A Evolução da Conta Única do Tesouro Nacional no Brasil entre 2017 e 2025

Eduardo Mantoan[1]
Sylvio Antonio Kappes[2]

Resumo

O artigo analisa a evolução da Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN) no Brasil entre 2017 e 2025 e objetiva identificar os determinantes de seu expressivo saldo e examinar seus efeitos sobre a liquidez bancária e a interconexão com as políticas fiscal e monetária. A pesquisa adota uma abordagem institucional e contábil, utilizando dados do Banco Central do Brasil (BCB) e do Tesouro Nacional sob a abordagem da teoria monetária Pós-Keynesiana. Os resultados indicam que a expansão da CUTN é explicada principalmente por fatores institucionais, como a remuneração da conta pelo BCB, a centralização de recursos vinculados e seu papel como colchão de liquidez. Demonstra-se, ainda, que as movimentações da CUTN afetam as reservas bancárias e exigem atuação do BCB por meio de operações compromissadas e no mercado aberto, o que altera a composição, mas não o estoque da dívida pública bruta. O artigo contribui para o debate ao evidenciar o papel central da CUTN como elo operacional entre as políticas fiscal e monetária no Brasil.

Palavras-Chaves: Conta Única do Tesouro Nacional; Banco Central do Brasil; Liquidez Financeira; Brasil.

Abstract

This paper analyses the evolution of Brazil's Treasury Single Account (TSA) between 2017 and 2025, seeking to identify the determinants of its substantial balance and examine its effects on banking liquidity and its interconnection with fiscal and monetary policies. The study adopts an institutional and accounting approach, drawing on data from the Central Bank of Brazil (BCB) and the National Treasury, within the framework of Post-Keynesian monetary theory. The results indicate that the expansion of the TSA is primarily explained by institutional factors, such as the remuneration of the account by the BCB, the centralisation of earmarked funds, and its role as a liquidity buffer. The analysis further demonstrates that movements in the TSA affect bank reserves and require the BCB to intervene through repurchase agreements and open-market operations, thereby altering the composition, but not the stock, of gross public debt. The paper contributes to the debate by highlighting the central role of the TSA as an operational link between fiscal and monetary policies in Brazil.

Keywords: Treasury Single Account; Central Bank of Brazil; Financial Liquidity; Brazil.

JEL: E59; E62; E63; N16.

Área de interesse: Área 6. Economia Monetária e Financeira e Dinâmica Inflacionária

[1] Doutorando no PPGE-IE/UFRJ e consultor na PINTEC/IBGE
[2] Professor, Universidade Federal de Alagoas. Co-editor, Review of Political Economy.

1. Introdução

A interdependência das políticas fiscal e monetária é inescapável tanto para o gerenciamento da dívida pública, quanto para a administração da liquidez na economia. Assim, este nexo fiscal-monetário é uma característica dos governos monetariamente soberanos, capazes de exercerem as condições suficientes para executar seus gastos e para honrar seus déficits e os serviços da dívida pública interna (Wray, 2003). O elo operacional dessa relação reside nos saldos financeiros que o Tesouro Nacional mantém custodiado em conta junto ao Banco Central, por meio da qual são processados os fluxos financeiros entre o setor público federal e demais setores da economia. Ou seja, o Tesouro possuí um colchão de liquidez que o auxilia no fluxo de transações financeiras.

No caso do Brasil, esta conta é denominada como Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN) e nela se acumulam os resultados financeiros setoriais do setor público federal, bem como os rendimentos dos ativos patrimoniais. Por outro lado, é através desta conta que as despesas públicas são inicialmente executadas. Ou seja, o governo utiliza a CUTN para expedir eletronicamente as ordens de crédito para os destinatários. Essa ordem é operacionalizada imediatamente pelo Banco Central do Brasil (BCB), que debita da CUTN e credita na conta da instituição financeira do destinatário, fazendo com que as reservas bancárias desta instituição no BCB cresçam no mesmo montante do gasto inicial (*ceteris paribus*).

No caso brasileiro, a CUTN representa o maior passivo contábil do BCB e alcança aproximadamente 13% do PIB, indicando o valor expressivo da conta no país. No entanto, esses recursos estão condicionados por um conjunto de dispositivos legais e institucionais que regulam sua operacionalização e delimitam seu uso no âmbito da gestão fiscal. A CUTN é dividida em três subcontas: *i*) a subconta Tesouro Nacional, destinada às operações gerais da Administração Pública Federal; *ii*) a subconta Dívida Pública, voltada às operações de amortizações e créditos fiscais derivadas dos pagamentos e leilões da Dívida Pública Federal; e *iii*) a subconta do Fundo do Regime Geral de Previdência Social (FRGPS), responsável pela movimentação financeira dos recursos do Regime Geral de Previdência Social e gerida pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

Nesse contexto, torna-se relevante compreender não apenas a evolução do expressivo saldo acumulado da CUTN e os dispositivos institucionais que restringem sua utilização, mas também a dinâmica dos fatores condicionantes de sua expansão e contração ao longo do tempo. A relação da CUTN com a gestão da dívida pública, a condução da política fiscal e até mesmo o gerenciamento da liquidez pela política monetária permanece relativamente pouco explorada no debate acadêmico brasileiro.

Diante disso, este artigo busca contribuir para o preenchimento dessa lacuna ao analisar a evolução da CUTN, de suas subcontas e de seus principais componentes, com o **objetivo de compreender os determinantes do elevado saldo acumulado e os efeitos fiscais e monetários associados à sua operacionalização.** Para alcançar tal objetivo, será feita uma análise da legislação sobre a CUTN, bem como sobre a relação financeira entre o BCB e o TN. Além disso, serão analisadas as institucionalidades envolvidas na gestão da dívida pública e na implementação da política monetária. Os dados utilizados são provenientes das bases do BCB e do TN. Para a exposição dos argumentos, utilizaremos balancetes contábeis, instrumento analítico largamente utilizado pela teoria monetária Pós-Keynesiana.

O artigo será estruturado pela introdução e, em seguida, a segunda seção abordará a institucionalidade e o papel da Conta Única do Tesouro Nacional no Brasil. A terceira seção analisa as movimentações financeiras nas duas principais subcontas da CUTN: a subconta Tesouro Nacional e a subconta Dívida Pública. A quarta seção discutirá as implicações dinâmicas das movimentações da CUTN na economia brasileira, em especial sobre a liquidez bancária, a implementação da política monetária e as métricas de endividamento público. A quinta seção discute um caso prático do uso da CUTN como colchão de liquidez durante a Pandemia da Covid-19. Por fim, o artigo se encerra com as considerações finais.

2. A institucionalidade e o papel da Conta Única do TN no Brasil

A interdependência das políticas fiscal e monetária é inescapável tanto para o gerenciamento da dívida pública, quanto para a administração da liquidez na economia. O nexo fiscal-monetário é uma característica dos governos monetariamente soberanos, de tal modo que exercem condições suficientes para executar seus gastos e para honrar seus déficits e os serviços da dívida pública interna (Wray, 2003). Em termos de política fiscal, a coordenação entre BC e TN garante que haja condições para a colocação de novos títulos públicos no mercado, já que o BC controla a liquidez no sistema. Para cumprir sua meta de juros, o BCB intervém no mercado secundário para criar (ou esterilizar) liquidez, implicando no estímulo (ou não) à demanda por títulos do TN no mercado primário.

O elo operacional dessa relação reside nos saldos financeiros que o Tesouro Nacional mantém custodiado em conta junto ao Banco Central. Essa conta funciona como um colchão de liquidez e agrega os saldos disponíveis das rubricas do orçamento público de demais recursos da administração federal direta e em alguns casos, a indireta. A Conta do TN é o instrumento central em que a administração federal realiza suas transações financeiras de encaixes monetários, tanto frente à sociedade em geral, quando compra serviços ou transfere renda, quanto ao sistema financeiro, que

intermedia os depósitos de responsabilidade federal. Nesta conta também são creditados os saldos arrecadados de tributos, fazendo com que as movimentações sejam constantes e permanentes.

Nos EUA, o Federal Reserve intervém no mercado interbancário negociando títulos públicos e privados para conduzir a *Fed Fund Rate* para sua meta de juros pré-estabelecida. No caso do Brasil, a institucionalidade faz o BCB administrar o mercado SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), intervindo nas negociações de títulos públicos com os participantes para administrar a liquidez da economia.[3] Assim como as *repos*[4] do Fed, neste mercado, além dos títulos públicos, são transacionadas as Operações Compromissadas com taxas diárias no *overnight*.

Assim, vale dizer que o funcionamento da *política fiscal* e da *política monetária* no Brasil ocorre de modo muito semelhante como ocorre nas principais economias que emitem moeda própria. No Brasil, o Conselho Monetário Nacional (CMN) define a meta de taxa de inflação a ser alcançada, o Comitê de Política Monetária (Copom) define a taxa de juros básica compatível com a meta de inflação e o BCB intervém no mercado de compromissadas (SELIC) para controlar o excesso de reservas e a liquidez da economia para convergir a taxa de juros efetiva para a meta.

Em termos de política fiscal, o funcionamento é também semelhante às demais economias. O Tesouro Nacional (TN) possui uma conta no BCB (Conta Única do Tesouro – CUTN) com saldo positivo e com esses recursos são feitos os gastos instantaneamente ao expedir uma ordem de crédito para os destinatários. Essa ordem é operacionalizada imediatamente pelo BCB, que debita da CUT e credita na conta da instituição financeira do destinatário, fazendo com que as reservas desta instituição no BCB cresçam no mesmo montante do gasto inicial (*ceteris paribus*). Os tributos, por sua vez, podem ser recolhidos permitindo algum grau de descasamendo com o fluxo de despesas do governo, além destes serem importantes para controlar a demanda da economia, para abastecer a própria CUTN e, especialmente, para corrigir desigualdades de renda.

A capacidade de gerenciamento da liquidez é uma condição para a execução da política monetária, onde o BCB se insere como o ator mais relevante. A autoridade monetária detém uma quantidade de títulos públicos federais e os utilizam para drenar ou injetar liquidez na economia, vendendo-os ou comprando-os no mercado na quantidade que for necessária para garantir a manutenção da taxa de juros referencial. Assim, o ativo do BCB é composto principalmente por títulos públicos e por Reservas Internacionais acumuladas. Seu passivo é composto principalmente pelo saldo da CUTN, pelas operações compromissadas em poder do mercado (*Repos*) e pelas reservas bancárias.

[3] No Brasil, diferente dos EUA, o mercado SELIC é separado e guia o mercado interbancário, sendo este último conduzido pela Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP).
[4] As *Repos*, Reverse Repurchase Agreements, são as operações com certificado de recompra feitas nos EUA.

Ainda que o BCB utilize os títulos públicos federais como principal ativo e seja responsável por manter os saldos da CUTN, existem algumas restrições e condicionalidades decorrentes de suas operações. O BCB é proibido de intervir no mercado primário e, portanto, proibido de "financiar" diretamente o TN (Art. 164 §1º da CF). Ou seja, o BCB somente pode atuar no mercado secundário com os títulos que já haviam sido postos no mercado. Uma exceção a esta regra, conforme destacam Leister e Medeiros (2012), é que o BCB tem autorização para realizar trocas diretas de títulos públicos de sua carteira que venham a vencer. Assim, com o objetivo de garantir a manutenção dos ativos do BCB, o mesmo pode solicitar a troca e o TN é obrigado a cumprir. Outra determinação institucional é que o saldo da CUTN seja remunerado pelo BCB para o TN pela "taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos públicos" em poder do BCB (MPV nº 1.789/1998).

Dentre as legislações que balizam as interações do BCB com o TN, destacam-se duas modificações regulatórias recentes (Brochier e Pedrosa, 2022). Em 2008 o BCB introduziu em seu balanço uma conta de *equalização cambial* para representar as variações cambiais provenientes de seus ativos de Reservas Internacionais (Lei nº 11.803/2008). E mais tarde, em 2019, houve uma nova mudança (Lei nº 13.820/2019), com a conta *de equalização cambial* se tornando parte da rubrica de "Reserva de Resultado" disposta no Patrimônio Líquido do BCB. Essas mudanças partiram da necessidade de tornar mais explícito os componentes do lucro líquido do BCB, já que o mesmo é de relevância fiscal, por ser repassado para o TN. A necessidade da regulamentação de 2008 surgiu com o novo cenário de níveis elevados de Reservas Internacionais e operações de *Swaps* Cambiais. Com o grande acúmulo de Reservas Internacionais, o BCB passou a se deparar com as consequências das variações cambiais e do valor de seus ativos internacionais em seu resultado contábil.

Além destas mudanças regulatórias, desde 2008, devido à Crise Financeiro Global, o Banco Central do Brasil promoveu outras mudanças em termos de regulação das atividades do setor financeiro, como as adequações do Acordos de Basiléia (Martins, 2018). O BCB também veio a emular, em menor escala, as práticas comumente descritas na literatura econômica como Políticas Monetárias Não-Convencionais (PMNC) adotadas desde 2008 e reforçadas em 2020 após a crise provocada pela Pandemia. À exemplo, o congresso brasileiro autorizou o BCB a operar na curva longa de juros dos títulos públicos e nos mercados secundários de direitos creditórios e títulos privados de crédito (Art. 1 §9º da PEC 10/2020). Ainda que tais mecanismos não tenham sido utilizados, o BCB poderia promover um "*Quantitative Easing"* no Brasil.

Após enfrentar os desafios da pandemia em 2020, o BCB introduziu em 2021 o uso de Reservas Remuneradas, chamadas formalmente de "Depósitos Voluntários Remunerados". A Lei n. 14.185, sancionada em 14 de julho de 2021 a partir do Projeto de Lei 3877/2020, autorizou o BCB a recolher e remunerar depósitos, com a política regulamentada em 19 de agosto de 2021 pela

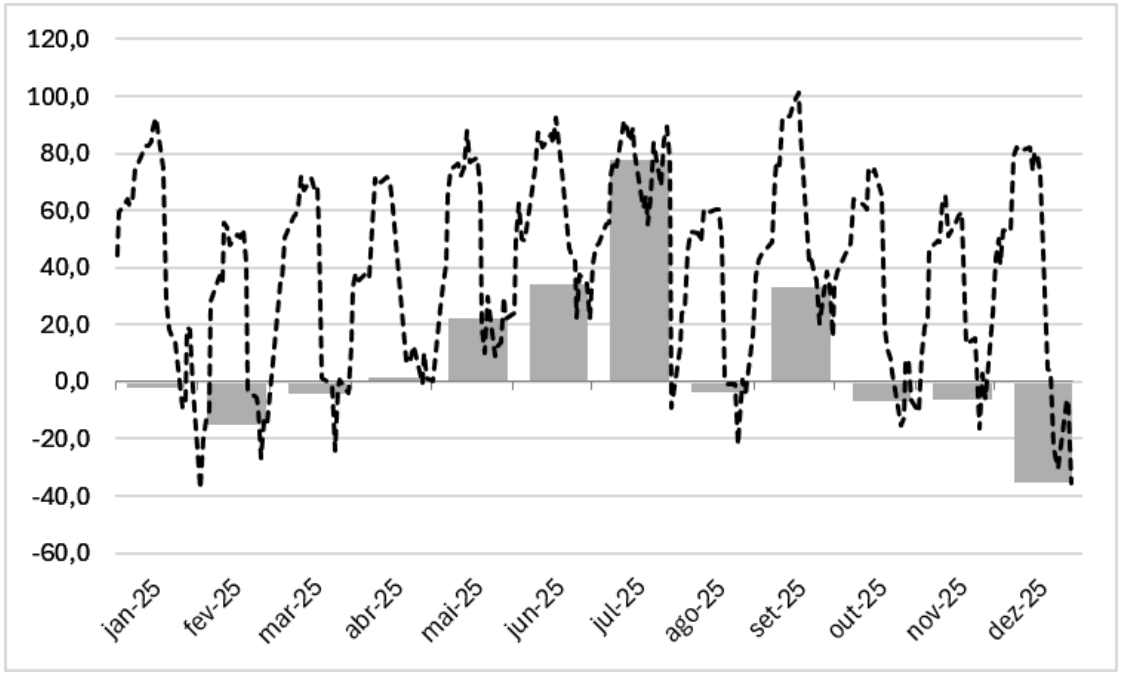
Resolução n° 129. Inicialmente, o prazo dos depósitos era de até 12 meses, restritos aos “Dealers” cadastrados no Demab, com taxas de remuneração definidas por leilão competitivo ou pelo próprio BCB, operando via mercado SELIC.

3. As movimentações financeiras nas subcontas da CUTN

A Conta de Única do Tesouro Nacional (CUTN) no Brasil acolhe os recursos do governo federal ao longo dos anos e, sob a gestão da Secretaria do Tesouro Nacional, administra os saldos remanescentes do orçamento federal e de demais disponibilidades da administração direta e indireta. Como os recursos provenientes da arrecadação de tributos e dos pagamentos executados pelo governo federal são transacionados a partir da CUTN, a movimentação dos seus saldos é oscilante, embora seja regular. Ou seja, diariamente ocorrem fluxos e influxos na conta, expandindo e contraindo o passivo do BCB e, por consequência, necessitando que a autoridade monetária compense essas oscilações pelo lado do seu ativo.

Conforme já analisado por Serrano e Pimentel (2017), ainda que o governo tenha um resultado primário nulo ao final do ano, seria operacionalmente impossível coordenar os fluxos para diariamente se anularem, na medida em que despesa e arrecadação federal têm dinâmicas próprias. Por esta razão, impacta tanto no balanço contábil do Banco Central, como nas reservas bancárias. Abaixo, a Figura 1 ilustra os saldos diários da CUTN (linha tracejada) e os saldos no fim de cada mês (barra cinza) para o ano de 2025.

Figura 1: Saldos Diários e Mensais da Conta Única do Tesouro Nacional em 2025 (R$ Bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil, Séries 1810 e 1790.

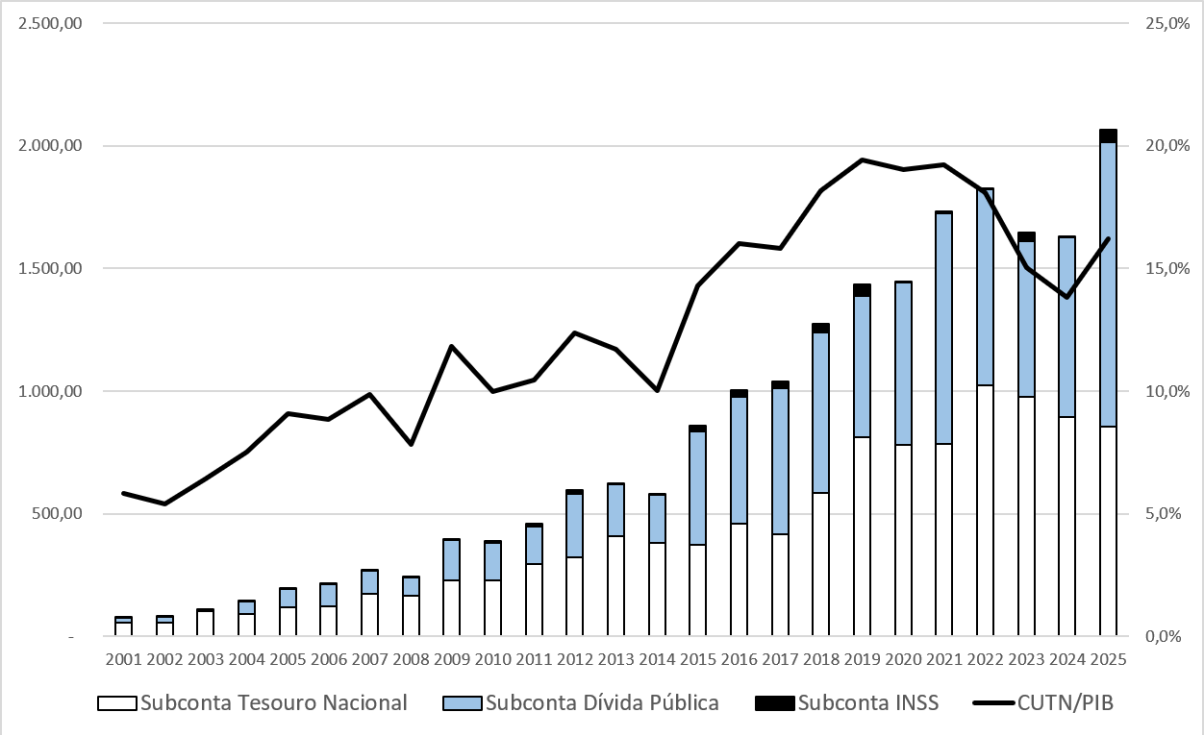
Neste sentido, verifica-se a interdependência da atuação da autoridade fiscal frente à autoridade monetária, na medida em que o tamanho do balanço contábil do Banco Central e seu equilíbrio também é condicionado à dinâmica da CUTN. No Brasil, este aspecto é acentuado devido ao fato da conta representar uma alta participação dentro do balanço do BCB. Regularmente, a CUTN é a maior rúbrica do passivo da autoridade monetária, alcançando em 2025 41,8% dos R$ 4,97 Trilhões de todo o Passivo Total e Patrimônio Líquido do BCB.

Por este aspecto, se instala no debate público preocupações sobre a trajetória da CUTN, bem como a compreensão das causas desta conta ser expressiva no caso brasileiro. A exemplo, Pellegrini (2018), destaca preocupação de que o balanço do Banco Central do Brasil está entre os maiores do mundo[5], indicando ser possível sua redução para convergir ao padrão internacional a partir de mudanças institucionais nas restrições legais das subcontas da CUTN. O autor apresenta, nesse sentido, uma série de propostas de mudanças institucionais e legais destinadas a reduzir o balanço do BCB. No entanto, embora a magnitude do balanço e da CUTN sejam tomadas como um problema a ser enfrentado, não se explicita em que medida a conta elevada constitui, por si só, uma disfuncionalidade do arranjo institucional brasileiro ou que decorra de falhas ou distorções severas no funcionamento do Banco Central.

O saldo da CUTN tem se expandido ao longo dos anos tanto em valores absolutos como em proporção do PIB. O acúmulo de recursos é proveniente dos mais diversos órgãos do governo federal, de modo que a conta é dividida em três subcontas: (i) subconta Tesouro Nacional, onde se concentram os recebimentos e pagamentos do Governo Central; (ii) subconta Dívida Pública, para onde vão as receitas obtidas com leilões de títulos públicos; e (iii) subconta INSS, destinada aos recebimentos e pagamentos previdenciários do Instituto Nacional do Seguro Social. A Figura 2 a seguir apresenta a evolução do saldo da CUTN, bem como os saldos de suas subcontas. Percebe-se o aumento expressivo do saldo total: sai de 5,8% do PIB em 2001, atinge o ponto máximo de 19,4% em 2019, e encerra 2025 em 16,2% do PIB, com saldo nominal de R$ 2,06 trilhões.

[5] Após o *Quantitative Easing* nos EUA em decorrência da Crise Financeira Global de 2008, os policy makers passaram a discutir a implementação de programas de "normalização" dos balanços contábeis das autoridades monetárias, frente ao elevado volume alcançado e aos resultados provenientes como excesso de reservas e liquidez. Estas políticas foram batizadas de *Quantitative Tightening*, embora seja também denominada como Normalization Balance Sheet Policy (Bernanke, 2012; Yellen, 2017; FOMC, 2025)

Figura 2: Conta Única do Tesouro Nacional (%PIB) e suas Subcontas (R$ Bilhões)

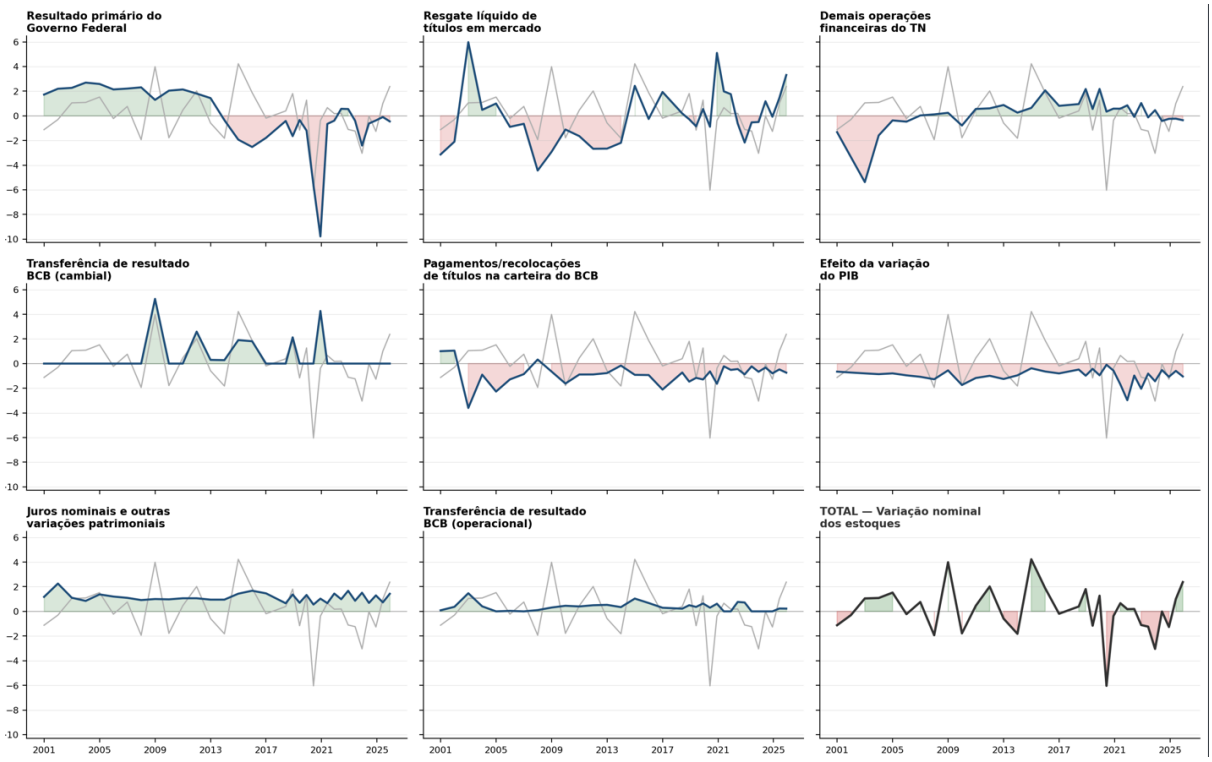


Fonte: Tesouro Nacional, https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relacionamento-entre-o-tesouro-nacional-e-o-banco-central/2019/30. Acesso em 16 de agosto de 2026.

O BCB publica semestralmente os fatores condicionantes da variação da CUTN. A Figura 3 apresenta esses fatores em porcentagem do PIB, período após período. Observa-se que, no período inicial, o resultado primário do Governo Federal constituiu importante fator de expansão da conta, uma vez que os superávits fiscais se traduzem em aumento do saldo da CUTN. Essa contribuição se vê acentuada até 2013, enquanto, a partir de 2014, os déficits primários passam a exercer efeito contrário sobre o saldo, com exceção de 2022. A dinâmica dos títulos públicos também apresenta papel relevante: os resgates líquidos reduzem os recursos disponíveis na CUTN, na medida em que o TN amortiza mais dívida do que emite (exclui-se os juros).

A evolução da CUTN, contudo, está fortemente influenciada pelo fator de recebimentos de juros pagos pelo BCB ao TN, conforme disposto pela Medida Provisória nº 2.179-36, de 24 de agosto de 2001. Os juros apresentam contribuição positiva e crescente ao longo da maior parte do período. Além disso, os saldos de transferências decorrentes da conta de equalização cambial do BCB, depositados na CUTN entre 2009 e 2020, também foram expressivos. Em conjunto, esses movimentos ajudam a explicar o crescimento do estoque da CUTN, particularmente a partir de meados da década de 2009, quando o acúmulo de Reservas Internacionais passou a ser mais expressivo.

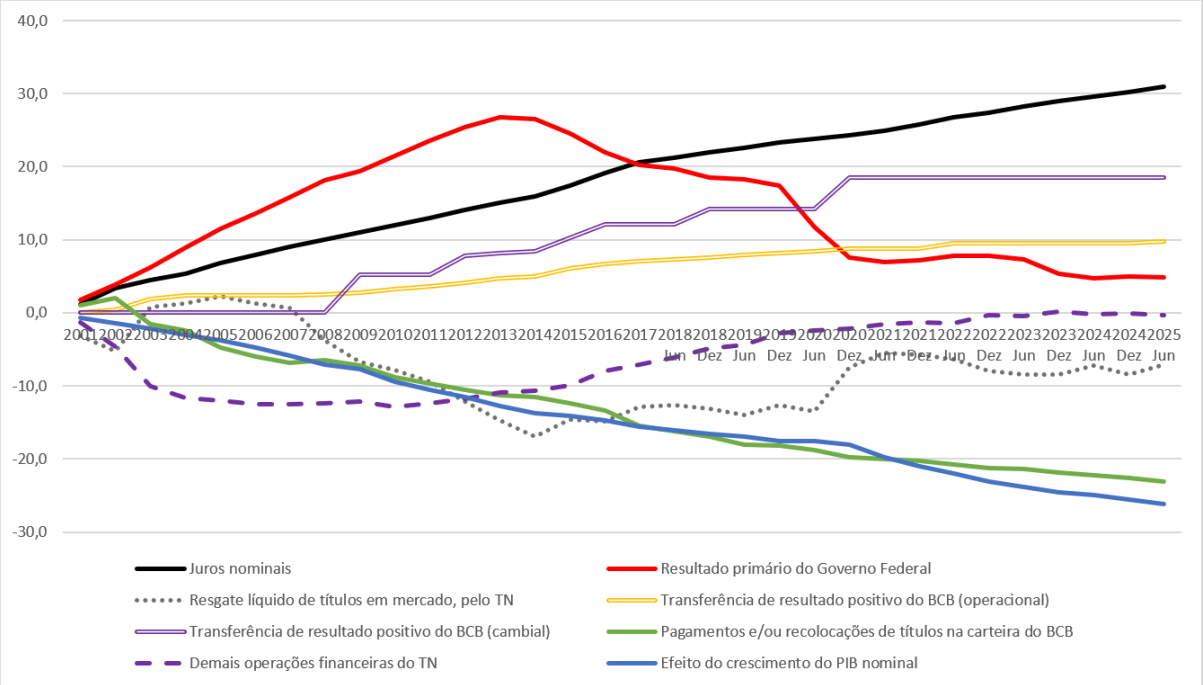
Figura 3: Fatores Condicionantes da Conta Única do Tesouro Nacional (% do PIB, 2001-2025)



Fonte: Banco Central do Brasil, Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/Documents/Tabelas_especiais/Evldp.xlsx.

É possível, também, analisar os fatores condicionantes de forma acumulada. Isso é feito na Figura 4. Nota-se o importante efeito acumulado de redução do saldo (em relação ao PIB) advindo do próprio crescimento do PIB e da recolocação de títulos na carteira do BCB. Em termos positivos, o resultado primário contribuiu positivamente até 2015, em termos acumulados, e desde então vem reduzindo sua contribuição devido aos déficits orçamentários. O maior fator explicativo para o crescimento do saldo da CUTN se refere ao pagamento de juros no saldo da própria conta.

Figura 4 - Fatores condicionantes da Conta Única do Tesouro Nacional - dados acumulados (% do PIB, 2001-2025)



Fonte: Banco Central do Brasil: https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/Documents/Tabelas_especiais/Evldp.xlsx

Diante desse aspecto, examinaremos como esses fatores se manifestam especificamente nas subcontas. A subconta Tesouro Nacional, que concentra principalmente as operações fiscais do Governo Central, também responde diretamente pelos recebimentos de juros e transferências cambiais aqui discutidos.

3.1 Subconta Tesouro Nacional

A Subconta Tesouro Nacional constitui o vínculo operacional do orçamento público com a execução financeira da política fiscal por meio da Conta Única do Tesouro Nacional. Sendo a principal subconta da CUTN, ela está submetida a exigências e regramentos que encontram amparo em um conjunto de dispositivos legais que conferem ao Tesouro Nacional a flexibilidade, mas também, limitações para gerir o fluxo de caixa dos recursos da União.

O arcabouço que rege a CUTN e, por conseguinte, a Subconta Tesouro Nacional é composto por três pilares fundamentais. O primeiro deles é o processo de centralização e unificação das disponibilidades financeiras da União, iniciado com com a Lei nº 4.320 (art. 56) de 1964, que estabeleceu o princípio da unidade de tesouraria e o Decreto-Lei nº 200 (art. 92) de 1967, que determinou a unificação dos recursos movimentados pelo Tesouro. Esse processo foi regulamentado pelo Decreto nº 93.872/1986, que consolidou a unificação dos recursos de caixa do Tesouro ao

determinar o recolhimento de todas as receitas da União e subordinou os pagamentos à programação financeira. A Constituição Federal de 1988 (art. 164, §3º), por fim, chancelou o arranjo atual de estrutura centralizada da CUTN.

O segundo pilar é a Medida Provisória nº 2.170-36, de agosto de 2001, que em seu artigo 3º autoriza o Tesouro Nacional a antecipar recursos provenientes de quaisquer receitas para execução das despesas, até o limite das respectivas dotações orçamentárias, mediante utilização de disponibilidades de caixa. Operacionalmente, funciona como um fundo de manejo (ou cash buffer) que confere ao Governo Central a capacidade de honrar seus compromissos financeiros independentemente da sincronia entre o fluxo de arrecadação e o fluxo de pagamentos, essencial para o manejo da política fiscal (Serrano & Pimentel, 2017).

O terceiro pilar é o artigo 5º da mesma Medida Provisória nº 2.170-36, consolidado pela Lei nº 12.833, de 2013, que autoriza as empresas públicas federais não-financeiras a aplicar seus recursos na CUTN de forma facultativa. Trata-se de um mecanismo que amplia a base de recursos disponíveis na CUTN ao permitir que estatais não financeiras utilizem a conta como instrumento de aplicação financeira. Além disso, ao longo dos anos, um conjunto de fundos federais foram obrigados a depositar seus recursos não destinados às finalidades previstas na Subconta TN. Estes ingressos têm efeitos práticos relevantes sobre a expansão do saldo da Subconta, apesar de aumentar o colchão de liquidez à disposição do Tesouro.

Dessa forma, a Subconta Tesouro Nacional cumpre um duplo papel. De um lado, funciona como um colchão de liquidez que confere ao Tesouro flexibilidade na execução da política fiscal, como apontam Serrano & Pimentel (2017). De outro, opera como um canal de absorção e liberação de liquidez na economia, na medida em que a acumulação de recursos na conta Tesouro Nacional implica na retenção de estoque de moeda e do poder de compra do setor privado na economia.

A CUTN também acumula os saldos de sua própria remuneração pode estar depositada no BCB, que remunera pela taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna de emissão do Tesouro Nacional em poder do Banco Central do Brasil, conforme dispõe a Medida Provisória nº 2.179-36, de 24 de agosto de 2001. Os saldos provenientes dos juros remuneratórios, no entanto, são destinados única e exclusivamente para a amortização da dívida pública federal, figurando como um recurso vinculado.

A Subconta Tesouro Nacional agrega duas naturezas distintas de recursos: os Recursos Vinculados, cuja destinação é especificada por lei e, portanto, de uso restrito pelo governo; e os Recursos Ordinários, sobre os quais o governo detém maior autonomia para alocação discricionária. Observa-se na Tabela 1 uma expansão acentuada dos saldos em proporção do PIB na Subconta

Tesouro Nacional a partir de 2018, retornando a níveis mais baixos em 2025. Essa trajetória foi impulsionada, sobretudo, pelo crescimento dos saldos provenientes da remuneração da CUTN pelo Banco Central do Brasil, os quais são contabilizados como parte dos Recursos Ordinários, bem como pelo aumento pontual de recursos vinculados em determinados exercícios.

Tabela 1: Subconta Tesouro Nacional da CUTN e sua rubricas (% PIB) (2017-2025)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tesouro Nacional (%)	**6,34**	**8,34**	**11,01**	**10,26**	**8,69**	**10,17**	**8,93**	**7,59**	**6,72**
Recursos Ordinários (%)	1,60	1,60	2,33	1,55	2,12	2,43	1,48	1,81	1,93
Recursos Vinculados (%)	4,69	6,72	8,64	8,55	6,57	7,74	7,45	5,78	4,79
- Educação (%)	0,32	0,23	0,23	0,17	0,16	0,20	0,24	0,31	0,33
- Seguridade Social (Exceto Previdência) (%)	-0,03	0,30	0,51	0,75	0,45	0,51	0,37	0,46	0,36
- Previdência Social (RPPS) (%)	-0,08	0,02	0,03	-0,03	0,01	0,01	0,01	0,03	0,03
- Previdência Social (RGPS) (%)	-0,13	0,06	0,02	0,11	0,01	0,16	0,06	0,04	0,08
- Dívida Pública (%)	-0,01	0,01	2,23	2,51	2,78	3,81	3,19	1,12	0,23
- Transferências a Estados e Municípios (%)	0,19	0,22	0,23	0,29	0,35	0,32	0,34	0,33	0,34
- Fundos, Órgãos e Programas (%)	3,77	3,48	3,85	4,13	2,40	2,43	3,05	3,35	3,28
- Recursos Extraorçamentários (e outros) (%)	0,71	2,44	1,59	0,80	0,45	0,32	0,21	0,16	0,15
- Recursos Não Classificados (%)	0,00	0,00	-0,02	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,02

Fonte: Balanço Geral da União, Tesouro Nacional do Brasil. Fonte: Balanço Geral da União, Tesouro Nacional do Brasil. Nota: Os dados anteriores a 2017 estão disponíveis sob outra metodologia de agregação, impedindo um comparativo e, portanto, foi considerado apresentar somente os dados a partir de 2017.

Entre as rubricas que compõem os Recursos Vinculados, destaca-se a conta "Fundos, Órgãos e Programas", que mantém participação expressiva e relativamente estável ao longo de todo o período analisado, oscilando entre 2,4% e 4,1% do PIB. Essa rubrica agrega recursos de diversas fontes com destinação específica, como fundos setoriais, programas governamentais e órgãos autônomos, cujos saldos, uma vez não executados, permanecem depositados na CUTN por tempo indeterminado. Essa característica contribui diretamente para a elevação do saldo total da Conta Única, uma vez que tais recursos, embora contabilmente pertencentes à União, não estão disponíveis para o financiamento de despesas discricionárias do Governo Central. Em síntese, a análise da composição da Subconta Tesouro Nacional revela que a elevação do saldo da CUTN não decorre apenas de fatores fiscais ou operacionais correntes, mas também de um conjunto de rigidezes institucionais.

3.2 Subconta Dívida Pública

A subconta Dívida Pública, por sua vez, aumenta seu saldo quando ocorrem emissões de títulos públicos, e tem seu saldo reduzido quando títulos são resgatados. Os recursos mantidos nessa subconta são, em geral, destinados ao pagamento da dívida. Porém, parte desses recursos pode ser

alocado para cobrir outras despesas, desde que esse uso esteja previsto no orçamento e que obedeça à regra de ouro[6].

A dívida pública é emitida através dos leilões da Dívida Pública Federal. Esses leilões são realizados pelo Tesouro Nacional, utilizando o sistema Selic. Todas as instituições financeiras habilitadas no sistema podem participar dos leilões com um máximo de três propostas por vencimento ofertado em cada título, enquanto os dealers credenciados junto ao Tesouro podem fazer até sete propostas. Os critérios de seleção para os dealers é dado pela Portaria STN nº 182, de 07 de fevereiro de 2024. A portaria estabelece que o conjunto de dealers é formado por até 12 instituições, sendo 3 vagas para corretoras ou distribuidoras, e as 9 vagas restantes para as demais instituições, sendo que apenas uma instituição de um mesmo conglomerado financeiro pode participar. O credenciamento é válido por 6 meses, ocorrendo o descredenciamento de uma corretora e de uma outra instituição ao final do período, sendo substituídos por outras instituições, de acordo com critérios de seleção que envolvem o número de propostas nos leilões e o volume de títulos adquirido. Além da possibilidade de realizar até sete propostas por leilão (contra três para os demais participantes), os dealers têm a vantagem de poderem participar da chamada *segunda volta*: quando pelo menos 50% do lote ofertado no leilão é vendido na primeira rodada, os dealers ganham o direito de comprar uma quantidade adicional de títulos de forma não competitiva, sem precisar dar lance de preço.

Existem três tipos de leilões de dívida pública: tradicionais, de troca e de compra. Os tradicionais têm como finalidade levantar recursos para o refinanciamento da dívida; os de troca envolvem a permuta de títulos próximos ao vencimento por títulos com prazo mais longo; já os de compra têm como função resgatar títulos antes de seu prazo de vencimento. Os leilões tradicionais ocorrem semanalmente, e os demais têm periodicidade trimestral[7].

Em certas ocasiões, os leilões podem resultar em uma demanda elevada ou insuficiente em relação ao montante de dívida prestes a ser refinanciada. Quando ocorre uma alta demanda por títulos, o leilão arrecada um montante superior à dívida vincenda, o que eleva o saldo da subconta Dívida Pública. Já quando a demanda por títulos é baixa, o leilão levanta menos recursos que o necessário para pagar os títulos prestes a vencer, de modo que o tesouro é obrigado a diminuir o saldo da subconta para fazer frente às suas obrigações.

[6] A regra de ouro, dada pelo artigo 167, inciso III, da Constituição federal, visa impedir o custeio de despesas correntes com endividamento público. De acordo com o referido inciso, são vedadas "a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta".

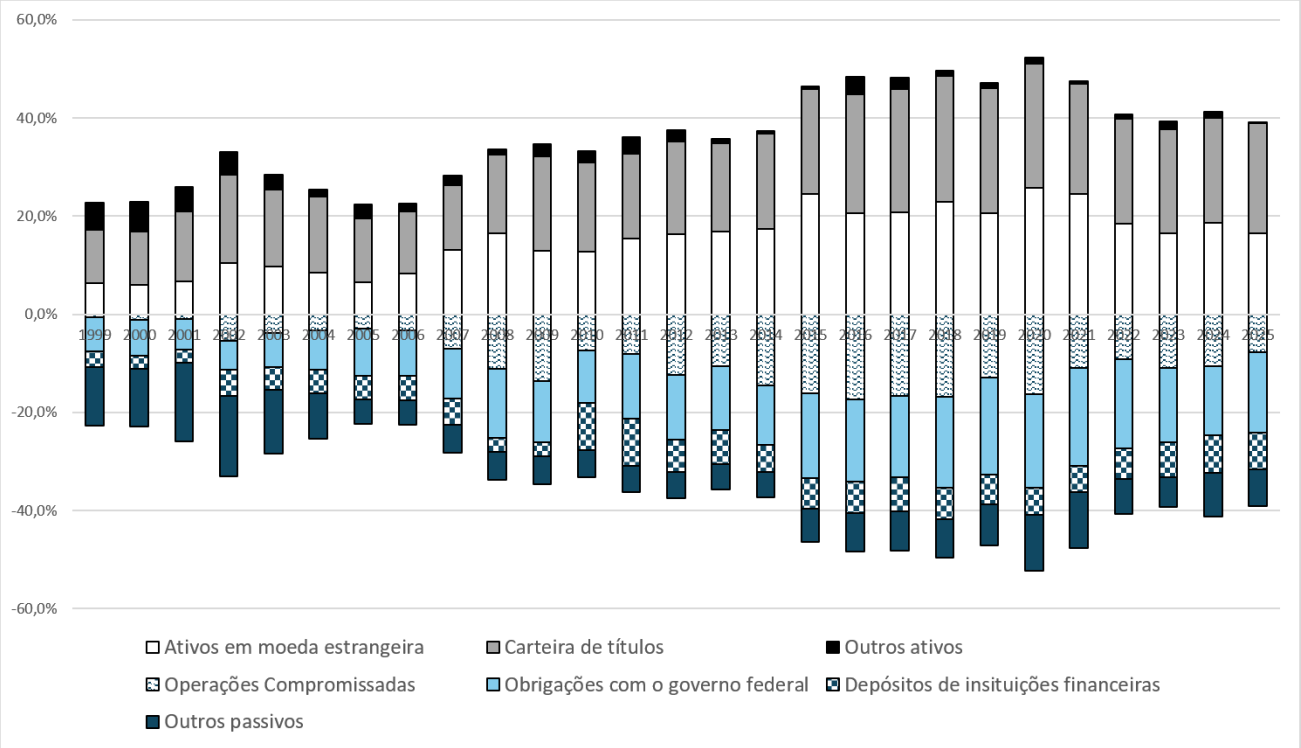
[7] Mais detalhes podem ser encontrados no seguinte link (acesso em 29 de setembro de 2025): https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/perguntas-frequentes/divida-publica/leiloes.

Eventualmente, o saldo da subconta Dívida Pública supera o saldo da subconta do Tesouro Nacional. Isso ocorreu entre 2015 e 2018, em 2021 e em 2025. Quatro momentos merecem destaque pelo aumento no saldo desta subconta: (i) entre 2003 e 2004, quando saiu de R$ 5,98 bilhões para R$ 51,56 bilhões; (ii) entre 2008 e 2009, quando subiu de R$ 72,17 bilhões para R$ 164,71 bilhões; (iii) entre 2014 e 2015, quando saltou de R$ 195,65 bilhões para R$ 462,44 bilhões; e (iv) entre 2024 e 2025, saindo de R$ 731,47 bilhões para R$ 1,16 trilhões.

4. Impactos da CUTN sobre a liquidez bancária e a política monetária

Para compreender os impactos de movimentações na CUTN sobre a liquidez bancária, é necessário analisar o balanço contábil do BCB. A figura a seguir apresenta a composição de ativos (barras positivas) e passivos (barras negativas) como proporção do PIB. Do lado do ativo, os principais itens são as reservas internacionais (ativos em moeda estrangeira) e a carteira de títulos. No passivo, os principais itens são as operações compromissadas, o saldo da CUTN (obrigações com o governo federal) e as reservas bancárias (depósitos das instituições financeiras).

Figura 5 – Balanço contábil do Banco Central do Brasil - % do PIB



Fonte: elaboração própria a partir das demonstrações financeiras contábeis do BCB. https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/balanceteslai Acesso em 25 de agosto de 2026.

Os três principais itens do passivo do BCB (reservas bancárias, operações compromissadas e Conta Única do Tesouro Nacional) são intimamente conectados (Kappes, 2025). Por exemplo, movimentações na CUTN impactam o nível de reservas bancárias: qualquer saída de recursos da conta (seja via gastos do governo ou quando o Tesouro resgata parte dos seus títulos em mercado) cria reservas bancárias, enquanto entradas de recursos (por exemplo, via arrecadação de impostos ou quando há emissão de novos títulos do Tesouro) destroem reservas bancárias.

A figura a seguir ajuda a entender essa questão. O balancete à esquerda representa o setor bancário, de forma consolidada, enquanto o balancete à direita representa o BCB. Na primeira linha, temos as posições iniciais: por simplificação, assumimos que o setor bancário não possui nenhum lançamento em seu balanço, enquanto o BCB possui títulos em carteira (que não afetam a discussão a seguir) no lado do ativo, e a CUTN no lado do passivo. A linha 2 mostra o que ocorre quando recursos saem da CUTN: no balanço do BCB, eles se convertem em reservas bancárias, que são a contraparte dos novos depósitos, criados devido à ação do governo (como pagar auxílios da seguridade social, salários dos funcionários, adquirir algum bem ou serviço, ou resgatar algum título do Tesouro). A linha 3, por sua vez, mostra o que acontece quando os recursos entram na CUTN: o agente que realizou a transação (como o pagamento de um imposto ou a compra de um título do Tesouro) sofre uma baixa em seus depósitos; os bancos ficam com menos reservas bancárias; o saldo da CUTN aumenta.

Figura 6 - Impactos de saídas e entradas financeiras na CUTN

	Setor bancário		Banco Central do Brasil	
1	-	-	Carteira de títulos	CUTN
2	+ Reservas bancárias	+ Depósitos		- CUTN + Reservas bancárias
3	- Reservas bancárias	- Depósitos		- Reservas bancárias + CUTN

Fonte: elaborado pelos autores.

Por alterarem o nível de reservas bancárias, as movimentações da CUTN podem mover a taxa Selic para fora da meta escolhida pelo Copom. Por exemplo, no caso de saída de recursos da CUTN, há criação de reservas bancárias, o que significa um aumento na liquidez bancária. Isso pressiona a taxa Selic para baixo da meta. No caso oposto, de entrada de recursos na CUTN, há uma redução na liquidez, o que pressiona a taxa Selic para cima da meta. Em ambos os casos, o BCB irá atuar para devolver a liquidez ao nível compatível com sua meta para a taxa Selic. Isso é feito através de alterações no volume de operações compromissadas.

Uma questão importante sobre as compromissadas é sua presença nas métricas de endividamento público. Elas aparecem tanto no conceito de Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) quanto no de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). O conceito de "Governo Geral" presente na primeira métrica se refere à soma dos governos central, estaduais e municipais, desconsiderando, portanto, o BCB e as estatais. Já o conceito de "Setor Público" da última métrica engloba, também, o BCB e as estatais. Além disso, o conceito de "Dívida Líquida" se refere à subtração dos ativos financeiros do cômputo da dívida.

Na DLSP, as compromissadas aparecem no cômputo da dívida referente ao BCB. Já na DBGG, as compromissadas aparecem dentro da Dívida Interna, somando-se à Dívida Mobiliária em Mercado, entre outros itens. A DBGG sofreu uma mudança metodológica em 2008: antes, seguindo o padrão internacional, toda a carteira de títulos públicos do BCB era incluída na métrica; depois de 2008, o BCB passou a utilizar somente os títulos utilizados como lastro das operações compromissadas. Assim, valores da dívida bruta apresentados, por exemplo, pelo FMI, diferem dos valores divulgados pelo BCB. A diferença é o tamanho da carteira livre do BCB.

Dado que as operações compromissadas são o instrumento preferencial para regular a liquidez do sistema bancário, e que estas compõem a dívida pública, temos uma dinâmica inusitada, na qual resgates líquidos de dívida pública pelo Tesouro Nacional não reduzem o endividamento do governo. A figura a seguir ilustra esse ponto. Em relação à figura anterior, temos um novo balancete, representando o setor privado não-bancário. Os demais itens da primeira linha são os mesmos da figura anterior. Na linha 2, o Tesouro Nacional decide pagar sua dívida. Com isso, o setor privado não-bancário recebe depósitos em troca de seus títulos públicos. À semelhança da figura anterior, o setor bancário na figura 10 expande seu balanço ao receber reservas bancárias no lado do ativo e aumentando seus depósitos no lado do passivo, enquanto o balanço do BCB registra uma baixa no saldo da CUTN e um aumento no nível das reservas bancárias. Para evitar que essa expansão da liquidez reduza a taxa Selic, o BCB realiza operações compromissadas. A redução na dívida pública ocorrida na linha 2 (ressaltada em cinza) foi revertida com o uso das compromissadas, na linha 3.

Figura 7 – Impactos de um resgate de títulos pelo Tesouro Nacional

	Setor privado não-bancário		Setor bancário		Banco Central do Brasil	
1	Títulos públicos		-	-	Carteira de títulos	CUTN
2	- Títulos públicos + Depósitos		+ Reservas bancárias	+ Depósitos		- CUTN + Reservas bancárias
3			- Reservas bancárias + Compromissadas			- Reservas bancárias + Compromissadas

Fonte: elaborado pelos autores.

As movimentações nas subcontas Tesouro Nacional (via resultado primário) e Dívida Pública (via leilões de títulos e refinanciamento da dívida) têm implicações para a liquidez do setor bancário, conforme explicado na seção anterior. Recapitulando, aumentos no saldo da CUTN diminuem o nível de reservas bancárias, enquanto reduções no saldo da CUTN elevam o nível de reservas bancárias. Essas variações na liquidez podem levar a taxa Selic pra fora da meta do Copom, o que força o BCB a alterar o volume de suas operações compromissadas, seja para enxugar ou para injetar liquidez no montante suficiente para manter a taxa Selic na meta. Dessa dinâmica surge um resultado inusitado, já abordado na seção anterior, de que reduções na dívida pública via resgate de títulos podem ser revertidos com operações compromissadas do BCB, ocorrendo apenas uma troca no perfil da dívida. Essa dinâmica é reconhecida pelo próprio Tesouro Nacional. Em relatório de 2019 que aborda a relação entre TN e BCB, explica-se que:

> Há uma interação entre as emissões líquidas e a necessidade de aportes de títulos ao BCB para fins de política monetária. O maior volume de emissões de títulos em mercado contribui para reduzir liquidez, atuando para aumentar a margem na carteira livre do BCB. Nesse caso, o recurso da emissão líquida deve ser mantido na CTU para evitar que a liquidez retorne à economia. Em outra direção, **se o Tesouro optasse por reduzir as emissões de títulos e pagar DPF em mercado com recursos da CTU, o resultado seria um aumento da liquidez**. Nesse caso, provavelmente o TN teria que efetuar aportes de títulos ao BCB para assegurar lastro às operações de mercado aberto. **Como tanto DPF quanto compromissadas fazem parte da DBGG, o resultado seria apenas uma mudança da composição do endividamento do governo junto ao público, sem reduzir seu estoque**, e um aumento na carteira do BCB (Tesouro Nacional, 2019a, p. 21, ênfase nossa).

Diante dessa dinâmica, a melhor estratégia para melhorar o perfil da dívida seria, de acordo com o próprio Tesouro Nacional em seu Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2019, rolar todo o principal e os juros da dívida em combinação com a manutenção dos recursos dos superávits primários na CUTN:

> A simulação da estratégia de médio prazo assume uma taxa de refinanciamento de principal e juros da dívida interna em torno de 100% ao longo do horizonte de planejamento. **Tal esforço**, mesmo em cenários com posição confortável de caixa, **evitaria que esses vencimentos resultem em aumento da liquidez do sistema financeiro**, a exemplo do que se observa desde 2015, inclusive neste PAF 2019. Mais que isso, **a expectativa para o futuro é que essa política, em combinação com resultados fiscais superavitários, contribua para a redução do excesso de liquidez que atualmente é esterilizado por meio das operações compromissadas** do Banco Central. Tal movimento representaria uma melhora na composição da DBGG, com menor participação relativa de operações compromissadas e maior participação de DPF (Tesouro Nacional, 2019b, p. 19, ênfase nossa).

5. Um exemplo da dinâmica da CUTN

O arranjo institucional da CUTN, sobretudo a autorização da MP nº 2.170-36, ao Tesouro pelo uso da conta para antecipar recursos para a execução do orçamento público, reforçou um papel muito importante para a operacionalidade do Tesouro Nacional à política fiscal. Esta característica foi observada sobretudo na Pandemia do Covid-19, na medida em que o governo foi submetido a um cenário de extrema urgência e calamidade pública e sanitária, exigindo um pacote fiscal suficientemente elevado para atender às demandas da sociedade à época.

Até este episódio, o debate público mundial convergia para proposição da subordinação da política fiscal à primazia da política monetária, sob a égide do Novo Consenso Macroeconômico (NCM). Conforme sintetizam Paula *et al*. (2018), nesta visão, a política fiscal deveria se pautar pelo princípio do equilíbrio, com viés ao superávit primário, funcionando como um suporte passivo à política de juros. Nesse arcabouço, a disciplina fiscal é recomendada, sendo compreendida como condição necessária para a credibilidade da política monetária e para a ancoragem das expectativas inflacionárias (Mishkin, 2011; Blanchard et al., 2010). O resultado primário positivo, nessa perspectiva, sinalizaria solvência e compromisso do governo com a trajetória sustentável da dívida pública.

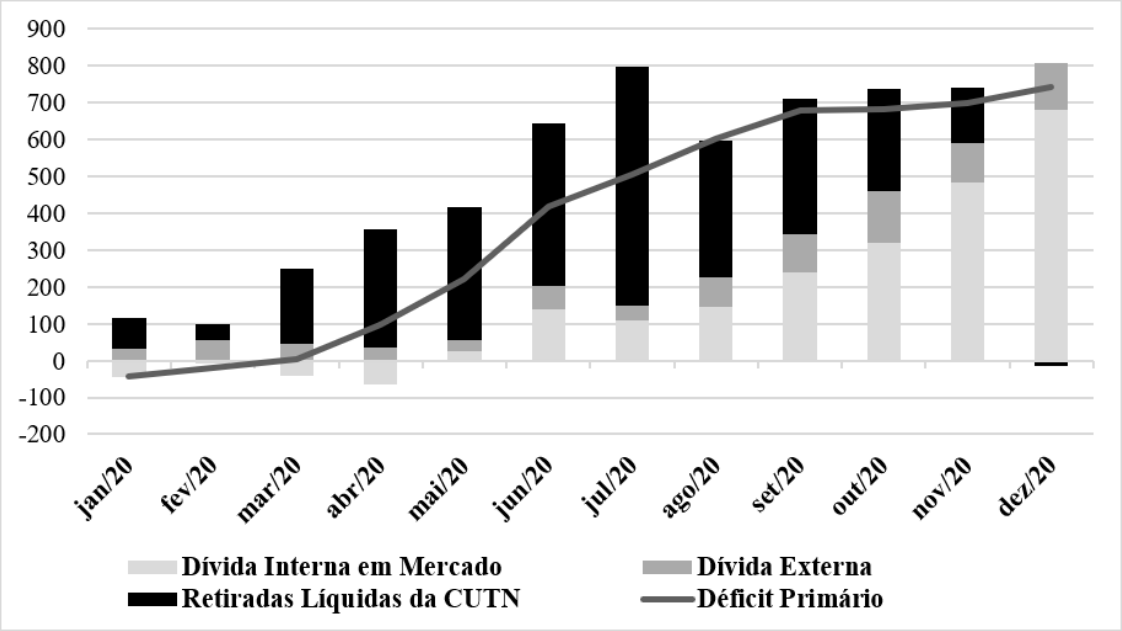
A Crise Financeira Global de 2008, contudo, impulsionou uma revisão das proposições do NCM, com uma maior aceitação do papel estabilizador da política fiscal, na medida em que a política monetária perdia sua eficácia (Bernanke, 2009; Blanchard & Summers, 2017). No entanto, conforme argumentam Paula *et al*. (2018), essa revisão foi predominantemente pragmática e não alterou o núcleo teórico do arcabouço. Persistiu a ideia de que políticas fiscais expansionistas devem ser acionadas apenas em episódios de crise severa, sendo o compromisso com o equilíbrio das contas públicas a regra a ser seguida em tempos normais. A política fiscal permaneceu, portanto, subordinada e condicionada ao espaço fiscal disponível, preservando a hierarquia em que a política monetária ocupa posição central (Mishkin, 2012; Woodford, 2012).

Para seus adeptos, valeria a hipótese dos "*bond vigilants*", segundo a qual os agentes de mercado, diante de indicadores fiscais deteriorados e de uma relação dívida/PIB crescente, se recusariam a financiar a dívida pública, exigindo taxas de juros proibitivas e forçando o governo a um ajuste fiscal (Taylor, 2009; Reinhart e Rogoff, 2010). Nesse diagnóstico, a austeridade fiscal seria, paradoxalmente, expansionista, na medida em que restauraria a confiança dos mercados e reduziria os prêmios de risco (Alesina e Ardagna, 2010). Contudo, como destacam Serrano e Braga (2006), a tese da contração fiscal expansionista não encontra respaldo empírico consistente, e frequentemente produz efeitos recessivos contrários aos pretendidos. Estas proposições sustentavam a ideia de que o "dinheiro poderia acabar", estando o governo restrito ao mercado (Serrano e Pimentel, 2017).

No entanto, estas proposições foram fortemente contestadas após a pandemia do Covid-19 a partir de março de 2020, quando governos no mundo todo puderam financiar seus pacotes fiscais de socorro emergencial, bem como puderam refinanciar suas dívidas em contexto de redução de taxa de juros e elevada incerteza, contrariando a tese anterior. O próprio papel operacional da Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN) oferece um contraponto empírico a essa visão. A CUTN funciona como um colchão de liquidez que permite ao governo realizar seus gastos em um primeiro momento, mesmo que o ambiente seja de completa incerteza. Isso assegura que a arrecadação de tributos possa ocorrer em um segundo momento, sem que o fluxo de despesas do governo seja restringido por uma assincronia temporária entre receitas e despesas.

Observando o caso brasileiro, vemos o papel central da CUTN para a execução da política monetária durante a Pandemia. A Figura 5 ilustra os saldos acumulados no ano de 2020 em comparação com o saldo de dezembro de 2019. Com a declaração da pandemia em março, o resultado primário federal iniciou um processo de déficits sucessivos em decorrência das medidas emergenciais implementadas pelo congresso nacional e o governo federal. Representada pela linha cinza, o saldo acumulado encerrou dezembro com déficit de R$ 743,3 Bilhões. As barras pretas ilustram o saldo líquido das retiradas da CUTN, enquanto as barras cinza claro e escuro o aumento da dívida interna em posse do mercado (DPMFi) e da dívida externa, respectivamente, em relação ao estoque de dezembro de 2019.

Figura 5: Evolução de Saldos Acumulados Do Resultado Primário, CUTN e Emissões Líquidas de Dívida em 2020 (R$ Bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil, Estatísticas Fiscais, Tabelas 4 e 20. E Tesouro Nacional, RTN, Tabela 1.2.

A figura ilustra que nos primeiros meses deflagrada a pandemia o déficit primário foi financiado principalmente pelo uso dos saldos existentes na CUTN, situação que se manteve até julho. A partir de agosto, inicia-se uma maior capacidade do estado em se financiar via dívida pública, expressa pela elevação do estoque das dívidas mencionadas. Destaca-se que, deste período em diante, o saldo da CUTN passou a convergir para uma variação quase zero, na medida em que o sucesso do financiamento via dívida pôde recompor seus saldos. Ao final de dezembro, a variação da dívida pública superou o resultado primário deficitário do ano e a CUTN encerrou o ano com R$ 14 bilhões a mais em comparação ao início do período.

Esta relação ilustra o papel da CUTN em possibilitar ao governo maior espaço de gestão das políticas fiscal e financiamento do estado. Estes meses em que os saldos da CUTN foram utilizados possibilitaram o adiamento de novos leilões em condições desfavoráveis e subsidiou indiretamente as políticas de diferimento e moratória de tributos aplicadas para afrouxar as restrições financeiras das empresas e da população. Ilustra também, conforme destaca Wray (2003), esse colchão de liquidez quando acionado para honrar os compromissos do governo, injeta reservas bancárias no sistema financeiro. Tomada a coordenação do Banco Central, que persegue a taxa de juros próxima à meta, esse excesso de liquidez gerado estimula em algum grau o próprio mercado a demandar títulos públicos nos meses subsequentes como alternativa de remuneração. O mercado não sustentaria por muito tempo a recusa a um ativo altamente líquido e de baixo risco (Lavoie, 2013; Jorge, 2020).

6. Considerações finais

O artigo analisou a evolução do saldo da Conta Única do Tesouro Nacional no Brasil entre 2017 e 2025, destacando a composição de suas subcontas e os fatores condicionantes da evolução do saldo total. Além disso, analisou as implicações das movimentações financeiras da CUTN sobre a liquidez bancária e apresentou um exemplo da utilização dos saldos durante a pandemia.

Os principais fatores condicionantes que explicam a evolução do saldo da CUTN são, em termos positivos, os juros nominais que remuneram o saldo da própria conta e as transferências de resultados do BC; em termos negativos, estão as recolocações de títulos na carteira do BC. O resultado primário contribuía positivamente quando ocorriam superávits; porém, em períodos mais recentes, os déficits primários reduzem o saldo da conta. Além disso, condicionante singular do processo de expansão da CUTN residiu nos resultados da conta de equalização cambial até 2019.

As saídas de recursos da CUTN criam reservas bancárias, e entradas de recursos destroem reservas. Isso tem implicações para a liquidez bancária e para a taxa Selic: ao criar reservas bancárias, saídas de recursos da CUTN pressionam a Selic para baixo; ao destruir reservas, entradas de recursos

pressionam a Selic para cima. Dessa forma, há uma clara ligação entre as políticas fiscal e monetária. Além disso, há uma dinâmica indesejável que ocorre quando o Tesouro Nacional busca reduzir o tamanho da dívida: ao resgatar títulos, cria reservas bancárias, o que pressiona a Selic para baixo; o BC, então, enxuga reservas com operações compromissadas; como estas compõem a dívida pública, o tamanho total da dívida não se altera, mudando apenas a composição.

Diversas frentes de pesquisa se abrem após a análise feita nesse estudo. Um primeiro esforço é o de entender a dinâmica das duas principais subcontas: Tesouro Nacional e Dívida Pública. Na primeira, compreender a forma exata pela qual o resultado primário se acumula ou deduz do saldo da subconta; na segunda, analisar a dinâmica dos leilões de títulos da dívida. Em segundo lugar, é necessária uma análise jurídica quanto às possibilidades legais do uso do saldo da CUTN. Outro ponto de interesse é realizar um estudo pormenorizado da interrelação entre políticas fiscal e monetária.

Referências Bibliográficas

ALESINA, A. F.; ARDAGNA, S. (2010). Tax Policy and the Economy, Volume 24, Number 1, DOI: https://doi.org/10.1086/649828

BERNANKE, B. (2009) "The crisis and the policy response.". Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, Janeiro.

_____. (2012). Five Questions about the Federal Reserve and Monetary Policy. Board of Governors of the Federal Reserve System, Indianapolis, Indiana. Speach, October 01. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20121001a.htm

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, M.; MAURO, P. (2010) Rethinking macroeconomic policy. Journal of Money, Credit and Banking, v. 42, n. 6, p. 199-215.

BLANCHARD, O; SUMMERS, L. (2017). Rethinking Stabilization Policy. Back to the Future. In: Conference on Rethinking Macroeconomic Policy, Peterson Institute for International Economics. 2017, Washington DC.

BROCHIER, L.; PEDROSA, I. An institutional SFC model of the Central Bank-National Treasury interactions: the case of Brazil (2008-2022). Seminar presentation, 2022.

FOMC, Federal Open Market Committee. (2025). FOMC Communications Related to Policy Normalization. Board of Governors of the Federal Reserve System. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policy-normalization.htm>. Acessado em 20 de agosto de 2026.

JORGE, C. T. (2020). A Critical Analysis of Brazilian Public Debt in The 2000s From The MMT Perspective. Tese de Doutorado, Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

KAPPES, Sylvio. Uma análise do balanço contábil do Banco Central do Brasil. Brazilian Keynesian Review, v. 11, n. 2, p. 295-316, 2025.

LAVOIE, M. (2013). The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique. Journal of Economic Issues. Vol. XLVII No. 1 March. DOI 10.2753/JEI0021-3624470101

MARTINS, N. M. (2018) A crise do sistema financeiro globalizado contemporâneo: perspectivas a partir da reforma regulatória global pós-2008. Revista de Economia Política, vol. 38, nº 4 (153), pp. 650-669, outubro-dezembro.

MISHKIN, F. S. (2011). Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. National Bureau of Economic Research. Working Paper 16755. February

_____. (2012). "Central banking after the crisis." Prepared for the 16th Annual Conference of the Central Bank of Chile, Santiago, Chile, 15-16 de november.

PAULA, L. F.; SARAIVA, P.; MODENESI, A.M. (2018). Revisão Pós-Crise Do Novo Consenso Macroeconômico: Mais Do Mesmo? Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política. 50, Maio, Agosto.

PELLEGRINI, J. A. (2018). Relação entre Tesouro e Banco Central. Instituição Fiscal Independente, Nota Técnica nº 25. 12 de Dezembro.

SERRANO, F.; BRAGA, J. (2006). O mito da contração fiscal expansionista nos EUA durante o governo Clinton. Economia e Sociedade, Campinas, v. 15, n. 2 (27), p. 213-239, ago.

SERRANO, F.; PIMENTEL, K. (2017). Será Que "Acabou o Dinheiro"? Financiamento do Gasto Público e Taxas de Juros Num País de Moeda Soberana. Revista Econômica Contemporânea, v. 21, n. 2, p. 1-29, mai-ago.

TAYLOR, J. B. (2009) "The need to return to a monetary framework.". Discussion Papers 08-020, Stanford Institute for Economic Policy Research.

TESOURO NACIONAL (2019) Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Secretaria do Tesouro Nacional: Relatório Especial. Disponível em: https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relacionamento-entre-o-tesouro-nacional-e-o-banco-central/2019/30.

WRAY, L. R. (2003). Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos pre os. Rio de Janeiro: Editora UFRJ Contraponto Editora.

WOODFORD, M. (2012) "Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound". Acesso em 20 de Maio de 2025: Disponível em: <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/Woodford_final.pdf>.

YELLEN, J. (2017). The U.S. Economy and Monetary Policy. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C. Speach, October 15. https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20171015a.htm