamento dessas empresas integra o OFSS. Isso significa que cada real de prejuízo acumulado concorre diretamente com recursos que poderiam ser aplicados em outras áreas do orçamento, como saúde, educação e segurança pública.

Outra medida importante de ser analisada é a soma do FCO de uma empresa estatal dependente com a subvenção recebida do Tesouro Nacional em um exercício financeiro, que pode ser considerada um indicador de suficiência de caixa da empresa. O Gráfico 7 apresenta a evolução desse indicador, calculado pela IFI para o conjunto das 17 estatais dependentes da União desde 2018.

GRÁFICO 7. INDICADOR DE SUFICIÊNCIA DE CAIXA DAS EMPRESAS ESTATAIS DEPENDENTES (2018-2025) - R\$ BILHÕES



Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI

Os números apresentados no Gráfico 7 mostram que, desde 2018, em três anos o indicador de suficiência de caixa agregado das 17 empresas estatais dependentes assumiu valores negativos: 2022, 2023 e 2025. O resultado agregado nesses três anos foi influenciado pelo fluxo de caixa da Codevasf, como será analisado a seguir. A situação em que os valores do indicador de suficiência de caixa das empresas são negativos indica que as subvenções recebidas pelas empresas foram insuficientes para satisfazer as necessidades de caixa em um determinado ano.

A Tabela 6 apresenta a suficiência de caixa operacional para cada uma das 17 estatais dependentes da União. A partir das informações incluídas na tabela, chama a atenção o

indicador de quatro empresas, caracterizando uma situação de insuficiência operacional em 2025: Codevasf (R\$ 910,3 milhões), Infra S.A. (R\$ 121,2 milhões), EBC (R\$ 44,0 milhões) e Amazul (R\$ 11,9 milhões).

Ainda de acordo com a Tabela 6, a Codevasf apresenta insuficiência de caixa operacional desde 2022. Naquele ano, o valor calculado pela IFI foi de R\$ 2,2 bilhões, tendo passado para R\$ 1,3 bilhão, em 2023, R\$ 289,3 milhões, em 2024, e R\$ 910,3 milhões em 2025. A empresa influenciou o resultado agregado para as 17 estatais dependentes, como evidenciado no Gráfico 7.

TABELA 6. INDICADOR DE SUFICIÊNCIA DE CAIXA OPERACIONAL* DAS EMPRESAS ESTATAIS DEPENDENTES (2018-2025) – R\$ MILHÕES

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBSERH	211,4	393,7	288,8	286,3	324,3	-191,2	1.077,4	218,3
Embrapa	74,0	10,5	17,6	6,8	25,9	15,0	78,1	57,5
Conceição	-23,4	1,1	-1,3	2,2	13,0	-2,5	51,6	10,7
HCPA	73,2	4,4	24,7	30,1	2,2	32,6	85,8	274,8
Codevasf	146,7	-63,2	126,9	501,8	-2.164,7	-1.344,1	-289,3	-910,3
Conab	54,4	37,3	-28,1	57,6	29,6	19,1	9,0	51,4
CBTU	32,4	35,3	19,1	-25,5	-34,6	11,6	-5,8	1,0
CPRM	9,6	7,5	-12,4	1,4	15,3	-21,4	5,8	10,1
EBC	-603,4	-110,6	-69,2	-53,0	-82,1	-30,7	-24,0	-44,0
Amazul	14,4	10,6	-20,8	7,0	123,5	99,2	15,5	-11,9
Nuclep	40,9	19,5	15,4	34,8	51,8	25,9	48,6	59,3
Telebras	-	-	95,9	118,1	86,5	116,4	121,6	52,1
Trensurb	64,3	106,8	-64,7	-36,5	-15,4	6,4	27,3	20,7
Infra S.A.	7,4	4,2	-10,2	284,8	302,5	22,8	42,2	-121,2
Imbel	70,7	43,5	-19,4	11,6	4,1	22,1	12,0	100,4
EPE	6,9	1,3	-0,9	0,4	0,8	6,3	14,5	3,6
Ceitec	-4,7	1,9	13,5	-	-	-11,3	-3,3	5,7

* Os valores dessa tabela representam FCO das empresas, em seus próprios demonstrativos, como observado por amostragem na Embrapa e Codevasf. A explicação está descrita nas notas da Tabela 5.

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

A situação em que a subvenção paga pelo Tesouro a uma empresa estatal dependente é insuficiente para cobrir suas necessidades de caixa resulta em impactos contábeis, fiscais e operacionais graves. Primeiro, pela geração de restos a pagar ou inadimplência. Ou seja, caso a subvenção recebida pelo Tesouro seja insuficiente para cobrir todas as despesas em um determinado exercício, a empresa pode deixar de pagar fornecedores e prestadores de serviço, atrasar o recolhimento de encargos sociais ou tributos e/ou acumular despesas de exercícios anteriores.

Fluxos de caixa negativos tendem a se traduzir em prejuízos, que, acumulados, afetam o balanço patrimonial da empresa, reduzindo o patrimônio líquido. Caso essa situação se repita por alguns anos, o PL da estatal dependente encolherá progressivamente até virar negativo (passivo a descoberto), configurando uma situação em que a empresa deve a terceiros mais do que todo o seu patrimônio físico e financeiro somado.

A ausência da possibilidade de falência de uma estatal dependente, tendo em vista que a empresa executa um serviço ou uma política pública, implica que a gestão precisa recorrer ao ministério supervisor ou ao Tesouro Nacional para a realização de uma suplementação orçamentária (subvenção extra) ou um aporte de capital. Em qualquer dessas situações, ocorre uma pressão sobre o OFSS e a materialização de um risco fiscal.

Como discutido na subseção anterior (riscos fiscais), no Anexo de Riscos Fiscais do PLDO 2027, o Poder Executivo mencionou nominalmente apenas a Empresa de Pesquisa Energética (EPE) e a Infra S.A. em razão do risco possível de impacto de demandas judiciais contra essas empresas.

A Codevasf, por exemplo, não foi citada, naqueles documentos, como um dos principais vetores de risco no grupo das empresas estatais dependentes. A empresa havia sido mencionada no Anexo de Riscos Fiscais da LDO 2026. Naquele documento, entre os riscos possíveis da empresa, havia demandas judiciais estimadas em R\$ 1,1 bilhão (principalmente de natureza cível), em 2023, que caíram para R\$ 277,2 milhões em 2024. Entre os riscos prováveis da Codevasf, a LDO 2026 mencionou R\$ 141,9 milhões, em 2023, e R\$ 74,4 milhões em 2024.

Informações e indicadores selecionados das estatais não dependentes

Nesta seção, analisam-se alguns indicadores financeiros de empresas estatais não dependentes. O FCO, por exemplo, assume importância diferente daquela associada às estatais dependentes. A lógica do FCO deixa de ser a do custo da política pública e passa a ser o da eficiência corporativa, governança e sustentabilidade de mercado.

Como mencionado anteriormente, uma das relações financeiras entre as estatais não dependentes e o Tesouro se dá por aportes de capital ou recebimento de dividendos. A Tabela 7 apresenta informações sobre os aportes feitos pela União nessas empresas entre 2018 e 2025.

TABELA 7. APORTES DA UNIÃO NAS EMPRESAS ESTATAIS NÃO DEPENDENTES (2018-2025) – R\$ MILHÕES

Empresa	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Autoridade Portuária de Santos (APS)	-	-	0,6	-	-	-	-	-
Companhia Docas do Ceará (CDC)	8,5	-	-	4,2	-6,3	-	-	-
Companhia Docas do Pará (CDP)	-	0,3	0,6	2,2	-	-	10,0	-
Ceagesp	-	-	-	-	-	-	-	2,2
Companhia das Docas do Estado da Bahia (Codeba)	-65,4	-	2,9	8,9	-	-	-	-
Companhia Docas do Rio Grande do Norte (Codern)	-	-	9,3	59,9	-	-	6,8	80,7
Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (ECT)	224,0	-	-	-	-	-	-	-
Emgepron	2.645,8	7.604,2	-	-	-	-	-	-
ENBPar	-	-	-	-	6.323,5	-	-	-
Hemobrás	780,6	-	-	-	-	393,0	-	150,0
Infraero	1.107,3	1.477,2	10,0	-	-	-	-	122,3
PPSA	6,0	3,6	2,4	-	-	-	-	-

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

Os números da Tabela 7 evidenciam uma maior concentração dos aportes em algumas empresas nos últimos oito anos: Emgepron (R\$ 2,6 bilhões, em 2018, e R\$ 7,6 bilhões em 2019), ENBPar (R\$ 6,3 bilhões em 2022) e Infraero (R\$ 1,1 bilhão, em 2018, e R\$ 1,5 bilhão em 2019). A ECT recebeu um empréstimo com garantia da União no valor de R\$ 12,0 bilhões, em 2025, dos quais R\$ 7,5 bilhões ingressaram no caixa da empresa ainda no ano passado. Embora esse empréstimo não seja considerado um aporte, foi viabilizado com garantia da União. Essas informações apresentadas são importantes, entre outros motivos, para avaliar a eventual necessidade de providências caso os aportes nas estatais se tornem sistemáticos, o que não foi o caso, assim como entender fluxos de receitas financeiras para algumas estatais nos exercícios subsequentes.

Visto que as estatais não dependentes competem com as empresas privadas no mercado e não recebem subvenção do Tesouro para o custeio de suas despesas, o FCO representa um indicador de capacidade de geração de caixa e de avaliação da saúde financeira dessas estatais com a finalidade, por exemplo, de executar planos de investimentos, estimar o fluxo de dividendos pagos à União, identificar o impacto de políticas de subsídio e de preços, analisar o nível de alavancagem da empresa, entre outros.

A Tabela 8 apresenta informações sobre o FCO para 19 empresas estatais não dependentes da União. Estão excluídas da tabela a Petrobras, Nav Brasil Serviços de Navegação Aérea e as empresas do setor financeiro (Banco do Brasil, Caixa, BNDES, Banco da Amazônia, Banco do Nordeste do Brasil e Finep). A escolha se deu pela natureza das empresas. A Petrobras e as empresas do setor financeiro não compõem o resultado primário, embora a ENBPar também seja retirada da apuração do primário.

De acordo com a tabela, a Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (ECT) apresentou um FCO negativo de R\$ 692,0 milhões no ano passado, após ter registrado valor negativo

de R\$ 2,4 bilhões em 2024. A Infraero registrou FCO negativo de R\$ 375,4 milhões em 2025, piora de R\$ 207,9 milhões ante 2024.

TABELA 8. FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL DAS EMPRESAS ESTATAIS NÃO DEPENDENTES (2018-2025) – R\$ MILHÕES

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (ECT)	415,1	104,9	763,1	3.938,4	1.678,2	682,9	-2.352,0	-692,0
Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária (Infraero)	-46,1	213,6	-792,6	535,4	714,2	1.548,7	-167,5	-375,4
Companhia de Entrepósitos e Armazéns Gerais de São Paulo (Ceagesp)	-7,0	10,9	10,5	18,3	10,6	52,1	91,7	-42,9
Centrais de Abastecimento de Minas Gerais (Ceasaminas)**	9,0	5,3	14,2	43,5	31,9	18,1	9,5	-
Companhia Docas do Rio de Janeiro (CDRJ)**	-17,5	-33,8	43,9	220,3	-33,0	145,2	168,5	-
Companhia Docas do Ceará (CDC)	-5,3	45,5	9,8	2,2	-44,5	11,1	9,0	7,9
Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S.A. - Pré-sal Petróleo S.A. (PPSA)	35,8	45,4	80,8	-6,8	23,2	47,1	32,3	31,1
Companhia das Docas do Estado da Bahia (Codeba)	11,1	24,1	15,7	30,6	53,9	104,0	69,5	34,8
Companhia Docas do Rio Grande do Norte (Codern)	14,0	0,1	4,2	8,3	30,1	54,5	16,7	37,3
Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias S.A. (ABGF)	-2,2	4,2	6,9	15,0	26,9	25,7	27,2	43,1
Empresa Brasileira de Hemoderivados e Biotecnologia (Hemobras)	-413,1	159,2	149,4	142,0	134,8	212,2	-166,6	68,5
Casa da Moeda do Brasil (CMB)	230,7	59,8	107,5	634,4	39,4	76,0	8,1	232,8
Companhia Docas do Pará (CDP)	3,8	20,9	74,1	77,5	97,4	126,9	109,5	317,6
Empresa Gerencial de Projetos Navais (Emgepron)	25,5	108,6	-135,5	169,6	605,7	660,1	332,1	412,4
Empresa de Tecnologia e Informações da Previdência Social (Dataprev)	187,7	280,0	521,7	502,5	632,5	755,7	474,8	633,8
Autoridade Portuária de Santos (APS)	-	-	292,8	447,4	867,7	-	1.295,0	796,5
Serviço Federal de Processamento de Dados (Serpro)	390,8	697,7	911,9	572,4	755,1	903,9	354,5	1.272,6
Empresa Gestora de Ativos (Emgea)	137,0	459,8	145,2	150,3	156,6	322,7	3.256,9	1.319,4
Empresa Brasileira de Participações em Energia Nuclear e Binacional S.A. (ENBPAR)*	-	-	-	-	289,5	4.314,5	1.752,0	1546,3

* Considera a Eletronuclear S.A., as Indústrias Nucleares do Brasil S.A. (INB) e a ENBPar.

** Sem valores acumulados para o 4º trimestre de 2025 nos dados da Sest.

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

Por limitação de espaço neste texto, serão analisados alguns indicadores para um conjunto restrito de estatais não dependentes. O critério para seleção das empresas baseou-se em resultados apresentados pelo Tribunal de Contas da União (TCU) no Acórdão 1196/2026³⁰, que trata do acompanhamento da execução do Orçamento de Investimentos (OI) e do PDG das empresas estatais federais em 2025.

Um dos indicadores relevantes a ser analisados é a margem operacional, calculada como o lucro operacional³¹ dividido pela receita líquida³² da empresa. Esse indicador permite

³⁰ Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/%253A1196%2520ANOACORDAO%253A2026/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc%252C%2520COPIACOLEGIADO%2520desc%2520

³¹ O lucro operacional representa o lucro antes do resultado financeiro e dos impostos.

³² A receita líquida é o valor que efetivamente entra no caixa ou no direito de receber de uma empresa após a venda de seus produtos, mercadorias ou prestação de serviços, deduzidos todos os encargos diretos que

avaliar se a operação, por si só, é eficiente e economicamente viável no mercado por alguns motivos.

O primeiro motivo diz respeito à aferição do desempenho operacional da empresa, livre dos efeitos do câmbio e de dívidas. Para empresas como a Petrobras, por exemplo, o câmbio pode produzir grandes alterações no resultado financeiro, gerando lucros ou prejuízos contábeis que distorcem a margem líquida. A margem operacional ignora o peso de juros da dívida e de variações cambiais no resultado. Assim, pode acontecer de a margem líquida de uma estatal despencar em razão de uma depreciação brusca do real, mas a margem operacional permanecer elevada e estável, indicando que a operação permanece em boa situação, não refletindo uma piora na gestão do negócio.

A segunda razão para utilização da margem operacional de uma empresa diz respeito ao rastreio de eventual impacto direto de interferências do controlador na gestão, por meio de, por exemplo, políticas de preços e subsídios. Caso o controlador (a União) tente intervir nos preços dos combustíveis (Petrobras), nas tarifas de energia (antiga Eletrobras) ou nos juros finais de linhas de crédito cobrados pelas instituições financeiras oficiais (Banco do Brasil, Caixa), haverá impacto na receita da atividade-fim da empresa. Dessa forma, a margem operacional será afetada.

Terceiro motivo que justifica a análise da margem operacional de uma empresa estatal não dependente é a possibilidade de avaliação da eficiência na gestão de pessoal e estrutura. Como o indicador considera as despesas com pessoal, vendas e administração, é possível comparar a margem operacional de uma estatal não dependente com a de outras empresas concorrentes no mercado.

O quarto e último motivo se relaciona com a capacidade de geração futura de caixa da empresa, assim como o FCO. Existe uma alta correlação entre a margem operacional e o FCO. Em geral, uma empresa só consegue ter um fluxo de caixa robusto se a sua operação gerar valor. Assim, a margem operacional reflete a capacidade de a empresa pagar as dívidas financeiras e investir no próprio crescimento. Com uma margem operacional apertada ou mesmo negativa, a estatal tem pouca capacidade de financiar seus planos de investimento ou mesmo de manter sua operação, aumentando a chance de queima de patrimônio líquido ou de aportes do Tesouro Nacional.

A Tabela 9 apresenta a relação de estatais não dependentes que registraram margem operacional negativa em 2025, assim como os valores para esse indicador nos últimos oito anos.

incidem sobre essa venda. Com essa receita a empresa calculará suas margens de lucro e pagará as despesas operacionais.

TABELA 9. MARGEM OPERACIONAL DE EMPRESAS ESTATAIS NÃO DEPENDENTES QUE REGISTRARAM VALOR NEGATIVO DO INDICADOR EM 2025 (%) – 2018-2025

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ECT	0,2	1,0	6,6	12,9	-3,4	-4,0	-12,7	-42,9
Emgepron	-3,3	-2,9	-44,5	-4,8	-10,8	-25,7	-50,5	-24,8
Infraero	-28,6	-9,3	-146,8	-16,6	-9,3	13,9	-123,3	-10,5
CMB	-10,4	-16,7	-24,2	1,0	-6,8	7,0	-4,3	-5,8
Ceagesp	-1,0	-9,2	10,3	23,6	4,7	6,8	4,6	-4,6
CDC	-28,3	-49,2	2,9	0,2	119,0	30,5	15,8	-0,8

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

No ano passado, a ECT registrou margem operacional negativa de 42,9%, piorando a tendência iniciada em 2022. A Emgepron, que registrou margem negativa de 24,8%, melhorou em relação a 2024, mas manteve a tendência negativa do indicador dos últimos anos. A Infraero também registrou valor negativo (10,5%) para a margem operacional no ano passado, embora tenha melhorado em relação ao registrado em 2024.

Terceiro indicador relevante para ser analisado é a razão entre a receita financeira e a receita líquida das estatais não dependentes, que mede a exposição do resultado às receitas financeiras, isto é, que não dizem respeito à sua atividade-fim. Quanto maior o valor desse indicador, mais exposta estará a empresa ao resultado financeiro em detrimento de sua atividade operacional, o que pode acender um sinal de alerta para a União. Idealmente, espera-se que os valores desse indicador sejam relativamente baixos e estáveis, reforçando a eficiência operacional das empresas.

A avaliação desse indicador é igualmente importante para se identificar eventuais acúmulos de caixa e retenção de dividendos pelas estatais não dependentes, cuja distribuição poderia ajudar a melhorar o resultado primário do governo central.

A Tabela 10 apresenta uma relação de estatais não dependentes cuja razão entre as receitas financeiras e a receita líquida ficou acima de 30% em 2025, o que significa que mais de um terço da receita líquida da empresa teve influência da receita financeira. A tabela mostra valores do indicador para essas empresas desde 2018.

TABELA 10. RAZÃO ENTRE AS RECEITAS FINANCEIRAS E A RECEITA LÍQUIDA DE EMPRESAS ESTATAIS NÃO DEPENDENTES, QUE REGISTRARAM VALOR PARA O INDICADOR ACIMA DE 30% EM 2025 (%) – 2018-2025

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Emgepron	45,5	140,9	346,0	169,4	618,7	651,9	460,4	368,9
ABGF	76,3	78,4	52,0	71,8	199,9	225,4	147,1	140,1
Infraero	5,1	5,3	9,4	7,3	17,4	32,3	73,5	77,8
Codern	6,9	6,7	4,4	14,3	12,6	10,9	11,3	77,0
Emgea	7,8	12,6	13,3	-3,7	-14,3	12,2	16,1	47,1

Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

Todas as empresas constantes da Tabela 10 registraram valores elevados para a razão entre as receitas financeiras e a receita líquida em 2025, o que emite um sinal de alerta para a União em razão da dependência excessiva dessas estatais do resultado financeiro. Isso pode indicar falta de projetos viáveis de investimento, preferência por ganho financeiro em detrimento da atividade-fim ou mesmo problemas de eficiência operacional.

As receitas financeiras elevadas podem ter relação com aportes feitos pela União no passado. Na Tabela 7, ficaram evidenciados montantes expressivos recebidos pela Emgepron e Infraero desde 2018. Na eventual ausência de projetos para aplicação ou de projetos com longos períodos de aplicação desses recursos, a tendência é que os aportes impulsionem receitas financeiras em exercícios subsequentes.

O quarto indicador das estatais não dependentes a ser aqui analisado consiste na razão entre o fluxo de caixa operacional (FCO) e o lucro líquido. Trata-se de uma medida de qualidade do lucro e de sustentabilidade financeira das empresas no tempo, indicando a parcela do lucro contábil convertida em caixa efetivo. Ou seja, o indicador afere quanto de cada real de lucro contábil efetivamente se converte em caixa gerado pela operação da empresa.

Se o valor da razão é próximo a 1 (ou ligeiramente acima), a qualidade do lucro da estatal é boa. Isto é, o resultado contábil da empresa está bem ancorado em geração de caixa real. Empresas maduras e operacionalmente eficientes tendem a apresentar esse padrão.

Se a razão é significativamente acima de 1, o fluxo de caixa operacional supera o lucro líquido. Geralmente, isso ocorre porque o lucro líquido é reduzido por despesas não relevantes para o caixa, principalmente depreciações e amortizações de ativos de vida útil longa. Em empresas com ativos intensivos em capital, como, por exemplo, a Petrobras, esse padrão é estrutural e saudável. Ou seja, o lucro é considerado conservador contabilmente, mas a geração de caixa é robusta.

Se a razão for significativamente abaixo de 1, o lucro líquido supera o FCO, caracterizando um cenário preocupante, visto que parte do lucro contábil não se converte em caixa. Isso ocorre seja porque há crescimento expressivo de recebíveis, estoques ou outras contas do capital de giro, seja porque o resultado foi inflado por receitas não geradas pelo caixa como, por exemplo, reavaliação de ativos, reversão de provisões, ganhos cambiais sobre ativos, entre outros. Em alguns casos extremos, uma empresa pode reportar lucro líquido positivo e, ao mesmo tempo, consumir caixa operacional.

Se a razão entre o FCO e o lucro líquido da empresa é negativa, significa que, ou o FCO é negativo com lucro positivo, ou vice-versa. O primeiro caso – lucro com queima de caixa operacional – configura uma situação de alerta em relação à sustentabilidade do resultado da empresa. O segundo caso – prejuízo com geração positiva de caixa – é menos comum, mas pode ocorrer quando há depreciações aceleradas ou provisões elevadas que não representam saída de caixa imediata.

Para as estatais não dependentes, esse indicador tem três dimensões analíticas: (i) capacidade de autofinanciamento do investimento; (ii) qualidade dos dividendos pagos ao Tesouro; e (iii) identificação de manipulação contábil ou de resultado.

Para a primeira dimensão, espera-se que as estatais não dependentes financiem seus respectivos planos de investimentos, predominantemente, com caixa gerado internamente. Um FCO robusto em relação ao lucro líquido indica elevada capacidade de a empresa sustentar um programa de investimentos sem recorrer a endividamento excessivo ou aportes do Tesouro. Um FCO fraco em relação ao lucro sinaliza o contrário – o resultado contábil pode ser enganoso em relação à real capacidade de investimento da empresa.

A segunda dimensão é importante para que se avalie se os dividendos recolhidos por uma estatal se baseiam em valores robustos de FCO. Se uma estatal pagar dividendos elevados, mas seu FCO for baixo em relação ao lucro, essa distribuição ocorre a partir de um lucro que não se materializou em caixa – o que pode implicar em endividamento para o recolhimento de dividendos, deterioração do capital de giro e/ou venda de ativos. Do ponto de vista fiscal, dividendos pagos com base em lucro de baixa qualidade de caixa representam um risco de sustentabilidade.

A terceira dimensão indica eventuais pressões políticas sobre a estatal para a divulgação de resultados positivos – seja para justificar dividendos ao Tesouro, seja para evitar questionamentos sobre a gestão. Divergências entre o FCO e o lucro podem sinalizar práticas contábeis que inflam o resultado sem geração real de caixa. Exemplos de práticas que elevam o lucro de uma empresa sem impacto proporcional no caixa são: reversão de provisões, reconhecimento antecipado de receitas e/ou postergação de despesas.

A Tabela 11 apresenta uma relação de estatais não dependentes que registraram valores inferiores a 1 para a razão entre FCO e lucro líquido em 2025. A partir das informações reportadas na tabela, percebe-se que algumas empresas têm apresentado valores abaixo de 1 para a referida razão por anos sucessivos, como a ECT, a Companhia Docas do Rio Grande do Norte (Codern) e a Hemobrás. Outras estatais passaram a registrar valores inferiores a 1 no último ano ou nos últimos dois anos, como a Ceagesp, Infraero e Dataprev.

TABELA 11. RAZÃO ENTRE O FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL E O LUCRO LÍQUIDO DE EMPRESAS ESTATAIS NÃO DEPENDENTES, QUE REGISTRARAM VALOR PARA O INDICADOR ABAIXO DE 1 EM 2025 – 2018-2025

Denominação	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ceagesp	0,8	-1,0	-3,9	0,7	0,7	4,5	7,2	-24,1
Infraero	0,1	-1,4	0,4	-2,5	46,0	3,2	0,7	-1,2
CDRJ*	0,1	0,0	-3,1	-1,3	0,1	-0,3	0,7	-
Ceasaminas*	2,8	0,9	2,6	-2,5	3,0	-2,6	1,1	-
ECT	2,6	1,0	0,5	1,7	-2,2	-1,1	0,9	0,1
Codern	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-2,4	-0,4	0,4
Hemobrás	19,6	1,1	-23,6	0,6	0,7	0,7	-0,7	0,4
Dataprev	1,2	1,9	2,0	1,4	1,2	1,3	0,9	0,7

* Sem valores acumulados para o 4º trimestre de 2025 nos dados da Sest.
 Fonte: Sest/MGI. Elaboração: IFI.

Esta subseção apresentou alguns indicadores financeiros das empresas estatais não dependentes. A IFI optou por fazer referências a poucos indicadores e às empresas que apresentaram resultados considerados preocupantes, do ponto de vista do controlador, no exercício de 2025.

A análise da situação de cada empresa demanda a avaliação de um conjunto de indicadores, o que se mostra difícil em razão das limitações de espaço neste texto. Antes de concluir, serão feitas algumas considerações para empresas selecionadas, a saber, ECT, Infraero, Emgepron e Codevasf, a partir dos informes financeiros divulgados por cada empresa.

Considerações sobre os indicadores e contas de algumas empresas

Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (ECT)

A partir das informações apresentadas pela ECT nas demonstrações contábeis entre 2022 e 2025, pode-se afirmar que, em linhas gerais, a deterioração dos números financeiros, a partir de 2022, é explicada por uma combinação de queda na receita, aumento de custos operacionais e reconhecimento de passivos atuariais e contingentes.

A Tabela 12 apresenta algumas informações da ECT no período. O prejuízo líquido da empresa deu saltos expressivos, passando de R\$ 808,8 milhões, em 2022, para R\$ 2,6 bilhões, em 2024, e R\$ 8,5 bilhões em 2025.

TABELA 12. DETALHAMENTO DE INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DA ECT (2022-2025) – R\$ MILHÕES

Discriminação	2022	2023	2024	2025	Var. % 2023/20 22	Var. % 2024/20 23	Var. % 2025/20 24
1. Resultado líquido	-808,8	-633,5	-2.591,2	-8.457,8	-21,7%	309,0%	226,4%
2. Receita bruta de vendas de serviços	20,5	19,9	19,6	17,3	-2,9%	-1,7%	-11,4%
2.1 Encomenda	10,5	9,5	9,7	9,6	-9,7%	1,6%	-0,4%
2.2 Mensagem	4,9	4,6	4,5	4,8	-5,8%	-3,4%	6,8%
2.3 Postagem internacional	3,6	4,4	3,9	1,3	23,2%	-12,0%	-65,5%
2.4 Logística, marketing, malote, conveniência e outros	1,4	1,3	1,5	1,6	-8,8%	14,0%	5,1%
3. Custo dos produtos vendidos e dos serviços prestados	-14,5	-15,7	-15,9	-15,9	8,3%	1,7%	0,2%
3.1 Pessoal	-9,0	-10,0	-10,3	-11,4	11,1%	3,1%	10,0%
3.2 Demais	-5,8	-5,6	-5,6	-4,6	-3,7%	-1,0%	-18,2%
4. Despesas gerais e administrativas	-4,6	-3,6	-4,7	-6,3	-22,7%	32,2%	32,9%
4.1 Pessoal	-2,1	-2,4	-3,0	-3,2	15,4%	24,0%	7,1%
4.2 Precatórios e RPVs	-0,5	-0,6	-1,1	-2,5	29,8%	79,9%	118,9%
4.3 Postal Saúde - aporte	-0,2	0,0	0,0	0,0	-	-	-
4.4 Pós-emprego	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-17,2%	-54,4%	56,4%
4.5 Contingências	-1,3	0,0	0,0	-0,3	-	-	5359,4%
4.6 Variações patrimoniais e perdas	-0,1	-0,2	-0,4	-0,1	111,2%	101,4%	-82,4%
4.7 Demais	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-44,4%	-33,5%	41,0%

Fonte: Demonstrações contábeis e notas explicativas da ECT. Elaboração: IFI.

A partir de 2022, algumas fontes importantes de receita bruta da empresa sofreram a influência de eventos externos. As receitas de encomendas subiram muito no período da pandemia, tendo se acomodado a partir de 2023. As receitas de mensagem e de postagem internacional sofreram quedas importantes nos últimos quatro anos, especialmente as de postagem.

Alterações regulatórias nas compras de produtos importados provocaram uma retração significativa no volume de postagens internacionais, reduzindo as receitas desse setor, que também enfrenta concorrência crescente, de acordo com os informes da ECT.

O item 3 da Tabela 12 mostra valores relacionados à atividade operacional da ECT, como o serviço postal e logístico. O item 4, por sua vez, apresenta dados referentes a despesas gerais e administrativas, que abarcam, por exemplo, gastos com a força de trabalho alocada nas despesas corporativas, área administrativa e nas despesas comuns.

Ao mesmo tempo em que registrou queda em receitas, a ECT indicou algumas pressões de custos com pessoal e benefícios no período de 2022 a 2025. Acordos coletivos elevaram as despesas com pessoal, incluindo 9,8% em 2021/2022, 3,5%, em 2024, e 4,1% em 2025.

Além disso, segundo os informes da empresa, o reconhecimento de obrigações com o Postalís pressionou as despesas financeiras em razão do pagamento de juros e atualizações monetárias do déficit equacionado.

Outros elementos de pressão sobre as despesas da ECT nos últimos quatro anos foram: (i) provisionamento de novas obrigações de benefício pós-emprego após a identificação da existência de subsídio cruzado entre beneficiários ativos e aposentados no Plano Correios Saúde II, além da elevação de gastos com o plano de saúde; (ii) reajustes em valores de contratos de transporte aéreo e terrestre em função de aumentos nos preços dos combustíveis; (iii) aumento no saldo de provisões devido a novas ações judiciais e revisões de risco em processos trabalhistas e cíveis; e (iv) geração de elevadas despesas com juros e multa em razão de atraso em recolhimentos de tributos e contribuições, devido à falta de liquidez.

Vale também considerar o crescimento expressivo da despesa de precatórios e de requisições de pequeno valor (RPVs) da ECT nos últimos anos. De acordo com os informes da empresa, isso se deveu a fatores jurídicos e administrativos que resultaram na conversão de contingências antigas em obrigações de pagamento imediatas.

Entre os fatores mencionados nos documentos, estão: (i) liquidação de ações coletivas e de reintegração, especialmente disputas relacionadas a benefícios de planos de saúde, planos de carreira, adicionais salariais e reintegrações de empregados; (ii) trânsito em julgado e conversão de provisões de ações trabalhistas com resultado desfavorável; (iii) aprimoramento da gestão de dados judiciais por meio de levantamento de informações junto a tribunais competentes; (iv) atualização monetária contínua; e (v) acordo de cooperação técnica com o Tribunal Superior do Trabalho (TST).

Como mencionado na subseção de discussão dos riscos fiscais, o Poder Executivo menciona a situação da ECT como um risco relevante para a União nas diretrizes orçamentárias de 2027 em razão da eventual necessidade de aportes na empresa. Nos informes da ECT, consta a viabilização de um empréstimo com garantia da União no valor de R\$ 12,0 bilhões como um pilar central do plano de reestruturação para recomposição da liquidez e manutenção das operações.

A contratação dessa operação ocorreu em dezembro de 2025, com a previsão de ingresso de R\$ 10,0 bilhões no caixa da empresa ainda naquele mês, com outros R\$ 2,0 bilhões liberados em janeiro de 2026. Em razão de questões operacionais no fim do exercício, R\$ 2,5 bilhões que deveriam ter entrado em 2025 foram efetivados em 5 de janeiro de 2026. Assim, a ECT registrou, no fim de 2025, R\$ 4,5 bilhões como “operação de crédito a receber”.

Para a União, a viabilização e a manutenção desse empréstimo estão condicionadas a um aporte obrigatório, estabelecido em contrato, de, no mínimo, R\$ 6,0 bilhões, entre os exercícios de 2026 e 2027, para a execução do plano de reequilíbrio.

Além desse empréstimo com garantia da União, os documentos da ECT indicam tentativas de uma captação de R\$ 4,5 bilhões, junto ao Novo Banco de Desenvolvimento (NDB), também conhecido como Banco dos Brics.

Codevasf

Os dados levantados pela IFI evidenciam uma deterioração dos números financeiros da Codevasf nos últimos anos, manifestada em prejuízos líquidos recorrentes e no patrimônio líquido frequentemente negativo. De acordo com os documentos publicados pela empresa, a piora nos números não decorre de falhas de gestão comercial, mas sim da própria natureza de operação como empresa pública dependente, além de ajustes contábeis estruturais.

A Tabela 13 apresenta informações sobre receitas, despesas, subvenção e resultado líquido da Codevasf de 2021 para cá. De acordo com os informes da empresa, ajustes contábeis estruturais provocaram aumento expressivo do prejuízo, em 2022, e a reversão para lucro em 2024.

TABELA 13. RECEITAS, DESPESAS, SUBVENÇÃO E RESULTADO LÍQUIDO DA CODEVASF (2021-2025) – R\$ MILHÕES

Indicador	2021	2022	2023	2024	2025
Receita líquida	17,3	98,6	48,4	62,3	50,9
Despesas administrativas	-762,7	-842,0	-950,9	-956,8	-1.028,3
Subvenção de custeio	829,1	982,0	1.241,2	2.026,9	1.694,6
Lucro ou prejuízo líquido	-358,3	-1.312,9	-1.262,8	45,6	-649,4

Fonte: Codevasf. Elaboração: IFI.

O prejuízo de 2022 aconteceu pelas seguintes razões: (i) saneamento contábil de ativos após a identificação de R\$ 1,6 bilhão em despesas de custeio, que haviam sido indevidamente registradas como “obras em andamento”, em anos anteriores, devido a restrições orçamentárias, gerando um impacto expressivo no balanço e deixando a empresa com passivo a descoberto (PL negativo); (ii) ampliação do custo com desincorporação de ativos, de R\$ 4,7 milhões, em 2021, para R\$ 543,6 milhões, em 2022, em função de um esforço de baixa de contas com obras; e (iii) perdas de capital no montante de R\$ 634,5 milhões, em 2022, ante R\$ 255,8 milhões registrado no ano anterior.

O lucro líquido de R\$ 45,6 milhões registrado em 2024 foi excepcional e alcançado em função de: (i) desincorporação de passivo com a baixa de prestações de contas de Termos de Execução Descentralizada (TEDs) recebidos em anos anteriores; (ii) receita de R\$ 1,19 bilhão na rubrica “ganhos com desincorporação de passivo”, valor suficiente para reverter o prejuízo operacional do exercício; e (iii) aumento para R\$ 2,02 bilhões nas subvenções de custeio recebidas do Tesouro em razão da mudança de tratamento atribuído à compra de bens para doação, que deixou de ser considerada investimento, passando para subvenção de custeio.

A Tabela 14 apresenta valores para os ativos, os passivos e o patrimônio líquido da Codevasf entre 2019 e 2025. A deterioração do patrimônio líquido da empresa, que passou a um passivo a descoberto, em 2022, é explicada pelos fatores acima mencionados: ajustes contábeis estruturais e prejuízos operacionais acumulados.

TABELA 14. EVOLUÇÃO DOS ATIVOS, PASSIVOS E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA CODEVASF (2019-2025) – R\$ MILHÕES

Indicador	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ativo circulante (AC)	310,7	285,2	350,0	351,0	293,6	599,7	394,5
Passivo circulante (PC)	1.835,4	2.272,1	3.187,0	3.865,1	3.851,7	3.465,2	3.176,4
Patrimônio líquido	357,7	313,8	377,6	-1.314,2	-935,1	-84,3	-191,7
Diferença (AC-PC)	-1.524,7	-1.986,9	-2.837,0	-3.514,1	-3.558,1	-2.865,5	-2.781,9

Fonte: Codevasf. Elaboração: IFI.

As informações apresentadas nos informes da empresa demonstram também a elevada dependência das subvenções do Tesouro, como destacado na Tabela 3 e na Tabela 6. Nesta última, ficou evidenciada a insuficiência de caixa da empresa a partir de 2022, situação em que a subvenção recebida do Tesouro é insuficiente para manter o fluxo de caixa operacional.

Outro aspecto relevante de se mencionar diz respeito à inadimplência crônica da empresa. Apenas em 2024, a empresa registrou um ajuste para perdas sobre créditos (calotes) de R\$ 64,1 milhões, valor que subiu para R\$ 69 milhões em 2025. As notas contábeis indicam que grande parte dessas dívidas está vencida há mais de dois anos, forçando a empresa a considerar esses haveres a receber como perdas ou, ainda, renegociar esses créditos com descontos relativamente elevados.

Além disso, os dados referentes a contas a pagar junto a fornecedores indicam elevada volatilidade e dependência do cronograma de liberação de recursos do Tesouro Nacional. A Codevasf não tem autonomia de caixa para pagar seus fornecedores tempestivamente com recursos próprios. Isso tem causado oscilações drásticas nos balanços da empresa ao longo dos anos.

Emgepron

A EMGEPRON apresenta uma estrutura financeira atípica para uma estatal, decorrente do seu papel na execução do programa de reaparelhamento naval brasileiro. O resultado líquido positivo registrado nos últimos exercícios decorre, majoritariamente, da remuneração financeira sobre recursos ainda não empregados na construção das embarcações. A atividade operacional da empresa contribuiu pouco para o resultado, que é deficitário. A atividade de manutenção naval tem sido afetada pelas restrições orçamentárias da Marinha do Brasil, principal cliente da empresa.

Nos últimos anos, observou-se uma transferência progressiva de recursos do Caixa para o Ativo Imobilizado. O saldo de Caixa e Equivalentes recuou de R\$ 9,4 bilhões, em 2021, para

R\$ 7,8 bilhões, em 2022, R\$ 6,6 bilhões, em 2023, e R\$ 5,2 bilhões em 2024. O Ativo Imobilizado, por sua vez, cresceu de R\$ 1,2 bilhão, em 2021, para R\$ 6,8 bilhões em 2024. As demonstrações de fluxo de caixa registraram saídas de R\$ 2,2 bilhões, em 2022, R\$ 1,7 bilhão, em 2023, e R\$ 1,6 bilhão, em 2024, destinadas à Aquisição de Imobilizado.

As notas explicativas dos demonstrativos indicam que esses valores correspondem, principalmente, à construção de quatro Fragatas da Classe Tamandaré (PFCT) e do Navio Polar (NPo) Almirante Saldanha. À medida que o consórcio construtor avança na execução física dos projetos e ocorrem os desembolsos correspondentes, a Emgepron registra esses valores no Ativo Imobilizado.

A dependência de receitas financeiras para a formação do resultado líquido, mesmo diante de um prejuízo operacional crescente, decorre da forma como os recursos do programa naval foram estruturados. Entre 2017 e 2019, a União destinou recursos à Emgepron por meio de autorizações legislativas para capitalização da empresa: R\$ 9,5 bilhões para as Fragatas e R\$ 750 milhões para o Navio Polar.

Esses valores foram registrados no Patrimônio Líquido como Adiantamento para Futuro Aumento de Capital (AFAC) e permaneceram aplicados no caixa da empresa. Por exigência do Conselho Monetário Nacional (CMN)³³, os recursos são mantidos em fundos de investimento extramercado exclusivos no Banco do Brasil e na Caixa Econômica Federal. As receitas financeiras registradas nos exercícios seguintes corresponderam à remuneração desses recursos enquanto não são utilizados na construção das embarcações.

O prejuízo operacional antes do resultado financeiro da Emgepron aumentou desde 2021, de R\$ 6,6 milhões, naquele ano, para R\$ 57,4 milhões em 2024. A receita líquida de vendas e serviços também recuou, de R\$ 151,3 milhões, em 2022, para R\$ 113,6 milhões, em 2024, resultando em um prejuízo bruto de R\$ 22 milhões em 2024, após resultados brutos positivos nos exercícios anteriores.

As notas explicativas atribuem essa retração na receita líquida aos contingenciamentos orçamentários do governo federal, que reduziram a demanda da Marinha por manutenção de navios no Arsenal de Marinha do Rio de Janeiro, sistemas de armas e fornecimento de munição. Em 2025, houve uma recuperação parcial das receitas operacionais, associada à retomada de alguns serviços e à exportação de munição.

Ainda assim, o resultado líquido permaneceu positivo em todo o período analisado: R\$ 656 milhões, em 2022, R\$ 614 milhões, em 2023, e R\$ 330 milhões em 2024, sustentado quase integralmente pelas receitas financeiras, que variaram entre R\$ 937 milhões, em 2022, a R\$ 523 milhões em 2024. A demonstração do valor adicionado confirma essa composição:

³³ Resolução CMN nº 4.986, de 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4986>.

em 2024, o Valor Adicionado Produzido pela empresa foi de R\$ 61 milhões, contra R\$ 549 milhões de Valor Adicionado Recebido em Transferência, referente às receitas financeiras.

Para concluir as considerações sobre a Emgepron, é importante registrar alguns comentários sobre a estrutura patrimonial da empresa, composta, majoritariamente, por recursos próprios. Do total de R\$ 12,2 bilhões em ativos, em 2024, mais de R\$ 12 bilhões corresponderam ao Patrimônio Líquido, com o passivo exigível (circulante e não circulante) representando uma parcela reduzida, de R\$ 201 milhões. À medida que os recursos aportados pela União são utilizados na construção dos navios, o saldo de AFAC é reduzido e convertido em capital social, mediante deliberação em assembleia geral. A Tabela 14Z detalha os valores dessa conversão ao longo do tempo.

TABELA 15. ESTRUTURA PATRIMONIAL E CONVERSÃO DO ADIANTAMENTO PARA FUTURO AUMENTO DE CAPITAL (AFAC) EM CAPITAL SOCIAL NA EMGEPRON (2021-2025) – R\$ MILHÕES

Ano	AFAC	Capital Social
2021	10.171,7	307,2
2022	9.266,4	1.359,4
2023	7.083,9	3.634,4
2024	5.668,8	5.301,2
2025	4.087,0	6.883,4

Fonte: Emgepron. Elaboração: IFI.

O modelo previsto para a fase seguinte do programa também está definido nas notas explicativas: após concluídos, os navios permanecem no ativo da Emgepron³⁴, tendo seu domínio transferido à Marinha, que passa a ressarcir a empresa anualmente pelo valor depreciado de cada embarcação, o que deve gerar fluxo de caixa para a empresa nos anos seguintes.

Por fim, cabe esclarecer que a Emgepron não tem dívidas com instituições financeiras, mas registra contingências jurídicas relacionadas, principalmente, a processos trabalhistas sobre horas extras, disputas relativas ao piso salarial de engenheiros e processos de reintegração de funcionários.

Infraero

Entre 2022 e 2026, a Infraero passou por uma reestruturação de modelo de negócios associada à 6ª e à 7ª rodada de concessões aeroportuárias, que transferiu a maior parte dos grandes aeroportos administrados pela empresa para a iniciativa privada. A companhia manteve sob gestão direta o Aeroporto Santos Dumont e assumiu a operação de aeroportos regionais (como Mossoró, Ipatinga e Flores), reposicionando-se como executora de

³⁴ O relatório de auditoria da EMGEPRON estabelece que a transferência de domínio e uso das fragatas prontas para a Marinha do Brasil ocorrerá por meio de contrato de instituição de domínio público, via afetação de bem naval. Para maiores detalhes, consultar os relatórios anuais da empresa em: <https://www.emgepron.gov.br/pt-br/acessoainformacao/receitas-despesas>.

políticas de desenvolvimento da aviação regional, em articulação com o Novo PAC e o Ministério de Portos e Aeroportos.

A transição do portfólio gerou oscilações relevantes nos resultados. Em 2022, a empresa registrou lucro líquido de R\$ 15,5 milhões, revertendo resultados negativos acumulados. A receita líquida se manteve estável entre 2022 (R\$ 1,4 bilhão) e 2023 (R\$ 1,5 bilhão), mas caiu de forma acentuada em 2024, para R\$ 422,8 milhões, retração de 71% associada à saída das receitas dos grandes aeroportos leiloados na 7ª rodada, cuja transferência foi concluída em setembro de 2023. Esse encolhimento da receita, somado aos custos da transição, resultou em prejuízo líquido de R\$ 228,7 milhões em 2024.

A pressão operacional continuou em 2025. No ano, o resultado consolidado reverteu para lucro líquido de R\$ 316,2 milhões, com uma receita líquida de R\$ 441,6 milhões, configurando margem líquida de 71,6%. Essa margem elevada não refletiu recuperação da atividade operacional, que permaneceu deficitária em 2025 (resultado antes do financeiro foi negativo em R\$ 46,2 milhões). Relatórios subsequentes indicaram lucro líquido de R\$ 23,7 milhões no 1º trimestre de 2026, associado à estabilização do plano de reestruturação.

De 2022 para cá, a proporção entre receita financeira e receita líquida ficou elevada porque as duas grandezas se moveram em direções opostas. Três fatores pressionaram a queda da receita operacional: (i) a perda dos grandes aeroportos concedidos na 7ª rodada, principal fonte histórica de receita tarifária; (ii) a limitação regulatória imposta ao Aeroporto Santos Dumont, restrito a um teto de 8 a 9 milhões de passageiros por ano, que reduziu o faturamento com tarifas de embarque, conexão e pouso; e (iii) a assunção de aeroportos regionais de menor rentabilidade, cujos custos de terceirização e adequação inicialmente superaram as receitas geradas, levando, inclusive, à rescisão de alguns contratos por inadimplência governamental, como no caso dos aeroportos regionais do Ceará.

Ao mesmo tempo, a empresa passou a deter um volume de recursos superior ao de sua operação corrente no caixa. Parte desses recursos veio de Adiantamentos para Futuro Aumento de Capital (AFAC) recebidos do governo federal. A parcela mais relevante correspondeu a R\$ 894,5 milhões pagos pelas concessionárias vencedoras dos leilões da 7ª rodada. Esse montante foi aplicado em fundos de liquidez imediata, compostos por títulos públicos federais atrelados à Selic (índice IRF-M), geridos pelo Banco do Brasil e pela Caixa Econômica Federal. Em 2024, os rendimentos dessas aplicações somaram mais de R\$ 237 milhões.

Para conter despesas em um contexto de perda de receitas, a Infraero extinguiu três diretorias e oito centros de suporte, reformulou o plano de saúde dos empregados e deu continuidade ao Programa Especial de Adequação do Efetivo (PEAE), com adesões a planos de desligamento voluntário e aposentadoria (PDITA e DIN). Em 2023, 639 empregados foram desligados, com economia projetada de R\$ 70,6 milhões. Em 2024, mais 171 desligamentos resultaram em redução de despesas de R\$ 16,4 milhões. Parte dos R\$ 894,5

milhões recebidos das concessionárias da 7ª rodada foi destinada especificamente à equalização e ao custeio desses desligamentos.

Em razão da redução das receitas tarifárias dos aeroportos mais rentáveis, a empresa estruturou um novo plano de negócios voltado à comercialização de serviços aeroportuários especializados (modelo B2B) para estados, municípios e operadores privados. O portfólio inclui gestão e operação de aeroportos regionais por contrato ou outorga, planejamento aeroportuário (planos diretores), engenharia e projetos, consultoria e licenciamento ambiental, soluções digitais para infraestrutura aeroportuária, capacitação (Infraero Educação) e serviços técnicos e financeiros de apoio à operação. Paralelamente, a empresa intensificou a gestão comercial de fontes de receita não tarifária, como estacionamentos, postos de combustíveis, galpões logísticos e cobrança de inadimplência.

Em suma, entre 2022 e 2026, a Infraero concluiu a transição para uma estrutura mais enxuta, voltada à prestação de serviços aeroportuários e ao desenvolvimento da aviação regional. No período de transição, houve perda de receita operacional, resultados negativos recorrentes e dependência temporária de receitas financeiras geradas pelo caixa recebido das concessões, até a estabilização observada no início de 2026.

Considerações finais

Os indicadores financeiros analisados neste texto confirmam uma deterioração perceptível da saúde financeira de parte relevante das empresas estatais federais, tanto dependentes quanto não dependentes, o que eleva o risco fiscal para o Tesouro Nacional, em um contexto de forte restrição orçamentária imposta pelo RFS. Essa deterioração não é uniforme nem decorre de uma única causa, mas os dados levantados pela IFI permitem identificar padrões que merecem atenção do ponto de vista da gestão fiscal.

Entre as estatais dependentes, a análise do patrimônio líquido, do fluxo de caixa operacional e do indicador de suficiência de caixa revela um grupo de empresas – notadamente Codevasf, CBTU, Embrapa, HCPA e EBSEH – cuja trajetória financeira se distancia do padrão observado nos exercícios anteriores a 2018. Para essas empresas, cabe reforçar que o problema não é de solvência no sentido tradicional, já que sua existência depende de subvenções do Tesouro e não de geração própria de caixa. O risco relevante reside no descompasso entre despesas e repasses, quando persistente, tende a se converter em pressão por suplementações orçamentárias ou aportes extraordinários, disputando espaço fiscal com outras políticas públicas sujeitas aos limites do RFS.

No grupo das estatais não dependentes, os indicadores de margem operacional, de exposição a receitas financeiras e de qualidade do lucro (razão FCO/lucro líquido) apontam para fragilidades distintas, mas igualmente relevantes. Casos como os da ECT, da Emgepron e da Infraero mostram que, mesmo sem onerar diretamente o OFSS, essas empresas podem comprometer sua capacidade de distribuição de dividendos à União ou,

em situações mais extremas, demandar aportes de capital, como o que a União fará na ECT em 2027, conforme previsto no contrato do empréstimo contratado pela empresa em 2025.

As considerações individuais sobre ECT, Codevasf, Emgepron e Infraero, ainda que limitadas pelo escopo deste texto, ilustram a heterogeneidade das causas por trás dos números agregados: ajustes contábeis estruturais que mascaram temporariamente o resultado (Codevasf), reestruturação de modelo de negócio associada a mudanças regulatórias (Infraero), dependência de receita financeira sobre recursos ainda não empregados (Emgepron) e acúmulo de passivos atuariais e contingentes somado a queda de receita (ECT). Esse conjunto de casos reforça a necessidade de análise individualizada, já que indicadores agregados podem ocultar dinâmicas bastante distintas entre as empresas.

Do ponto de vista da governança fiscal, a extinção da possibilidade de compensação entre as metas de resultado primário do governo central e das estatais não dependentes, a partir da LDO 2026, representa um avanço em termos de transparência. Ao mesmo tempo, essa mudança elimina um mecanismo que, até então, poderia atenuar a visibilidade de desequilíbrios pontuais em algumas empresas. Isso torna ainda mais relevante o monitoramento contínuo e individualizado dos indicadores aqui discutidos, sobretudo diante da sinalização, no Anexo de Riscos Fiscais do PLDO 2027, de acompanhamento mais próximo em relação a empresas como Correios, Casa da Moeda, Eletronuclear e Companhia Docas.

Por fim, cabe registrar que este texto não teve a pretensão de esgotar o tema. A discussão sobre eventual privatização de empresas estatais foi deliberadamente deixada de fora, por envolver considerações que extrapolam o escopo fiscal aqui tratado. Da mesma forma, por limitação de espaço, a análise se concentrou em um número restrito de indicadores e empresas, com maior detalhamento qualitativo restrito a apenas quatro casos. O acompanhamento desses indicadores pode ser retomado pela IFI no futuro, dado o caráter dinâmico dos riscos fiscais associados às empresas estatais federais.

Propag: uma estimativa de recebíveis da União

Pedro Souza

Introdução

Ao longo dos últimos anos, as relações interfederativas passaram por diversas modificações. No âmbito da relação entre União e estados, esse processo foi marcado por diversas renegociações e assunções de dívidas, associados à necessidade de fortalecimento das finanças públicas estaduais. As renegociações envolveram a assinatura de aditivos contratuais para mudança de indexadores e mudanças de prazos, além da criação de novos regimes de pagamentos destinados a estados em situação fiscal mais frágil.

A última mudança ocorreu no âmbito do Programa de Pleno Pagamento de Dívidas dos Estados (Propag), instituído pela Lei Complementar (LC) nº 212³⁵, de 13 de janeiro de 2025. O programa instituiu mais uma renegociação da dívida, com prolongamento de prazos e redução de encargos, além da possibilidade de amortizações extraordinárias do principal.

O objetivo desse texto é analisar a evolução da dívida pública dos estados nos últimos anos, com foco nos programas de refinanciamento, nos regimes especiais de pagamento e no Propag. A primeira seção apresenta um histórico dos programas e as condições e contextos em que surgiram. A segunda, analisa as regras do Propag, última alteração no refinanciamento das dívidas dos Estados com a União, assim como as diferenças em relação aos programas anteriores. A terceira seção apresenta um exercício que avalia o impacto do Propag no refinanciamento da dívida dos estados com a União, incluindo o fluxo de valores recebidos pela União nesses contratos. Por fim, o texto é encerrado com as considerações finais.

Evolução recente

A relação financeira entre a União e os estados passou, desde a década de 1990, por diferentes etapas. Inicialmente, as medidas buscaram conter a expansão do endividamento e transferir para a União parte dos passivos estaduais. Posteriormente, foram revistas as condições financeiras desses contratos, especialmente seus indexadores e prazos. Por fim, foram criados regimes específicos para estados em situação fiscal mais grave. A evolução dos indicadores de dívida ajuda a compreender os motivos dessas sucessivas alterações.

Na década de 1990, os estados brasileiros e o Distrito Federal apresentavam expressivos desequilíbrios financeiros. Em 1993, por exemplo, o diagnóstico apresentado no âmbito do Conselho Monetário Nacional (CMN) indicou o uso de bancos públicos estaduais para o

³⁵ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp212.htm.

financiamento dos déficits de seus entes controladores³⁶, o que contribuiu para a edição da Resolução CMN nº 1.996, daquele ano. Também em 1993, a Emenda Constitucional nº 3 proibiu que os estados, o Distrito Federal e os municípios realizassem emissões de títulos da dívida pública, salvo aquelas destinadas ao refinanciamento da dívida mobiliária existente até o fim de 1999³⁷.

As primeiras medidas de refinanciamento, contudo, antecederam essas restrições. A Lei nº 8.388³⁸, de dezembro de 1991, definiu diretrizes para o refinanciamento, pela União, de dívidas dos entes federativos. Nos termos do art. 2º, a parcela do serviço da dívida refinanciada que excedesse os limites fixados pelo Senado Federal seria paga em 40 prestações trimestrais e consecutivas.

Durante a década de 1990, ocorreram novas renegociações das dívidas dos entes federativos com a União, com a concessão de condições e prazos mais favoráveis. A Lei nº 8.727, de 1993³⁹, instituiu o Programa de Saneamento do Setor Público, que renegociou débitos dos entes federativos junto a órgãos e entidades controlados pela União, considerando operações contratadas até setembro de 1991. Essas dívidas foram refinanciadas em um prazo de até 20 anos, prorrogável por mais 10 anos, com uma limitação de 11% da receita líquida real (RLR)⁴⁰ nos pagamentos, mantidos os encargos originais dos contratos⁴¹. O programa representou uma primeira etapa de consolidação das dívidas estaduais sob coordenação da União.

Essa primeira rodada de renegociação, entretanto, não encerrou os problemas fiscais dos estados. De acordo com o diagnóstico contido no Voto CMN nº 162, de 1995⁴², a redução da inflação, após a implementação do Plano Real, levou os entes federados a uma crise fiscal. Parte das receitas estaduais provinha de aplicações financeiras e era utilizada para o financiamento de despesas correntes, inclusive pessoal e encargos sociais. As perdas foram parcialmente compensadas pelo aumento de receitas tributárias e de transferências da União, especialmente por meio do Fundo de Participação dos Estados e do Distrito

³⁶ Voto CMN nº 078/93, apresentado nas páginas 1179 a 1183. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/cmnn/AtasCmn/Ata_0540_CMN.pdf.

³⁷ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc03.htm.

³⁸ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/1989_1994/l8388.htm.

³⁹ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8727.htm.

⁴⁰ A Resolução do Senado nº 11, de 1994, define a RLR no §1º do art. 4º:

“§ 1º – Entende-se por Receita Líquida Real, para os efeitos desta resolução, a receita realizada nos doze meses anteriores ao mês imediatamente anterior àquele em que se estiver apurando, excluídas as receitas provenientes de operações de crédito, de alienação de bens, de transferências ou doações recebidas com o fim específico de atender despesas de capital e, no caso dos Estados, as transferências aos Municípios, por participações constitucionais e legais”.

⁴¹ A lei estabelece, em seu art. 2º, que “A parcela das prestações do refinanciamento que ultrapassar o limite de comprometimento de receitas estabelecido pelo Senado Federal [...] será acumulada para pagamento nos meses seguintes, respeitado sempre o limite, refinanciando-se o resíduo final em até cento e vinte prestações mensais e consecutivas, calculadas com base na Tabela Price, vencíveis a partir do vencimento da última prestação a que se refere o § 10 do art. 1º e mantidas as mesmas condições de pagamento e de encargos financeiros previstos nos §§ 8º, 9º e 11 do art. 1º”.

⁴² Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/cmnn/AtasCmn/Ata_0574_CMN.pdf.

Federal (FPE). Esse incremento, contudo, não foi suficiente para fazer frente às despesas obrigatórias, ampliadas, entre outros fatores, por reajustes salariais, o que agravou os desequilíbrios financeiros estaduais.

Esse diagnóstico levou à proposição do Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados (PAF), que teve sua implementação disciplinada pela Lei nº 9.496, de 1997⁴³. O PAF estabelecia metas ou compromissos para a dívida financeira, resultado primário, despesas com pessoal, receitas de arrecadação própria, privatização, permissão ou concessão de serviços públicos, reforma administrativa e patrimonial e despesas de investimento. O novo refinanciamento considerava uma taxa de juros entre 6,0% a.a. e 7,5% a.a., além da atualização monetária pelo IGP-DI. O prazo máximo para pagamento desse novo refinanciamento era de 360 meses (30 anos). A RLR nesses contratos era definida contratualmente, podendo variar entre 11,5% e 15% da RLR. A RLR também era utilizada como denominador para apuração das metas definidas no PAF⁴⁴.

Na prática, a limitação do pagamento a uma parcela da RLR reduzia a pressão imediata sobre o fluxo de caixa dos estados. Ao mesmo tempo, valores que excediam esse limite podiam ser acumulados e incorporados ao saldo devedor, prolongando a duração do endividamento. Ao final da década de 1990, portanto, parcela relevante das dívidas estaduais havia sido consolidada em contratos com a União, acompanhados de compromissos de ajuste fiscal.

Uma vez estabelecidos os principais programas de refinanciamento, cabe avaliar como evoluiu o estoque da dívida estadual e qual foi a participação das dívidas renegociadas nessa trajetória. Em 1997, a dívida líquida dos estados totalizou R\$ 100,3 bilhões (11,2% do PIB), chegando a R\$ 258,0 bilhões (17,3% do PIB), em 2002. As dívidas associadas às renegociações realizadas na década de 1990 respondiam pela maior parte do estoque, totalizando R\$ 217,6 bilhões (14,6% do PIB).

De 2003 até 2013, a dívida dos estados diminuiu em percentual do PIB, totalizando R\$ 483,3 bilhões (9,1% do PIB). Essa redução decorreu mais do crescimento do PIB que do pagamento efetivo das parcelas, visto que, entre os fatores condicionantes, o pagamento de juros mais que superou os resultados primários obtidos no período.

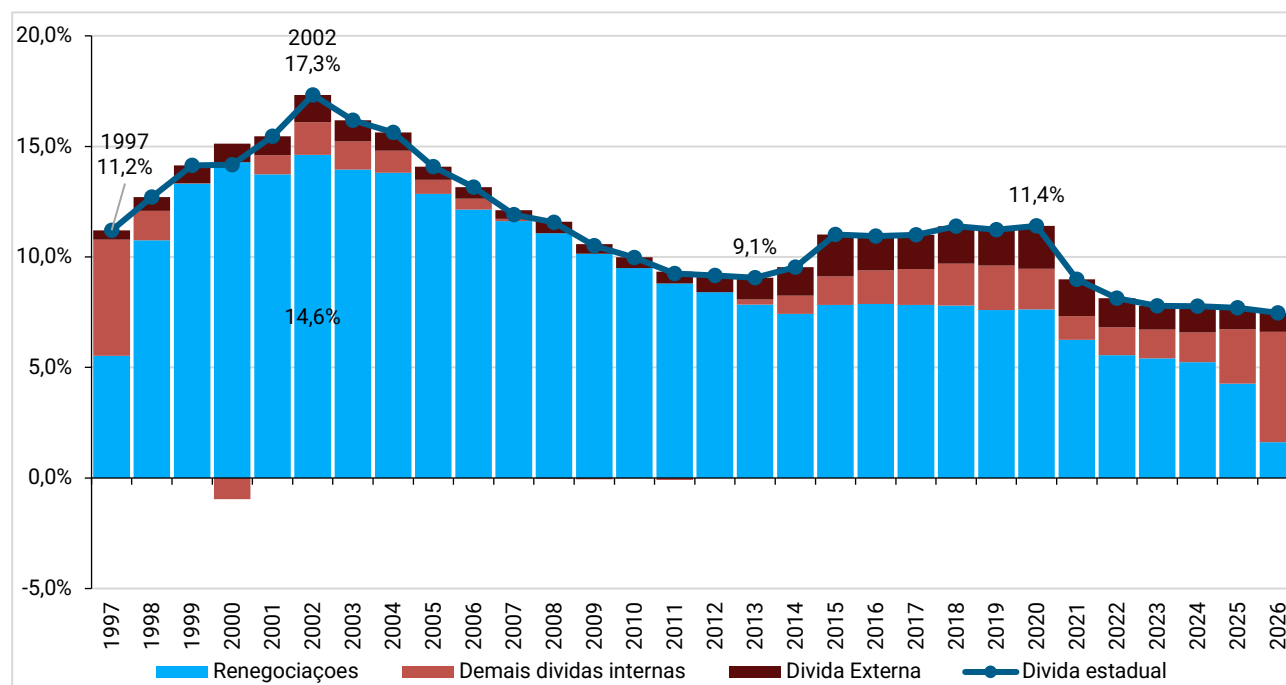
O Gráfico 8 mostra que as dívidas renegociadas permaneceram como o principal componente da dívida estadual ao longo desse período. A partir de 2014, entretanto, houve uma piora na dívida dos estados, embora as dívidas renegociadas tivessem permanecido estáveis no período que compreende os anos de 2014 e 2020. A piora decorreu da dívida externa e das demais dívidas internas, que apresentaram crescimento no período analisado, provavelmente em razão da piora das condições econômico-financeiras, como a

⁴³ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9496.htm.

⁴⁴ Acerca das metas e resultados, os relatórios anuais estão disponíveis em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-de-avaliacao-do-programa-de-reestruturacao-e-de-ajuste-fiscal-paf/>.

depreciação cambial, e da piora dos resultados primários obtidos, dada a crise fiscal registrada no período.

GRÁFICO 8. DÍVIDA LÍQUIDA DOS ESTADOS POR TIPO DE DÍVIDA (EM % DO PIB)

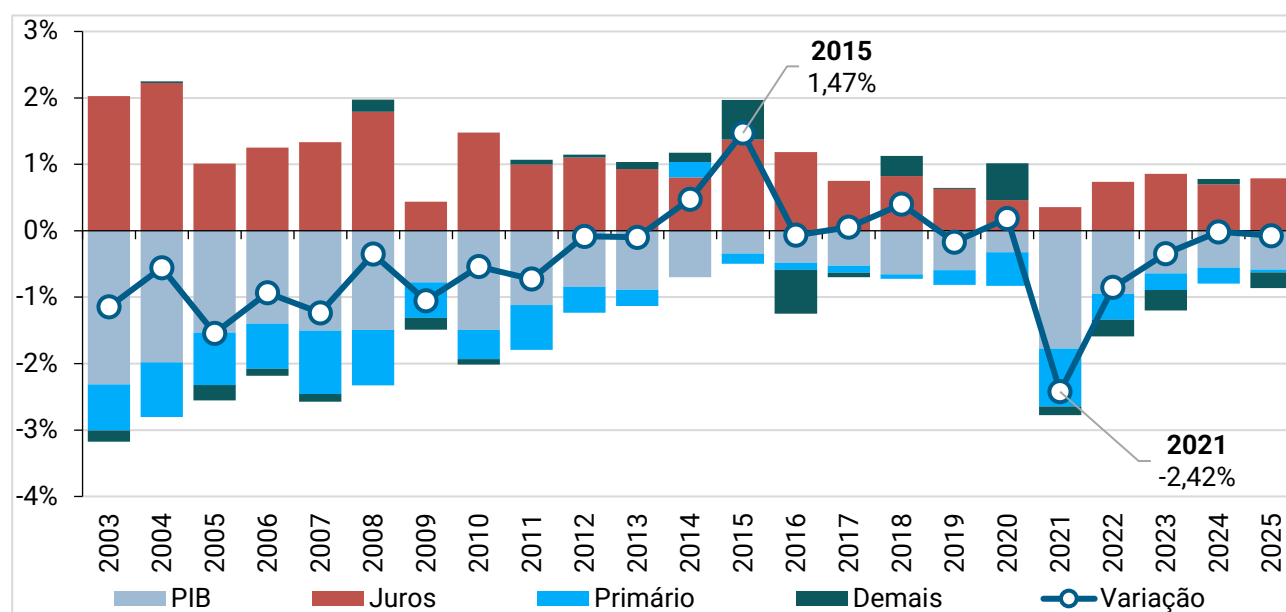


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI.

A redução da dívida em proporção do PIB, contudo, não informa, isoladamente, se houve amortização efetiva. Para identificar os fatores responsáveis por essa trajetória, o Gráfico 9 decompõe a variação da dívida entre crescimento do PIB, juros, resultado primário e demais ajustes.

Entre 2003 e 2013, o crescimento do PIB foi um dos principais fatores para a redução das dívidas estaduais, contribuindo com quedas entre 0,8 e 2,3 pontos percentuais no período. Os resultados primários também exerceram efeito relevante para a redução da dívida dos estados entre aqueles anos, reduzindo o endividamento entre 0,2 p.p. e 1,0 p.p. do PIB. Os juros, por outro lado, contribuíram para o aumento do endividamento, pressionando a dívida entre 0,8 e 2,3 p.p. do PIB no mesmo período.

GRÁFICO 9. FATORES CONDICIONANTES PARA A VARIAÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DOS ESTADOS (EM P.P. DO PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI.

A partir de 2014, o endividamento dos estados voltou a crescer. Esse movimento decorreu, principalmente, da redução do crescimento do PIB e da piora dos resultados primários. De 2014 a 2018, os juros pagos contribuíram para o aumento da dívida entre 0,8 e 1,4 p.p. do PIB. Em 2014, o déficit observado nas contas estaduais aumentou a dívida em 0,2 p.p. do PIB. Nos anos seguintes, os estados voltaram a registrar superávits, embora em magnitudes inferiores aos observados na década anterior.

Importante lembrar que, nos anos de 2012 e 2013, a União concedeu garantias em operações de crédito em volumes expressivos para os governos estaduais, totalizando cerca de 1% do PIB em cada. Essas garantias foram concedidas para operações com credores internos e externos, o que explica o aumento da participação das demais dívidas internas e externas no Gráfico 8. Sobre esse tema, a IFI abordou o caso das garantias concedidas em operações de crédito internas no RAF nº 86, de março de 2024⁴⁵.

Em razão da desaceleração da atividade econômica, a contribuição do crescimento do PIB para a redução do endividamento também se tornou mais modesta, variando entre 0,3 e 0,7 ponto percentual no período. Outros fatores também foram relevantes, entre os quais ajustes metodológicos e patrimoniais⁴⁶, variações cambiais e reconhecimento de dívidas.

⁴⁵ Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/648335/RAF86_MAR2024.pdf.

⁴⁶ O Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central divide esses ajustes em 5 categorias: (i) ajuste metodológico, que decorre do efeito da taxa de câmbio na dívida líquida; (ii) ajuste externo de paridade, que é realizado quando a dívida é composta por obrigações e haveres em diferentes moedas convertidas para dólar e depois para reais; (iii) ajuste de caixa e competência, que ocorre em razão dos juros externos serem apurados pelo regime de competência, mas a dívida variar pelo regime de caixa; (iv) ajuste de privatização, que decorre do fato de receitas de privatizações não serem incorporadas ao resultado primário ou nominal, mas afetarem a dívida líquida; e (v) ajustes de reconhecimento de dívidas, que podem ocorrer com o

Em 2015, esses elementos aumentaram a dívida líquida em 0,6 p.p., efeito derivado de ajustes metodológicos na dívida externa em razão da variação cambial. Já em 2016, a redução de 0,7 p.p. decorreu da combinação entre variação cambial e reconhecimento de dívidas.

A partir de 2019, a trajetória das dívidas estaduais ficou relativamente estável, com forte redução em 2021, devido ao crescimento do PIB, que contribuiu para a redução da dívida em 1,8 p.p.

O Gráfico 9 mostra que, em todo o período, a despesa com juros teve impacto relevante na dívida dos estados, composta, em grande parte, por dívidas oriundas das renegociações ocorridas na década de 1990.

O Plano de Auxílio aos Estados e ao Distrito Federal

Em 2013, o Poder Executivo Federal encaminhou ao Congresso Nacional o Projeto de Lei Complementar (PLP) nº 283, de 2013⁴⁷. O projeto, entre outras coisas, autorizava a União a alterar os indexadores das dívidas refinanciadas no âmbito da Lei nº 9.496, de 1997, e da Medida Provisória nº 2.185-35, de 2001⁴⁸. Esse projeto propôs a alteração da correção monetária dos contratos, do IGP-DI para o IPCA, além de estipular um teto para a taxa de juros, que seria de 4% a.a. A medida também previa uma limitação nos encargos financeiros dessa dívida, que não poderiam ultrapassar a variação da taxa Selic no mês.

Na exposição de motivos, o Ministro da Fazenda argumentou que os acordos celebrados nas renegociações da década de 1990 refletiam as condições macroeconômicas distintas das observadas naquele momento. Assim, a proposição mudava o índice de correção monetária para o IPCA, que era menos volátil, enquanto a taxa real de 4% ao ano procurava aproximar o custo dos contratos estaduais das condições de financiamento da própria União.

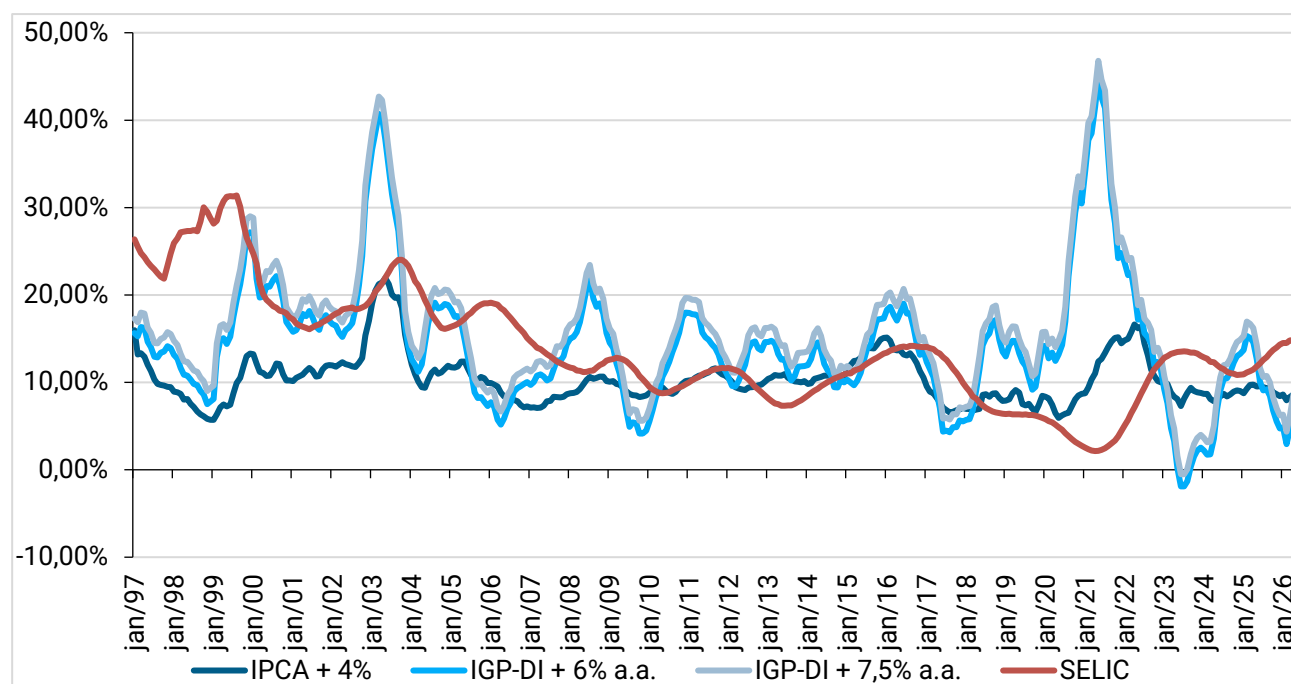
A questão dos encargos era particularmente relevante. Como mostra o Gráfico 10, havia, de fato, uma volatilidade relevante no IGP-DI, estando, por vezes, superior à Selic. Isso poderia gerar efeitos relevantes no fluxo de caixa e/ou o nível de endividamento dos governos estaduais e distrital. No fluxo de caixa esse efeito aparecia na menor previsibilidade nos desembolsos, que poderiam variar muito entre um exercício e outro. Como explicado anteriormente, no entanto, havia limitações ao pagamento dessas dívidas à Receita Líquida Real, de modo que uma grande variação poderia ser contida no fluxo de caixa, mas incorporada ao saldo devedor, o que aumentaria o estoque da dívida.

reconhecimento de passivos ou ativos, assim como de reclassificação de contas. Saiba mais no capítulo 6 do Manual. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/estatisticasfiscais.pdf>.

⁴⁷ Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=564525>.

⁴⁸ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/2185-35.htm.

GRÁFICO 10. TAXAS DE JUROS DOS FINANCIAMENTOS SELECIONADAS E SELIC (% A.A.)



Fonte: IBGE, FGV e Banco Central do Brasil. Elaboração: IFI.

O PLP nº 283 foi convertido na Lei Complementar (LC) nº 148⁴⁹, de novembro de 2014. No texto final, os contratos passaram a ser corrigidos pelo IPCA acrescido de juros reais de 4% ao ano, ficando os encargos limitados à variação acumulada da taxa Selic. A lei também autorizou a edição de termos aditivos aos contratos de refinanciamento firmados no âmbito do PAF, de modo a incorporar as novas condições.

No período entre 2010 e 2016, a taxa composta por IPCA mais 4% a.a. estava próxima da taxa Selic. Entre 2017 e 2022, entretanto, esse índice ficou, em diversos momentos, acima da Selic, principalmente em razão da aceleração da inflação observada após a pandemia e da política monetária mais expansionista no mesmo período. Nessas situações, passou a prevalecer a limitação dos encargos pela Selic acumulada⁵⁰.

Como o texto final da LC nº 148 estabeleceu a comparação entre índices acumulados desde 2013, e não entre suas variações mensais, os estados poderiam pagar, em determinados períodos, encargos superiores ao correspondente por IPCA mais 4% a.a., mesmo quando esse índice estivesse inferior à Selic no mês de apuração. A regra contratual, portanto, dependeria da trajetória acumulada dos dois indicadores. Como o Gráfico 10 demonstra, a taxa Selic superou a taxa composta desde meados de 2022.

A LC nº 151⁵¹, de 2015, alterou os dispositivos autorizativos da LC nº 148 e os converteu em obrigação, determinando a adoção das novas condições. À época, o projeto que deu

⁴⁹ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp148.htm.

⁵⁰ É possível consultar os encargos da dívida nessas condições em: https://sahem.tesouro.gov.br/sahem/public/consultar_cam.jsf.

⁵¹ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp151.htm.

origem à LC nº 151 indicava que a União não cumpria a norma legal, o que forçava os entes federados a recorrer ao Poder Judiciário⁵².

A regulamentação da LC nº 148 ocorreu, em dezembro de 2015, por meio do Decreto nº 8.616⁵³, que fixava fórmulas de cálculo e critérios para os termos aditivos às dívidas da Lei nº 9.496. Dados do Ministério da Fazenda informam que, até abril de 2016, 24 estados e o Distrito Federal haviam solicitado adesão às novas condições da LC nº 148, embora alguns pleiteassem, paralelamente, a mudança das condições no Poder Judiciário, como a mudança da capitalização para juros simples⁵⁴.

Em dezembro de 2016, foi aprovada a LC nº 156, que estabeleceu o Plano de Auxílio aos Estados e ao Distrito Federal e medidas de estímulo ao equilíbrio fiscal, ficando conhecida como “Novo PAF”⁵⁵. A lei autorizou a celebração de termos aditivos às dívidas refinanciadas dos estados junto à União para estender o prazo em até 240 meses, possibilitando, ainda, redução extraordinária do saldo devedor e a redução extraordinária e progressiva da parcela mensal da dívida, de julho de 2016 a junho de 2018.

A norma trouxe, também, a exigência de que se adotasse um teto de gastos para despesas primárias dos estados nos dois exercícios subsequentes ao da assinatura do termo aditivo, limitando o aumento das despesas à variação do IPCA. Caso houvesse descumprimento desse limite, a lei revogava o prazo adicional para pagamento e a redução extraordinária, trazendo, ainda, a obrigação de restituir os valores não pagos durante a redução extraordinária.

No rol das mudanças, o Novo PAF também convergiu os conceitos e metas utilizados nos refinanciamentos para os conceitos da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). A RLR foi substituída pela Receita Corrente Líquida (RCL), e as metas relacionadas a investimentos deram lugar a compromissos vinculados à disponibilidade de caixa. De acordo com o balanço do Ministério da Fazenda, 20 estados aderiram ao Novo PAF⁵⁶. Em 2021, foi aprovada a LC nº 178⁵⁷, que instituiu o Programa de Acompanhamento e Transparência Fiscal, o Plano de Promoção do Equilíbrio Fiscal e alterações em outras legislações, como LRF e o Novo PAF.

Segundo avaliação contida no Boletim de Finanças dos Entes Subnacionais do ano-base de 2021⁵⁸, a maioria dos entes não lograram êxito no cumprimento do teto de gastos proposto

⁵² Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=4562018&ts=1630410823628&disposition=inline>.

⁵³ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/decreto/d8616.htm.

⁵⁴ Disponível em: https://www.gov.br/fazenda/pt-br/central-de-conteudo/notas-tecnicas-e-pareceres/2016/nota-tecnica-2016-04-19_06-a-adesao-a-lei-complementar-no-148-de-2014.pdf/

⁵⁵ Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/estados-e-municipios/estatisticas-fiscais-de-programas-de-ajuste-fiscal-paf>.

⁵⁶ Disponível em: <https://web.archive.org/web/20250313093512/https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/noticias/veja-o-balanco-dos-estados-que-aderiram-a-renegociacao-de-divida-com-uniao-e-bndes>.

⁵⁷ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp178.htm.

⁵⁸ Disponível em: https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-de-financas-dos-entes-subnacionais/2022/114?ano_selecionado=2022.

em contrapartida à renegociação do Novo PAF. A LC nº 178 adicionou o art. 4º-A ao Novo PAF, que permitia, em caso de descumprimento do teto de gastos previsto na LC nº 156, a assinatura de novos aditivos mediante uma das opções⁵⁹:

- a) Substituição das penalidades ou conversão das penalidades já aplicadas pelo recálculo dos valores não pagos à União em razão da redução extraordinária das parcelas dos refinanciamentos, com incorporação ao saldo devedor;
- b) Substituição das penalidades ou conversão das penalidades já aplicadas pelo compromisso de adimplemento, referente ao PAF, para os três exercícios subsequentes ao exercício de 2020 para os estados que não tiveram redução extraordinária das parcelas, sob pena de multa de 10% do saldo devedor principal da dívida; e
- c) Prolongamento da validade do teto de gastos para o período de 2021 a 2023.

Dos nove estados que assinaram termo aditivo pelo descumprimento do teto de gastos, oito optaram por substituir ou converter as penalidades pelo descumprimento. Goiás foi o único a optar pela adoção de um novo teto de gastos.

Santa Catarina, que não assinou aditivo contratual em razão do descumprimento, obteve a suspensão das penalidades por meio da Ação Cível Originária (ACO) nº 3485, no STF⁶⁰. Mato Grosso, por sua vez, optou por pagar as penalidades pelo descumprimento.

A revisão histórica mostra que o Propag dá continuidade a um processo de sucessivas renegociações, com redução de encargos, alongamento de prazos e contrapartidas fiscais, sem eliminar de forma definitiva os desequilíbrios de parte dos estados.

O Regime de Recuperação Fiscal

Em fevereiro de 2017, foi encaminhado ao Congresso Nacional o PLP nº 343, de 2017⁶¹. O projeto de lei complementar instituiu o Regime de Recuperação Fiscal dos Estados (RRF), destinado a promover sustentabilidade econômico-financeira aos governos estaduais em situação fiscal sensível. De acordo com a exposição de motivos do PLP, a medida se destinava a entes com dívida elevada, rigidez orçamentária e possibilidade de iliquidez e insolvência.

⁵⁹ Dos 10 estados que descumpriram o teto de gastos, 9 assinaram aditivos com uma das condições citadas.

⁶⁰ Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=6127267>.

⁶¹ Em 21 de setembro de 2022, o Ministro Gilmar Mendes julgou procedente em parte a ACO 3485, declarando: *“Julgo procedente, em parte, a presente ação cível originária, confirmando a tutela de urgência, para suspender eventual aplicação de penalidade, pela União, ao Estado de Santa Catarina, envolvendo os exercícios de 2018 e 2019, para fins de cálculo do limite previsto no art. 4º da Lei Complementar 156/2016, considerando a diferença positiva entre a variação anual das bases de cálculo das aplicações mínimas constitucionais em saúde, educação e precatórios e a variação do IPCA no mesmo período”*.

Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1527604&filename=PLP%20343/2017.

Após a tramitação, o PLP nº 343 foi convertido na LC nº 159⁶², sancionada em maio de 2017. Conforme o texto da lei complementar, a habilitação ao RRF, considerando o foco da medida em estados em grave situação fiscal, tem as seguintes condições:

- i. Receita corrente líquida anual menor que a dívida consolidada no exercício anterior ao ingresso ao RRF;
- ii. Soma das despesas líquidas com pessoal e do serviço da dívida superior a 70% da RCL do exercício anterior ao de ingresso ao RRF⁶³;
- iii. Valor total das obrigações contraídas maior que as disponibilidades de caixa e equivalentes de caixa de recursos sem vinculação.

O RRF possibilitava, em caráter extraordinário, a redução integral das parcelas das dívidas com a União por prazo determinado⁶⁴. Também permitia a contratação de operações de crédito para renegociar débitos com credores e financiar programas de demissão voluntária, auditoria e modernização tributária, além da antecipação de receita de privatizações de empresas.

Em contrapartida, os estados deveriam apresentar um plano de recuperação com medidas para o reequilíbrio das receitas e despesas. Inicialmente, o prazo do plano era limitado a 36 meses, permitida uma prorrogação por igual período, totalizando até seis anos.

O RRF também estabelecia uma série de limitações para contenção do crescimento das despesas obrigatórias ou da redução das receitas. O rol de limitações está no art. 8º da LC 159 e inclui, entre outras medidas, a vedação à concessão de aumentos salariais, auxílios ou outras categorias remuneratórias; à criação de cargos, empregos ou funções públicas que impliquem em aumento de despesa; à contratação de pessoal, salvo para fins de reposição; à concessão ou ampliação de incentivos fiscais; à adoção de medidas que levem ao aumento da despesa obrigatória acima da variação anual do IPCA ou da variação da RCL; e à criação de despesas obrigatórias de caráter continuado.

⁶² Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp159.htm.

⁶³ Essa regra foi alterada pela LC 178, de 2021, que será apresentada na próxima subseção.

⁶⁴ Esse prazo poderia ser igual o inferior ao período do RRF, que tinha duração inicial de 36 meses.

Nessa fase inicial, apenas o Rio de Janeiro aderiu formalmente ao RRF. Os estados do Rio Grande do Sul⁶⁵, Minas Gerais⁶⁶, Goiás⁶⁷ e Rio Grande do Norte⁶⁸ chegaram a iniciar o processo de adesão, mas não ingressaram formalmente no regime naquele momento.

Como ressaltado na subseção anterior, em 2021, foi sancionada a LC nº 178. Além das mudanças promovidas no PAF e na LRF, a medida também alterou o RRF, de modo a permitir a adesão ao novo Regime de Recuperação Fiscal de estados que não conseguiram aderir ao regime anterior.

As exigências para a adesão ao RRF passaram a ser:

- i. Receita corrente líquida anual menor que a dívida consolidada no exercício anterior ao de ingresso no RRF; e
- ii. Despesas:
 - a. Despesas correntes superiores a 95% da RCL no exercício anterior ao pedido de adesão ao RRF; ou
 - b. Despesas com pessoal em, no mínimo, 60% da RCL no exercício anterior ao pedido de adesão ao RRF; e
- iii. Valor total das obrigações contraídas maior que as disponibilidades de caixa e equivalentes de caixa de recursos sem vinculação.

Ainda, foi permitida a adesão sem o cumprimento da exigência de dívida consolidada superior à RCL, desde que não houvesse redução extraordinária de parcelas e sem a assunção de obrigações por parte da União. Ou seja, houve uma flexibilização nos critérios de adesão, seja pela possibilidade de desconsiderar o critério de endividamento, seja pela possibilidade de adesão com critérios de despesa distintos.

O art. 9º-A da LC nº 178 também permitiu a celebração de novo contrato de refinanciamento para quitação das parcelas não pagas e da assunção, pela União, de dívidas do estado com terceiros⁶⁹ que estejam no pedido de adesão e tenham sido contratadas antes do pedido

⁶⁵ O Estado protocolou pedido de adesão em 2017, mas teve seu pleito indeferido por não se enquadrar nos requisitos da LC 159/2017, conforme exposto na página 65 do Boletim de Finanças dos Entes Subnacionais de 2019. Disponível em: https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-de-financas-dos-entes-subnacionais/2019/114-2?ano_selecionado=2019.

⁶⁶ O Estado dispunha de ação judicial contra a União em 2018, mas a manifestação de adesão formal ocorreu apenas em janeiro de 2019, conforme exposto nas páginas 65 e 66 do Boletim de Finanças dos Entes Subnacionais de 2019.

⁶⁷ O Estado manifestou interesse de adesão ao RRF em janeiro de 2019, mas não cumpria os requisitos de adesão da LC nº 159, de 2017, conforme exposto na página 66 do Boletim de Finanças dos Entes Subnacionais de 2019.

⁶⁸ O Estado manifestou interesse de adesão ao RRF em janeiro de 2018, mas não cumpria os requisitos de adesão da LC nº 159, de 2017, conforme exposto na página 66 do Boletim de Finanças dos Entes Subnacionais de 2019.

⁶⁹ Esse dispositivo, previsto no inciso II do art. 9º da LC 159, de 2017, considera as operações de crédito, com garantia da União, realizadas com o sistema financeiro e instituições multilaterais.

de adesão ao regime, sem execução de eventuais contragarantias. Esse contrato poderia ter prazo de pagamento de 360 meses.

Outra mudança relevante ocorreu nos prazos de redução extraordinária do serviço da dívida. Pela nova regra, os estados que aderissem ao regime, em vez da suspensão integral do pagamento do serviço da dívida, passariam a gozar de pagamentos que crescem progressivamente ao longo de 10 anos. No primeiro ano de adesão ao RRF, o estado teria suspensão de 100% da prestação devida. A partir do segundo ano, a parcela paga aumentaria progressivamente em 11,11 p.p. por exercício, até atingir 100%.

Essa mudança está relacionada à ampliação do prazo de duração do próprio regime, que poderia chegar a nove anos, em vez dos três anos inicialmente previstos. Os valores não pagos em razão da suspensão temporária seriam corrigidos e incorporados ao saldo devedor quando os pagamentos retornassem a 100%. A nova sistemática mudou a lógica da regra anterior, que permitia um alívio temporário, mas trazia de volta todo o pagamento integral do serviço da dívida a um único exercício quando o RRF encerrasse.

No rol de contrapartidas, o novo RRF também passou a exigir que os estados que aderissem ao regime deveriam instituir um teto de gastos vinculado à variação do IPCA⁷⁰. Além das regras antigas, houve, também, impedimento de mudanças tributárias que implicassem em redução ou vinculação de receitas públicas. A proposição de ações judiciais contra os contratos de refinanciamento assinados no âmbito do RRF também entrou no rol de medidas vedadas a partir da LC nº 178.

Por fim, houve alteração nos critérios para extinção do RRF. Pelas regras iniciais, bastaria um descumprimento das exigências para o encerramento, independentemente da natureza do descumprimento. Após a sanção da LC nº 178, passou a ser necessário que o estado fosse considerado inadimplente⁷¹ por dois exercícios ou que propusesse ação judicial para discutir as dívidas ou condições refinanciadas no âmbito do regime. Além disso, em caso de extinção do RRF, ficaria vedada a concessão de garantias pela União ao Estado por cinco anos, salvo em caso de calamidade pública reconhecida pelo Poder Legislativo.

Um aspecto relevante sobre o RRF é o grau de judicialização. Diversos estados impetraram Ações Cíveis Originárias (ACOs) para obter os benefícios e condições do regime sem a adesão formal, o que implicaria em não adotar as contrapartidas exigidas. Outras ações decorreram do não cumprimento das condições do programa, da antecipação dos efeitos do RRF antes da homologação ou de questionamentos sobre as exigências⁷².

⁷⁰ Anteriormente essa vedação considerava o menor valor entre a variação do IPCA ou da RCL, o que poderia implicar na redução real das despesas primárias.

⁷¹ As condições de inadimplências são previstas no Decreto nº 10.681, de 2021, que regulamenta a LC 178. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/decreto/d10681.htm.

⁷² Acerca desse tópico, os Boletins de Finanças Públicas dos Entes Subnacionais, Anos-Base: 2020 e 2021, fazem uma análise sobre cada um dos Estados com ações. Disponíveis em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-de-financas-dos-entes-subnacionais/2021/114> e <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-de-financas-dos-entes-subnacionais/2022/114>.

Parte dessas ações judiciais produziu efeitos sobre o estoque de dívidas com a União e sobre valores por ela honrados, classificados como pendências jurídicas. Para tratar desse passivo, o art. 23 da LC nº 178 permitiu a renegociação desse estoque acumulado até 31 de dezembro de 2020 em prazo de até 360 meses, sob condições semelhantes às do RRF. Segundo dados do Tesouro Nacional, foram contratados R\$ 70,2 bilhões nessas condições, com os maiores valores oriundos de estados no RRF⁷³.

Até 2025, quatro estados estavam formalmente sob as regras do RRF: Goiás, Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul.

Em síntese, a reforma de 2021 ampliou o alcance do regime, flexibilizou os critérios de adesão e tornou mais gradual a retomada dos pagamentos, mas preservou a lógica central do RRF: oferecer alívio financeiro temporário a estados em grave desequilíbrio em troca de contrapartidas fiscais e de supervisão mais intensa.

Programa de Pleno Pagamento de Dívidas dos Estados

Em 13 de janeiro de 2025, foi aprovada LC nº 212⁷⁴, que instituiu o Programa de Pleno Pagamento de Dívidas dos Estados (Propag). O programa propôs uma renegociação das dívidas dos estados com a União no âmbito das leis nºs 8.727/1993, 9.496/1997; das LCs nº 159/2017 (RRF), nº 178/2021 e nº 201/2023;⁷⁵ e da Medida Provisória nº 2.192-70/2001. A renegociação ocorreria em termos mais favoráveis, com prazo de até 360 meses e taxas de juros que variam entre 0% e 2% ao ano, a depender das condições pactuadas em contrato. O prazo para adesão ao Propag encerrou-se em 31 de dezembro de 2025.

A repactuação proposta no Propag permite a amortização extraordinária do principal e a alteração permanente dos encargos financeiros incidentes sobre o saldo remanescente. Como ressaltado anteriormente, a LC nº 148/2014 e a LC nº 156/2016 possibilitaram, respectivamente, a redução dos encargos e o alongamento do prazo da dívida. No Propag, esses dois movimentos ocorrem novamente.

Vale destacar que a adesão ao Propag não implica no desligamento do PAF, de modo que os estados ainda ficam sujeitos à avaliação de cumprimento de metas pactuadas nos respectivos programas.

Em relação à amortização extraordinária, o art. 3º da LC nº 212 lista os instrumentos que podem ser utilizados para esse pagamento. Entre os quais estão a transferência de valores monetários; a transferência, para a União, de participações societárias, bem como de bens móveis ou imóveis; a cessão de créditos líquidos e certos do Estado para o setor privado; a

⁷³ Informação constante do Boletim de Finança Públicas dos Entes Subnacionais, Ano-Base 2021, na página 108.

⁷⁴ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp212.htm.

⁷⁵ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp201.htm.

cessão de recebíveis do Estado originados da dívida ativa das fazendas estaduais; e a cessão de outros ativos a serem negociados entre a União e os estados.

Também podem ser utilizados fluxos futuros do Fundo Nacional de Desenvolvimento Regional (FNDR), recebíveis oriundos das compensações financeiras advindas da exploração de recursos naturais e recursos obtidos a partir da securitização de direitos a receber dos estados.

A amortização extraordinária com a transferência de ativos tem papel relevante no desenho do programa, visto que ajuda a determinar os encargos financeiros dos contratos aditivos pactuados no âmbito do Propag.

O saldo devedor da dívida é reduzido pelo valor das amortizações, sendo o montante remanescente refinanciado em até 360 parcelas mensais e sucessivas, com início no mês seguinte ao da assinatura do aditivo contratual. Os estados também podem fazer amortizações extraordinárias a qualquer tempo do contrato. A avaliação do valor dos ativos varia conforme o tipo de ativo, mas ocorre sob competência de órgãos específicos do Poder Executivo Federal.

Outro ponto relevante em relação ao Propag é a obrigação dos estados que estavam no RRF (GO, MG, RJ e RS), precisarem homologar a saída do Regime para aderirem ao programa. Em contrapartida, passam a contar com condições diferenciadas de pagamento.

Nos termos do inciso I do §6º do art. 4º da LC nº 212, os valores das prestações desses estados serão de:

- a) 20% do valor das prestações devidas no primeiro ano do termo aditivo;
- b) 40% do valor das prestações devidas no segundo ano do termo aditivo;
- c) 60% do valor das prestações devidas no terceiro ano do termo aditivo;
- d) 80% do valor das prestações devidas no quarto ano do termo aditivo; e
- e) 100% do valor das prestações devidas no quinto ano do termo aditivo em diante.

A partir do quinto ano, a diferença entre os valores devidos e os efetivamente pagos é incorporada ao saldo devedor, com a devida correção de encargos financeiros. Assim, o programa proporciona alívio temporário ao fluxo de caixa, mas transfere para o estoque da dívida parte dos pagamentos postergados.

Os encargos definidos no Propag dependem das condições escolhidas por cada estado. A atualização monetária dos contratos ocorre a partir da variação do IPCA de dois meses anteriores, regra comum a todos os contratos. As taxas de juros reais, por outro lado, variam conforme as condições pactuadas.

Ao contrário dos demais programas de refinanciamento, o Propag combina diferentes instrumentos para definir a taxa real de juros. Além da amortização extraordinária do

principal, são considerados i) os investimentos realizados pelo estado; e ii) os aportes ao Fundo de Equalização Federativa (FEF).

A primeira alternativa envolve a realização de investimentos em valor definido a partir de um percentual do saldo devedor do Estado. O foco do Propag nesses investimentos é na educação profissional técnica de nível médio⁷⁶. Podem ser incluídos, também, investimentos nas universidades estaduais, em infraestrutura para universalização do ensino infantil e da educação em tempo integral e em ações de infraestrutura, saneamento, habitação, adaptação às mudanças climáticas, transportes ou segurança pública. O programa prevê, ainda, metas específicas para a educação profissional técnica, que, enquanto não forem cumpridas, condicionam o cumprimento das regras ao investimento a, no mínimo, 60% dos recursos de investimento nessa área⁷⁷.

A segunda alternativa está relacionada à criação do Fundo de Equalização Federativa, previsto no art. 9º do Propag. O FEF é um fundo de natureza privada instituído em benefício dos estados e destinado a criar condições estruturais de incremento de produtividade, enfrentamento das mudanças climáticas e melhoria da infraestrutura, segurança pública e educação. Até 10% dos recursos do FEF provenientes de aportes e rendimentos financeiros poderão ser destinados à garantia de operações de crédito dos estados, no chamado Fundo Garantidor Federativo (FGF).

Anualmente, os Estados terão que aportar o equivalente a 1,0%, 1,5% ou 2,0% do saldo devedor atualizado de suas dívidas refinanciadas no Propag, a depender das condições pactuadas em contrato.

A distribuição dos recursos do FEF considera dois critérios:

- Relação RCL/Dívida consolidada, com peso de 20%; e
- Coeficiente de participação do Estado no FPE, com peso de 80%.

Assim, o coeficiente do FPE é o principal determinante da distribuição dos recursos, enquanto a relação entre receita e endividamento influencia os 20% restantes. A Tabela 16 ilustra as condições para cada taxa de juros, considerando as duas possibilidades supracitadas. Nos casos de taxa de juros real de 0% a.a., o estado deve, necessariamente, aportar recursos no FEF e aplicar em investimentos anuais, com esses montantes variando a depender da modalidade de amortização extraordinária (20% do total, 10% do total ou nenhuma amortização).

No caso de taxa real de 1% a.a., o estado que amortizar 20% do principal da dívida poderá fazer apenas o aporte ao FEF, sem necessidade de investimento mínimo. Nos outros casos,

⁷⁶ A medida se insere no programa chamado Juros por Educação, disponível em: <https://www.gov.br/mec/pt-br/juros-por-educacao>.

⁷⁷ As metas para o exercício de 2026 estão definidas na Portaria nº 5, de 5 de fevereiro de 2026. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-n-5-de-5-de-fevereiro-de-2026-685981554>.

a manutenção dessa taxa requer algum nível de investimento mínimo, a depender do montante amortizado.

Por fim, há a possibilidade de juros reais de 2% a.a., que deriva de um aporte mínimo de 10%, sem necessidade de investimento anual, ou de uma combinação entre investimento mínimo de 0,5% e aporte anual ao FEF de 1,5%.

TABELA 16. CONDIÇÕES PARA ACESSO AO PROPAG

Condição	Taxa de Juros	Redução da Dívida Exigida	Investimento Anual	Aporte ao FEF
A1	0% a.a.	Opção A: Redução mínima de 20%	1,00%	1,00%
A2	0% a.a.	Opção B: Redução mínima de 10%	1,50%	1,50%
A3	0% a.a.	Opção C: Sem redução	2,00%	2,00%
B1	1% a.a.	Opção A: Redução mínima de 20%	-	1,00%
B2	1% a.a.	Opção B: Redução mínima de 10%	0,50%	1,50%
B3	1% a.a.	Opção C: Sem redução	1,00%	2,00%
C1	2% a.a.	Opção A: Redução mínima de 10%	-	1,00%
C2	2% a.a.	Opção B: Sem redução	0,50%	1,50%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Como contrapartida, o art. 7º da LC nº 212 determina que os Estados que aderirem ao Propag e que, na data de adesão, forem beneficiados com alguma suspensão ou redução extraordinária dos pagamentos de suas dívidas, deverão adotar um teto de gastos para limitar o crescimento de suas despesas à variação do IPCA. Essa exigência alcança, por exemplo, os estados no RRF e os beneficiados pela LC nº 206, de 2024⁷⁸. Porém, ao contrário do teto de gastos exigido no RRF, existe uma possibilidade de aumento real do teto que é vinculado a uma fração da variação real da receita primária no exercício anterior, a depender do resultado primário observado, similar ao que ocorre com a LC nº 200, que instituiu o Regime Fiscal Sustentável para o governo central.

Caso a RCL do estado apresente variação real negativa, o aumento real possível para a despesa será de 0%. Caso o estado apresente variação real positiva da receita primária e resultado primário nulo ou negativo, o crescimento real permitido para a despesa será de 50% da variação real da receita primária. Por fim, caso obtenha superávit primário e crescimento real da receita primária, o teto terá crescimento real de 70% da variação da receita primária.

Outro ponto de divergência desse dispositivo em relação ao teto previsto anteriormente no RRF é duração. Pela redação do art. 7º da lei da LC 212, entende-se que o teto de gastos terá a mesma vigência que o contrato firmado via Propag, que pode chegar a 360 meses⁷⁹.

⁷⁸ A LC nº 206, de 2024, permite que entes federativos que sejam afetados por estado de calamidade pública em razão de eventos climáticos extremos reconhecidos pelo Congresso Nacional possam postergar o pagamento de suas dívidas e reduzirem a taxa de juros nos contratos com a União. Atualmente, o estado do Rio Grande do Sul está sujeito a esta regra. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp206.htm.

⁷⁹ Confirma essa interpretação a cláusula 14ª dos contratos de Goiás e Minas Gerais.

Essa exigência pode prolongar um ajuste fiscal nos estados com situação mais frágil, equilibrando eventuais descompassos entre o crescimento da receita e da despesa.

Em síntese, o Propag combina novo alongamento dos prazos e redução dos encargos com amortizações extraordinárias, aportes ao FEF e exigências de investimento e controle de despesas. O programa amplia o alívio financeiro aos estados, mas mantém contrapartidas destinadas a limitar a deterioração fiscal e a vincular parte do benefício a objetivos de investimento público.

Projeção do impacto do Propag

Com base em dados obtidos a partir de consultas realizadas via Lei de Acesso à Informação (LAI) e de extratos de contratos publicados no Diário Oficial da União, foi obtida a lista de estados que aderiram ao Propag e as condições de acesso para embasar os cenários.

Das 27 unidades da federação, 22 aderiram ao Propag. A adesão é voluntária e ocorre a partir da análise de conveniência das gestões estaduais. Os cinco entes federativos que não aderiram foram Mato Grosso, Pará, Paraná, Santa Catarina e o Distrito Federal. Piauí⁸⁰ e Tocantins⁸¹, apesar de não disporem de dívidas refinanciadas com a União, aderiram ao Propag para acessar os recursos do FEF e do FGF.

A Tabela 17 informa as condições de taxa de juros e os respectivos investimentos e amortizações extraordinárias. Dos 20 estados que aderiram e têm dívida com a União, 18 obtiveram taxa de juros real de 0%, sendo que nove optaram por fazer nenhuma amortização extraordinária para abater o principal da dívida. Os outros nove estados optaram por entregar ativos para abater 10% ou 20% da dívida. Desses, seis amortizaram 20% do saldo devedor.

TABELA 17. TERMOS ADITIVOS ASSINADOS ATÉ 30/06/2026 E SUAS CONDIÇÕES

UF	Taxa de Juros	Aporte FEF	Investimento	Amortização extraordinária
AC	0%	2,0%	2,0%	Não
AL	0%	1,0%	1,0%	20%
AM	0%	2,0%	2,0%	Não
AP	0%	2,0%	2,0%	Não
BA	0%	2,0%	2,0%	Não
CE	0%	2,0%	2,0%	Não
ES	0%	1,5%	1,5%	10%
GO	0%	1,0%	1,0%	20%
MA	0%	2,0%	2,0%	Não
MG	0%	1,0%	1,0%	20%
MS	0%	2,0%	2,0%	Não
PB	1%	2,0%	1,0%	Não

⁸⁰ Conforme informa o Projeto de Lei Ordinária do Governo nº 105, de 2025. Disponível em: <https://sapl.al.pi.leg.br/materia/21150>.

⁸¹ Conforme informa a Medida Provisória nº 18/2025, do Estado do Tocantins: <https://sapl.al.to.leg.br/materia/13597>.

UF	Taxa de Juros	Aporte FEF	Investimento	Amortização extraordinária
PE	0%	1,5%	1,5%	10%
RJ	0%	1,0%	1,0%	20%
RO	0%	2,0%	2,0%	Não
RR	2%	1,5%	0,5%	Não
SE	0%	1,5%	1,5%	10%
SP	0%	1,0%	1,0%	20%
TERMO ADITIVO AINDA NÃO ASSINADO				
RN	0%	2%	2%	Não
TERMO ADITIVO AINDA NÃO ASSINADO (§3º DO ART. 2º DA LCP 212/2025)				
RS	0%	1%	1%	20%

Fonte: Ministério da Fazenda via LAI⁸².

Os únicos estados com juros reais positivos são a Paraíba e Roraima, com taxas de 1% e 2% a.a., respectivamente.

Em relação aos aportes ao FEF, todos os estados devem aportar entre 1% e 2% do saldo devedor observado em dezembro do exercício anterior, como explicado anteriormente. Da mesma forma, todos deverão realizar investimentos equivalentes a uma parcela desse saldo devedor, em percentuais que variam entre 0,5% e 2%. Outra exigência importante é que os estados passam a se submeter às regras do Propag no mês seguinte ao de assinatura do termo aditivo, sempre que a informação estiver disponível. Nos casos em que a data de assinatura não for conhecida, assume-se que a vigência do Propag começou em julho de 2026.

Um caso que destoa dos demais é o Rio Grande do Sul, que está sob a regra da LC nº 206, de 2024. Até junho de 2027 o estado terá os pagamentos dos encargos da dívida com a União zerados, com correção real de 0% e reincorporação dos valores não pagos ao saldo devedor no mês seguinte. A partir daí, estará sujeito às regras dos estados sob o RRF, que envolvem aumentos progressivos de 20% dos encargos a cada 12 meses, como explicado na seção anterior.

Para a estimativa dos pagamentos, adotou-se como referência a projeção das prestações calculadas a partir da Tabela Price, considerando o saldo devedor no mês anterior ao do início dos pagamentos e a taxa de juros real considerada para os pagamentos.

Nos casos excepcionais, a cada nova incorporação ao saldo devedor, calcula-se uma nova prestação de referência, considerando o novo saldo devedor, a taxa de juros e o prazo remanescente.

Outra hipótese inserida nas projeções é a de que os Estados que tiverem o prazo dos financiamentos previstos até o fim de 2030 firmarão contratos até dezembro daquele ano,

⁸² Disponível em: <https://buscalai.cgu.gov.br/busca/11274313>.

já que adotar 360 meses implicaria em uma extensão da dívida por um período muito longo⁸³. Essa hipótese foi aplicada ao Amazonas, ao Amapá e a Roraima.

A Tabela 18 apresenta os prazos utilizados para a projeção em cada um dos dois cenários. No período da LC nº 156/2016, cenário sem mudança de política, a projeção sempre começa em janeiro, com base no saldo devedor observado em dezembro de 2025. No cenário da LC 212/2025 (Propag), utilizam-se os dados do cenário da LC nº 156/2016 até o mês anterior ao de vigência do Propag. As datas originais da LC nº 156/2016 foram obtidas no Cadastro da Dívida Pública (CDP) no sistema Sadipem⁸⁴. O Sadipem também foi utilizado para obter o saldo das dívidas refinanciadas em 31 de dezembro de 2025.

TABELA 18. PRAZOS UTILIZADOS EM CADA UM DOS CENÁRIOS

	LC 156/2016			LC 212/2025			Diferença de prazos LC 156/2015 e LC 212
	Data início	Data fim	Prazo	Data início	Data fim	Prazo	
AC	jan/26	nov/48	275	mai/26	abr/56	360	85
AL	jan/26	mai/48	269	abr/26	mar/56	360	91
AM	jan/26	nov/28	35	mar/26	dez/30	58	23
AP	jan/26	nov/28	35	jun/26	dez/30	55	20
BA	jan/26	out/47	262	abr/26	mar/56	360	98
CE	jan/26	set/47	261	mar/26	fev/56	360	99
ES	jan/26	fev/48	266	jun/26	mai/56	360	94
GO	jan/26	dez/50	300	jan/26	dez/55	360	60
MA	jan/26	mai/52	317	jun/26	mai/56	360	43
MG	jan/26	mai/52	317	jan/26	dez/55	360	43
MS	jan/26	fev/48	266	abr/26	mar/56	360	94
PB	jan/26	mar/48	267	abr/26	mar/56	360	93
PE	jan/26	nov/47	263	mar/26	fev/56	360	97
RJ	jan/26	jun/52	318	jun/26	mai/56	360	42
RN	jan/26	mai/52	317	jul/26	jun/56	360	43
RO	jan/26	jan/48	265	jun/26	mai/56	360	95
RR	jan/26	fev/28	26	jul/26	dez/30	54	28
RS	jan/26	jul/52	319	jul/26	jun/56	360	41
SE	jan/26	out/47	262	jan/26	dez/55	360	98
SP	jan/26	abr/47	256	jul/26	jun/56	360	104

Fonte: Sadipem, Diário Oficial da União e IFI.

Fluxo financeiro

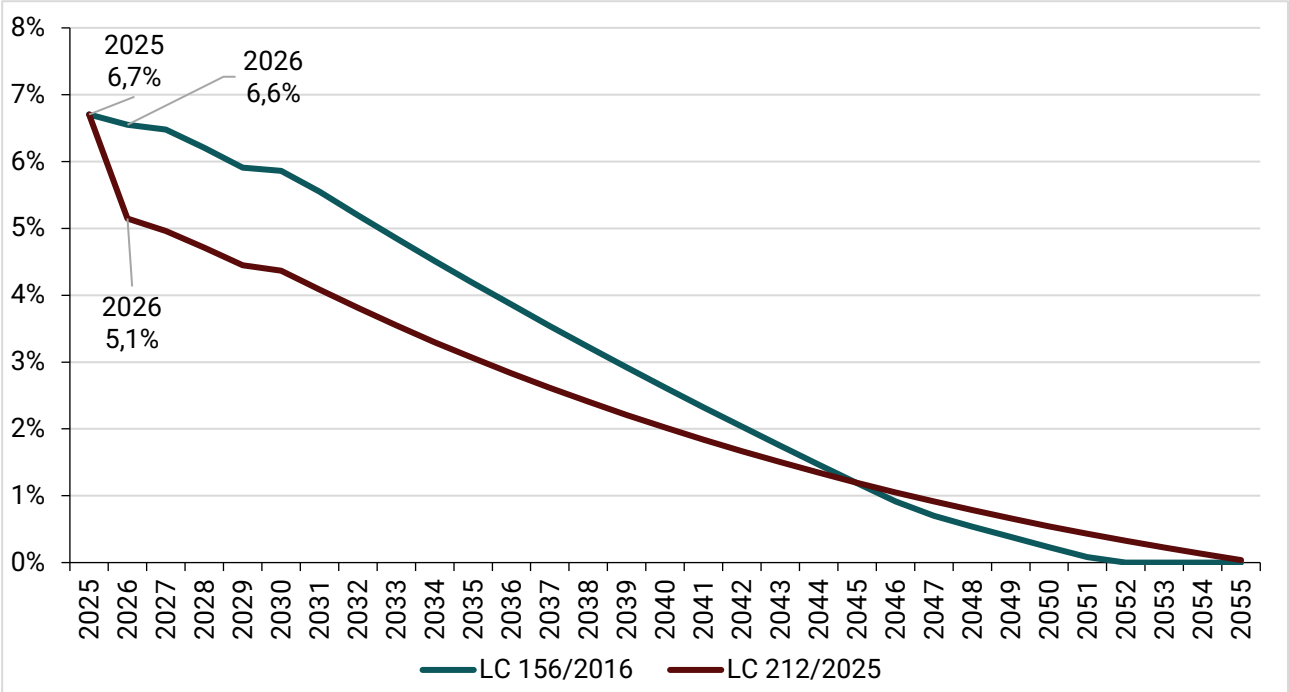
De forma geral, o Propag prolongou os prazos previstos anteriormente e diminuiu o valor pago a título de serviço da dívida. Assim, na prática, a dívida dos estados tende a durar um

⁸³ Essa hipótese deriva do que foi adotado no contrato do estado do Amazonas, obtido via Sei!. Processo: 17944.006758/2025-61, doc. nº 59429266. Disponível em: https://colaboragov.sei.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?EpquHhBugmZv0GLj1XPp8/oqFM3U39OfHKQdGJLdfKjT3h9+rj71pFltG3YGGA3DtLO4JvC/62VkyfCj+V2so/bZZW9Q6D4h4eAupM5A+o-.

⁸⁴ Disponível em: <https://sadipem.tesouro.gov.br/sadipem/private/pages/index.jsf>.

período maior e a União receberá um montante menor do que receberia sem o Propag. Considerando que as amortizações extraordinárias ocorram segundo os valores previstos na Tabela 17, para 2026, haveria uma redução do estoque da dívida, de 6,7% do PIB para 5,1% do PIB no ano. Nos demais exercícios, haveria uma trajetória menos inclinada no cenário do Propag, que zeraria o estoque da dívida em 2056, em vez de zerar em 2052. Essa trajetória do Propag decorre da combinação entre a amortização, alongamento dos prazos e encargos financeiros mais favoráveis aos estados.

GRÁFICO 11. SALDO DA DÍVIDA DOS ESTADOS REFINANCIADA EM CADA CENÁRIO (EM % DO PIB)



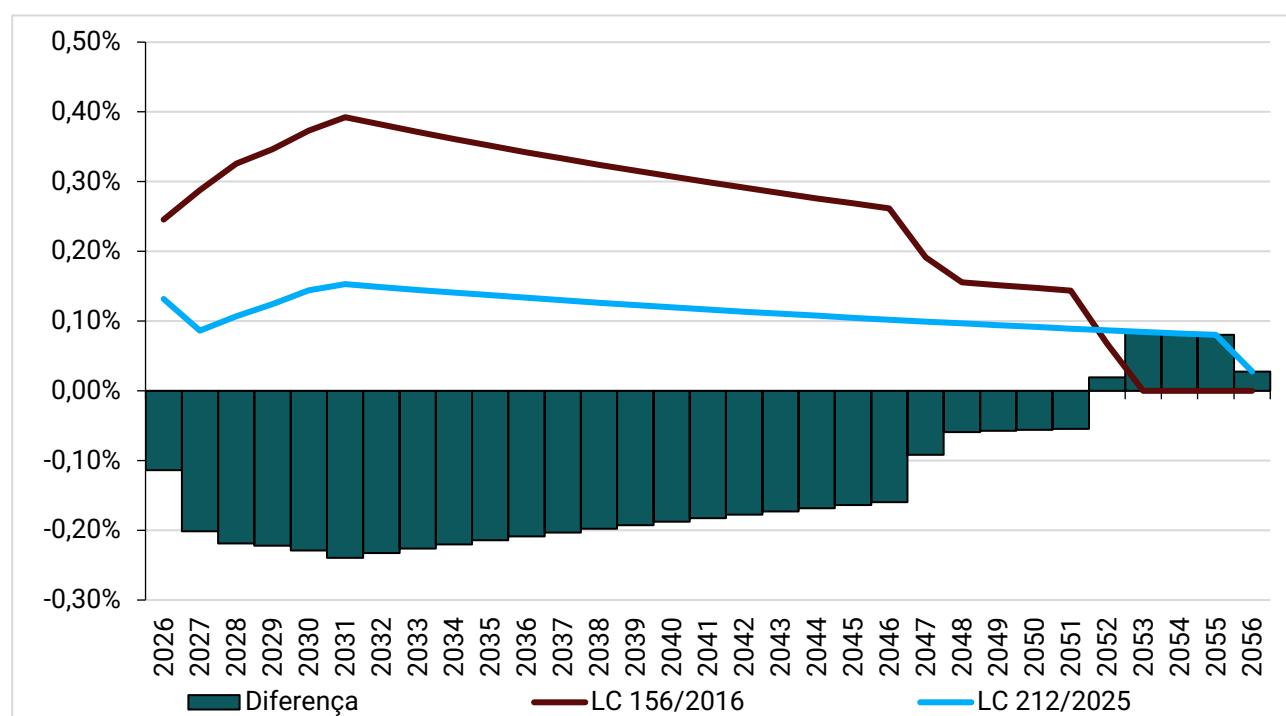
Fonte: Sadipem e IFI. Elaboração: IFI.

Ao se observar a trajetória de pagamentos em % do PIB, haveria, por parte da União, um recebimento menor. O fluxo de recebimentos anuais, em 2026, é maior que em 2027, em % do PIB, por duas razões. Para 2026, considera-se, parcialmente, que os estados pagam os encargos antigos até a adesão efetiva ao Propag, de modo que há, na maior parte dos estados, uma mistura entre as parcelas.

Em 2027, quando todas as parcelas já estarão submetidas ao Propag, há outra divergência. Os estados sob o efeito do RRF e da LC nº 206/2024 (GO, MG, RJ e RS) pagarão apenas parte do serviço da dívida nos dois cenários, embora em escalas distintas.

Em percentual do PIB, o cenário do Propag tende a convergir para 0,1% em cada ano. Caso houvesse manutenção das regras antigas, o serviço da dívida chegaria a 0,4% do PIB em 2031 e, deste ponto em diante, o valor reduziria. Os dois saltos observados, em 2046 e 2051, decorrem da quitação da dívida de estados com endividamento elevado, como São Paulo, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e Rio de Janeiro.

GRÁFICO 12. SERVIÇO DA DÍVIDA ANUAL DOS ESTADOS EM CADA CENÁRIO (EM % DO PIB)



Fonte: IFI.

Valor presente

Uma análise baseada apenas no fluxo nominal das parcelas poderia levar a uma impressão equivocada dos efeitos do programa. Durante a vigência do Propag, é esperado que haja redução do fluxo de recebimentos pela União. Como explorado, parte dessa redução deriva das amortizações extraordinárias, que passam à titularidade da União e podem, a princípio, ser utilizados para amortização da dívida pública federal.

Além disso, um aporte de R\$ 1,0 milhão hoje não possui o mesmo valor econômico que um pagamento de igual montante realizado daqui a 30 anos. Assim, é pertinente trazer os fluxos estimados de pagamentos a valor presente.

A Tabela 19 ilustra essa questão para cada um dos estados. Considerando apenas o serviço da dívida e trazendo a valor presente por uma taxa de desconto de 12,31% a.a.⁸⁵, a União deixaria de receber o equivalente a R\$ 350,3 bilhões durante o Propag. Esses valores são compatíveis com os valores informados pelo Ministério da Fazenda, em pedido feito via LAI⁸⁶.

Quando se incorporam à conta os valores das amortizações extraordinárias, a perda estimada para a União é reduzida para R\$ 190,7 bilhões, ao longo dos 30 anos do programa.

⁸⁵ Custo médio da Dívida Pública Federal acumulado nos últimos 12 meses de maio de 2026. Valor obtido na planilha 4.2 do Relatório Mensal da Dívida Pública de maio de 2026. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-mensal-da-divida-rmd/2026/5>.

⁸⁶ Disponível em: <https://buscalai.cgu.gov.br/busca/10983367>.

TABELA 19. DIFERENÇA ENTRE O RECEBIMENTO DE RECURSOS APÓS O PROPAG (R\$ BILHÕES DE 2026)

	Serviço da dívida (Diferença entre Propag e LC 156/2016)				[A] Saldo Acumulado	[B] Amortização extraordinária	[C] = [A]+ [B]
	2026-2030	2031-2040	2041-2050	2051-2060			
AC	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,2
AL	-1,6	-1,8	-0,5	0,1	-3,9	1,8	-2,1
AM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
AP	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BA	-0,9	-1,1	-0,3	0,1	-2,1	0,0	-2,1
CE	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,0	-0,5
ES	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,6	0,2	-0,5
GO	-3,5	-4,3	-1,8	0,3	-9,3	4,1	-5,2
MA	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,6
MG	-25,8	-37,8	-15,9	0,5	-79,1	35,4	-43,7
MS	-1,1	-1,3	-0,3	0,1	-2,7	0,0	-2,7
PB	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,3	0,0	-0,3
PE	-0,8	-0,9	-0,2	0,1	-1,8	0,4	-1,3
RJ	-25,9	-39,8	-16,7	0,7	-81,8	38,9	-42,8
RN	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,2
RO	-0,4	-0,5	-0,1	0,1	-1,0	0,0	-1,0
RR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RS	-9,7	-22,0	-9,3	0,3	-40,7	20,9	-19,8
SE	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,1	-0,4
SP	-51,1	-63,0	-15,2	4,2	-125,2	57,9	-67,3
Total	-122,0	-173,9	-60,9	6,5	-350,3	159,6	-190,7

Fonte: IFI.

A utilização do custo médio da dívida pública como taxa de desconto procurou refletir o custo de oportunidade associado à necessidade de a União captar os recursos no mercado financeiro para compensar a redução do fluxo de recebimentos decorrentes das novas condições do Propag.

Vale lembrar, porém, que o exercício possui algumas limitações que ampliam a incerteza em torno dos valores calculados. As contas propostas neste RAF consideram que os dois regimes operam plenamente. Isso significa que, nos dois cenários, haveria o pleno pagamento da dívida pública por parte dos estados, fato que não se verifica na prática.

Também é possível que o Propag produza efeitos positivos sobre o fluxo efetivamente recebido pela União, caso as condições mais favoráveis levem estados, que anteriormente não pagavam regularmente o serviço da dívida, a retomar os pagamentos. Outra fonte de incerteza, considerando a Tabela 19, diz respeito aos ativos aceitos para amortização extraordinária e seus respectivos valores. O rol de ativos passíveis de serem entregues para amortização é extenso, e o valor efetivamente obtido pela União com sua exploração pode

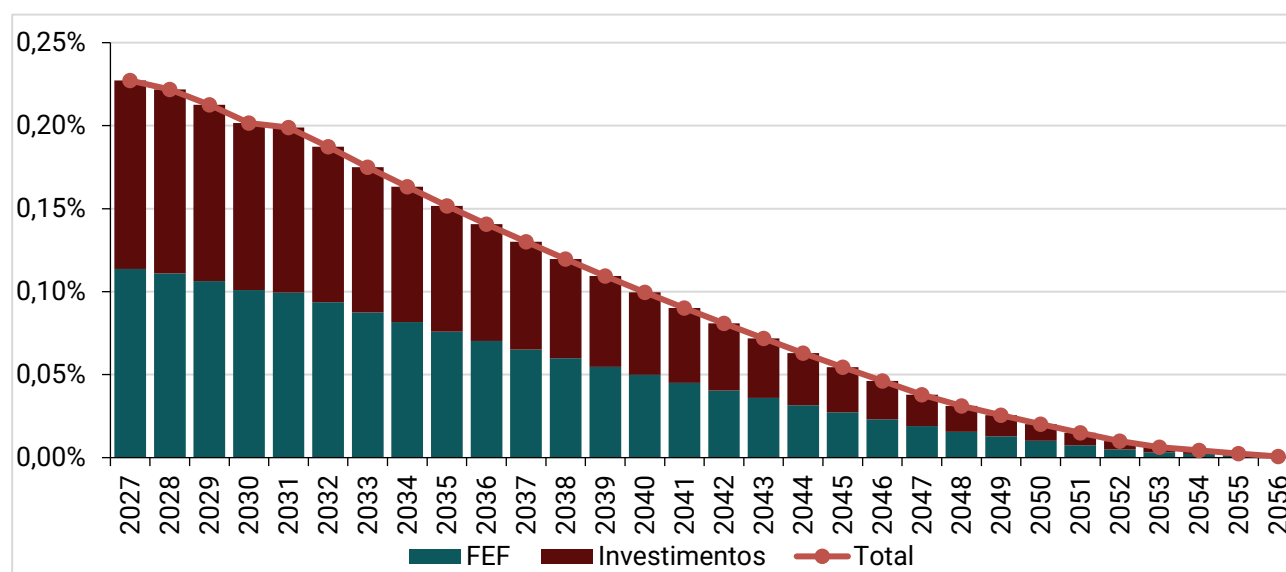
diferir do valor utilizado na amortização, exceto no caso de transferências monetárias. Por exemplo, é possível que o valor de um ativo esteja subestimado ou superestimado. Esse trabalho assumiu que todos são incorporados no primeiro mês de simulação, sem distinção, o que reduz a parcela efetiva paga pelos estados.

Além disso, pode ocorrer situação parecida com àquela em que são concedidas garantias à União em operações de crédito. Como alguns ativos são recebíveis futuros, a exemplo dos recursos no âmbito do FNDR e da cota-parte pela exploração de recursos naturais, é possível que ocorra uma judicialização, por parte dos estados, em razão da perda de recursos futuros. Isso dificultaria à União executar plenamente os recursos recebidos como amortização. Apesar dessa possibilidade, o incentivo atual à judicialização é menor que o percebido anteriormente, já que o eventual desenquadramento do Propag levaria ao aumento e recálculo dos encargos financeiros para as regras anteriores.

A redução do fluxo de recebimentos por parte da União envolve um aspecto importante na dinâmica da dívida pública. A diminuição de receitas financeiras recebidas pela União implicaria em menores amortizações, o que pode acelerar o crescimento da dívida ou exigir maiores resultados primários para sua efetiva estabilização. Isso porque, caso precisasse captar o mesmo montante de despesas no mercado financeiro, o custo de emissão seria maior que o recebido.

Outro aspecto não incorporado diretamente ao exercício refere-se aos aportes ao FEF e os investimentos propostos como contrapartida, conforme previsto no art. 5º da LC nº 212. Considerando o saldo devedor em dezembro do exercício anterior, os aportes ao FEF, combinados com os investimentos em educação, custariam cerca de 0,2% do PIB até 2031, valor que diminui progressivamente à medida que o estoque de dívida se reduza.

GRÁFICO 13. INVESTIMENTOS E APORTES NO FEF COM O PROPAG (EM % DO PIB)



Fonte: IFI.

Parte do saldo do FEF integra o FGF, utilizado como garantia de eventuais operações de crédito. O restante será aplicado no Banco do Brasil e, posteriormente, dividido entre os estados participantes, de acordo com os critérios definidos⁸⁷.

Dessa forma, apesar de o efeito do FEF sobre o resultado primário agregado ser parcialmente neutro (os estados aportam e recebem de volta os valores corrigidos, descontada a parcela do FGF e da remuneração do agente financeiro), a distribuição pode gerar ganhos para alguns estados e perdas para outros.

O FEF, vale lembrar, é um fundo de natureza privada em benefício dos estados. Na prática, como a União deixa de receber parte desses recursos com amortização da dívida, o mecanismo funciona como uma espécie de subsídio implícito aos estados, pois substitui receitas destinadas à redução da dívida federal por investimentos que podem favorecer o desenvolvimento humano e futuro crescimento econômico.

Por fim, ainda resta a parcela de investimentos próprios. Essa medida acabaria elevando as despesas primárias dos estados, caso já não ocorressem na escala necessária e nas finalidades previstas no Propag. Como explorado pela IFI no RAF nº 109⁸⁸, de fevereiro de 2026, o resultado primário dos estados apresentou uma importante reversão em 2025. Exigências como as do Propag poderiam acabar elevando esse resultado negativo.

Considerações finais

O Propag se apresenta como um novo programa para redução dos encargos da dívida pública dos Estados. A medida reduz o serviço da dívida nos contratos de refinanciamento com a União.

Os novos encargos reduzem a taxa de juros real, de 4% a.a., para até 0% a.a., com a exigência de aportes em um fundo a ser usufruído pelos próprios estados e de investimentos públicos, priorizando a área de educação técnica de nível médio.

Da parte da União, o que se observa é uma redução do fluxo de recebíveis, que pode implicar em crescimento da dívida pública federal, uma vez que seu custo de captação é superior aos encargos cobrados dos Estados. Em valores presentes, a União deixaria de receber cerca de R\$ 350,3 bilhões dos estados nos 30 anos de duração do Propag. Quando consideradas as amortizações extraordinárias realizadas por alguns estados, esse valor é reduzido para R\$ 190,7 bilhões, montante ainda expressivo.

Nos últimos 20 anos, ocorreram diversos refinanciamentos e prolongamentos dessas dívidas, ainda representativas na dívida bruta do governo geral. A exigência da adoção de regras fiscais em contrapartida, como o limite de despesas, tem um aspecto positivo, mas

⁸⁷ Saiba mais em: <https://www.bb.com.br/site/setor-publico/federal/desenvolvimento-socioeconomico/fundo-de-igualizacao-federativa/>.

⁸⁸ Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/863227/RAF109_FEV2026.pdf.

a regra somente se aplica aos estados no âmbito do RRF, que já tinham essa exigência antes da vigência do Propag.

O Propag tem, ainda, efeitos incertos, como a eventual possibilidade de que os encargos financeiros reduzidos e o espaço fiscal proporcionado por essa medida aumentem a adimplência dos estados em fragilidade financeira, que antes deixavam de pagar o serviço da dívida. Ainda assim, os custos associados são relevantes e acendem mais um alerta sobre eventuais novos programas de refinanciamento que ampliem prazos e transfiram para a gestão da dívida pública federal parte do custo do alívio concedido aos entes subnacionais.

PROJEÇÕES DA IFI

CURTO PRAZO

Projeções da IFI	2026			2027		
	Jun/26	Jul/26	Comparação	Jun/26	Jul/26	Comparação
PIB – crescimento real (% a.a.)	1,7	2,0	▲	2,0	1,8	▼
PIB – nominal (R\$ bilhões)	13.432,1	13.667,1	▲	14.244,8	14.533,4	▲
IPCA – acum. (% no ano)	3,9	5,0	▲	3,5	4,0	▲
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	5,5	5,2	▼	5,5	5,2	▼
Ocupação - crescimento (%)	0,8	1,1	▲	0,5	0,7	▲
Massa salarial - crescimento (%)	3,6	5,1	▲	2,7	3,4	▲
Selic – fim de período (% a.a.)	12,0	14,0	▲	10,5	12,0	▲
Juros reais ex-ante (% a.a.)	7,0	7,5	▲	6,2	5,5	▼
Resultado Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)	-0,7	-0,5	▲	-1,3	-0,7	▲
dos quais Governo Central	-0,7	-0,4	▲	-1,3	-0,6	▲
Juros Nominais Líquidos (% do PIB)	7,9	8,6	▲	7,5	8,5	▲
Resultado Nominal (% do PIB)	-8,6	-9,0	▼	-8,8	-9,2	▼
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	82,7	82,5	▼	86,2	86,4	▲



-  /ifibrasil
-  @ifiBrasil
-  @ifibrasil
-  /company/ifibrasil
-  /ifibrasil
-  github.com/ifibrasil

ifi@senado.leg.br
61 3303 2875