



EPGE

Ensaio Econômico

Nº 155

DEPÓSITOS DO TESOUREIRO: NO BANCO CENTRAL OU
E NOS BANCOS COMERCIAIS?

Rubens Penha Cysne

- 1990 -

ESCOLA DE PÓS GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
DO INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA
DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

DEPÓSITOS DO TESOURO: NO BANCO CENTRAL OU NOS BANCOS COMERCIAIS?

Rubens Penha Cysne

Julho de 1990

Este trabalho inicia-se explicitando o canal pelo qual a elevada liquidez e movimentação dos Depósitos do Tesouro no Banco Central implica num aumento das dificuldades operacionais do Banco Central no balizamento das variações de curto prazo das taxas de juros. Em seguida, discutem-se as alternativas ao problema, levantando-se algumas questões, a serem objeto de outros estudos, relativas à transferência (total ou parcial) da função de caixa de Tesouro do Banco Central para os bancos comerciais. Por último, algumas particularidades do caso brasileiro, que dificultam a aplicação dos mecanismos clássicos de condução de política monetária, são discutidos na última seção. Em particular, destaca-se, na breve formalização efetuada, a importância da sensibilidade juros das reservas totais dos bancos comerciais na determinação das oscilações de curto prazo da taxa de juros. Quanto maior este coeficiente, menores as oscilações dos juros decorrentes das variações da oferta de liquidez primária.

* Agradeço a Sérgio Ribeiro da Costa Werlang pela discussão sobre o assunto. A responsabilidade pelas opiniões emitidas e pelos erros porventura existentes é exclusiva do autor.

I - VARIAÇÃO DA TAXA DE JUROS: CONTROLE DA BASE MONETÁRIA X CONTROLE DA BASE + DEPÓSITOS DO TESOURO

Esta seção mostra que o controle estrito da base monetária, comparativamente ao controle de Base + Depósitos do Tesouro, livra o mercado financeiro de desnecessárias oscilações dia-a-dia da taxa de juros decorrentes de variações do saldo desta última rubrica (Depósitos de Tesouro). Na verdade, isso ocorre com todas as demais rubricas do passivo não monetário (ou ativo, que pode somar-se à Base com sinal negativo) do BACEN. Concentramo-nos aqui no agregado Base + Depósitos do Tesouro devido a uma particularidade desta rubrica (Depósitos do Tesouro) com relação aos demais itens do passivo não monetário do Banco Central: sua elevada liquidez. Como o Tesouro pode sacar ou depositar recursos nesta rubrica a qualquer momento, torna-se difícil o controle de curto prazo da Base. Nesse contexto, se o Banco Central reduz a sua ação esterizadora, passa-se, por inércia, para o controle de Base + Depósitos do Tesouro, aumentando a variabilidade diária dos juros.

É importante observar que isto não implica em perda do controle monetário de médio-longo prazo, que representa o objetivo realmente relevante a ser atingido pelo Banco Central. De fato, os saques do Tesouro, sob a hipótese de independência administrativa do Banco Central, estão limitados ao total de seu saldo num dado instante. Isto limita também (tornando sempre factível) o montante de venda de títulos públicos necessária a uma possível esterilização (seja parcial ou total) dos efeitos sobre a Base decorrentes de saques do Tesouro.

O problema decorrente da concentração dos depósitos no Tesouro no Banco Central, assim, não é de controle da Base no médio-longo prazo, mas sim da dificuldade de balizamento da evolução diária deste agregado, e das oscilações da taxa de juros de mercado daí decorrentes. Para observarmos como isto ocorre, decomponemos esta seção em duas partes. Na primeira, supomos que o Banco Central tenha controle efetivo da Base. Na segunda, admitimos que tal controle diário, por dificuldades operacionais, ceda lugar ao controle de Base + Depósitos do Tesouro (o que significa admitir que quando os Depósitos do Tesouro se elevam a Base cai, e vice-versa). Mostra-se então que as variações exógenas dos depósitos do Tesouro constituem-se num fator adicional de instabilização do juro de mercado.

I.1) Controle da Base

Seja B^d = Base Monetária demandada

$PMPP^d$ = Papel Moeda em Poder do Público demandado

Re^d = Reservas Totais demandadas pelos bancos comerciais

DV^d = Depósito à vista demandados pelo público

M^d = Liquidez demandada

$c = PMPP^d / M^d$

$d_1 = DV^d / M^d$

$R = Re^d / DV^d$

A = Ativos Totais de Banco Central menos passivo não monetário exceto depósitos do Tesouro (=Base + Depósitos do Tesouro)

T = Depósitos do Tesouro

B^S = Base Monetária Ofertada

m = multiplicador bancário

Temos então, para equilíbrio no mercado monetário,

$$A-T = B^S = B^d = PMPP^d + Re^d = cM^d + Rd_1M^d = (1-d_1(1-R))M^d = \frac{M^d}{m} \quad (1)$$

O controle de base equivale a se fazer $A-T = \overline{A-T}^{(1)}$. Como $M^d = PL(r, y)$, temos os sinais usuais da sensibilidade aos juros aos parâmetros acima,

$$\frac{\partial r}{\partial d_1} < 0, \frac{\partial r}{\partial R} > 0, \frac{\partial r}{\partial y} > 0, \frac{\partial r}{\partial B^S} = \frac{\partial r}{(A-T)} < 0, \frac{\partial r}{\partial P} > 0 \quad (2)$$

I.2) Controle de Base + Depósitos do Tesouro

A diferença em relação ao caso anterior é que agora, ao invés de $A-T = \overline{A-T}$, temos $A-T = \bar{A}-T$. Com isso, o conjunto de derivadas parciais em (2) é acrescido de um termo que explicita a variação da taxa de juros quando se elevam os depósitos do Tesouro nas Autoridades Monetárias:

$$\frac{\partial r}{\partial T} = \frac{1}{\frac{-M^d}{m} - \frac{\partial R}{\partial r} M^d d_1} > 0 \quad (3)$$

Na expressão acima, $M_r^d = P(\partial L / \partial r)$ (que é negativo) representa o sensibilidade juros da demanda por moeda. O termo $M^d d_1 \cdot \frac{\partial R}{\partial r}$ (também negativo) traduz a variação de reservas bancárias totais decorrente de oscilações do juro de mercado.

(1) A barra sobre a variável denota a sua exogeneidade e P o nível de preços.

Evitar a variação da taxa de juros ditado pela expressão acima quando, por exemplo, os bancos comerciais depositam impostos arrecadados à ordem do Tesouro no Banco Central, é o grande problema do operador de dia-a-dia de política monetária no regime de controle diário de base. Trata-se de conduzir uma esterilização dia-dia comprando títulos públicos para recompor o nível ofertado de reservas. Neste tipo de dificuldade reside a base do argumento daqueles que defendem uma transferência do papel de caixa do Tesouro do Banco Central para os bancos comerciais. As seções III, IV e V a seguir analisam as possíveis alternativas para a solução do problema.

III - AS SOLUÇÕES SUGERIDAS PARA O PROBLEMA

Uma primeira medida no sentido de contornar-se o problema levantado estaria em restringir-se a liquidez dos Depósitos do Tesouro no BACEN, permitindo-se saque diário máximo de $x\%$ da Base. Quanto aos depósitos nesta rubrica, a redução da Base seria endogenamente limitada pela fixação de uma adequada taxa de desconto de liquidez. Estes expedientes aumentariam a controlabilidade da Base. Concomitantemente, os bancos comerciais dividiriam com o BACEN a função de depositários dos recursos do Tesouro, distribuindo estes recursos em (uma ou mais) diferentes contas com diferentes remunerações e graus de liquidez.

Uma segunda alternativa radicalizaria a alternativa I acima mencionada, deixando os bancos como depositários exclusivos dos Depósitos do Tesouro.

Finalmente, uma terceira alternativa consistiria em abrir-se mão da política de sintonia fina de controle de Base no dia-a-dia, tentando-se impedir oscilações bruscas das taxas de juros pela fixação de uma faixa de variação para esta variável. Quando ela atingisse certo patamar máximo o Banco Central entrariam aumentando suas operações ativas (no caso, os Redescontos). Da mesma forma estabelecer-se-ia um piso abaixo do qual o Banco Central operaria como vendedor no mercado aberto.

IV - PROBLEMAS INERENTES ÀS ALTERNATIVAS I E II

Tanto a alternativa I quanto a alternativa II trazem consigo o importante problema de operacionalização da distribuição dos recursos do Tesouro entre os diferentes bancos comerciais. Não se trata de problema incontornável, mas de um tópico merecedor de estudos adicionais visando à formulação de propostas claras e concretas. Em particular, cabe responder às seguintes questões: a) como se dará a divisão dos recursos entre os diferentes bancos; b) quais os diferentes tipos de depósitos, bem como a remuneração e liquidez dos mesmos; c) teria o Banco do Brasil, pelas suas funções a serviço do Tesouro, algum tratamento diferenciado neste processo? d) No caso da utilização de depósitos à vista, aplicar-se-ia a legislação vigente sobre recolhimento compulsório e direcionamento de empréstimos, sem distinção em relação aos demais depósitos à vista, etc.

Não é nosso objetivo, neste trabalho, responder a qualquer das questões acima. Vale destacar, entretanto, a importância

dos itens (a) e (b), para que se evitem episódios como aquele fortemente divulgado pela imprensa, envolvendo tentativa de corrupção de funcionários da Petrobrás no processo de decisão da alocação, entre bancos comerciais, dos recursos desta empresa. Há de avaliar-se também que qualquer remuneração ao Tesouro baseada em indexação implica em perdas quando da elevação da inflação. Em adição, uma possível utilização transitória de depósitos à vista implicaria em perda de parte da captação de imposto inflacionário por parte do BACEN. Tem-se sugerido uma remuneração dada pela média das taxas de "overnight". Mas o pagamento integral desse valor não se compatibiliza com o sistema operacional atual do Banco Central, de não mais fixar a taxa de "overnight". De fato, o abandono de tal procedimento reduziu (muito acertadamente) a liquidez primária dos títulos da dívida pública. Assim, não é de se esperar que os bancos comerciais possam garantir ao Tesouro liquidez imediata em seus depósitos se o ativo destas instituições já não apresenta tal liquidez. Em outras palavras, não se pode esperar que os bancos operem com um spread nulo para conferir liquidez ao Tesouro. O Banco Central pode agir desta forma, mas não os bancos comerciais. E se a remuneração dos depósitos do Tesouro nos bancos comerciais for inferior à taxa média de "overnight", há de se computar na análise custo x benefício, em adição aos problemas operacionais e institucionais, a perda econômica associada à modificação do procedimento atual.

V - ALTERNATIVA III - A MANUTENÇÃO DE STATUS QUO E A UTILIZAÇÃO DE MECANISMOS CLÁSSICOS DE CONTROLE

Vimos anteriormente que a livre movimentação dos depósitos do Tesouro no Banco Central impactam diretamente a oferta de reservas (e de Base Monetária), implicando em oscilações abruptas da taxa de juros. Observamos também que, se o Banco Central dispõe de autonomia administrativa, tal expediente em nada impede o controle monetário de médio-longo prazo. De fato, a expansão da Base fica limitada ao saldo dos depósitos do Tesouro existente em uma certa data, o que pode ser objeto de venda de títulos públicos ("once for all") da carteira do BACEN.

Resta responder às seguintes questões: como proceder se, em determinado dia, a variação dos recursos do Tesouro depositado no BACEN é tal que a) a base é drasticamente impactada para baixo e b) a base é drasticamente impactada para cima?

A solução clássica para os dois casos se dá pelo balizamento de juros. No caso (a), a fixação de uma taxa punitiva de redesconto implica que a variação da base seja endogeneizada (pela endogeneização da rubrica "Redescontos"), fixando estabelecido um limite para a sua variação que pode ser várias vezes inferior ao aporte de recursos à ordem do Tesouro. No caso (b), caberia ao Banco Central operar simetricamente, vendendo títulos da dívida sempre que o saque de recursos do Tesouro ultrapassasse certos limites.

Quatro importantes agravantes, entretanto, dificultam a condução de política monetária no Brasil nos contextos clássicos acima definidos. Em primeiro lugar, o virtual abandono de tais

mecanismos clássicos de operação desde novembro de 1979 reduziu a sensibilidade juros das reservas bancárias não remuneradas ($\partial R/\partial r$ na fórmula (3)). Em segundo lugar, as elevadas taxas de inflação existentes no Brasil implicam na queda acentuada das reservas livres dos bancos comerciais, o que reduz ainda mais o termo $\partial R/\partial r$. Como se observa na fórmula (3) (repetida abaixo)

$$\frac{\partial r}{\partial T} = \frac{1}{\frac{-M_r^d}{m} - \frac{\partial R}{\partial r} M_{d1}^d} \quad (\text{fórmula (3)})$$

esses dois fatores, reduzindo o valor de $|\partial R/\partial r|$, implicam numa elevação das variações dos juros em decorrência de oscilações da conta de Depósitos do Tesouro no Banco Central. Com o aumento da amplitude de tais variações, a necessidade de intervenção do Banco Central torna-se mais freqüente. O terceiro problema reside, também em decorrência das altas taxas de inflação, no reduzido valor da Base frente às demais rubricas do ativo e passivo não monetário do BACEN. O quarto problema é que o Banco Central não tem independência administrativa do Executivo. Isto faz com que ele tenha que "correr atrás" dos saques (na prática, ilimitados) do Tesouro.

Estes três últimos problemas estão na origem das demandas dos técnicos do Banco Central relativa à passagem dos Depósitos do Tesouro para os bancos comerciais. Tratam-se de particularidades do caso brasileiro que dificultam a utilização dos mecanismos clássicos de balizamento diário de liquidez e juro.

VI - CONCLUSÕES

Pelo que vimos aqui, todas as opções envolvidas na eliminação ou manutenção do monopólio do Tesouro como depositário dos recursos do Tesouro apresentam prós e contras. Este trabalho não apresenta nenhuma recomendação conclusiva sobre a escolha das diferentes opções existentes. Isto demandaria a análise de propostas claras do modo operacional relativo à utilização exclusiva ou parcial dos bancos comerciais como agentes de caixa do Tesouro. E tais propostas não são objeto de estudo deste trabalho.

Enquanto se mantém o modelo operacional atual, entre-tanto, vale uma observação. É importante que se agilizem os mecanismos clássicos de controle de liquidez em detrimento das operações diárias de esterilização. A estipulação de taxas de redesconto punitivas aumenta não apenas o nível de reservas livres, mas também a sua sensibilidade em relação à taxa de juros. Como se pode notar pela equação (3), isto implica numa menor variação de juros frente às oscilações da rubrica de Depósitos do Tesouro. No caso, por exemplo, em que a oferta de reservas é reduzida devido a um recolhimento à ordem do Tesouro, os bancos mobilizam suas reservas livres com maior agilidade, fornecendo empréstimos e impedindo os cilações abruptas da taxa de juros.

O aumento da sensibilidade juros do coeficiente de reservas bancárias ($\partial R / \partial r$) implica em se ter uma oferta monetária mais elástica com relação à taxa de juros. Macroeconomicamente, isto leva a uma redução de inclinação da curva LM (que fica mais "deitada") o que, evidentemente, reduz as flutuações dos juros em decorrência das oscilações de liquidez primária.

ENSAIOS ECONÔMICOS DA EPGE

(a partir do nº 100)

100. JUROS, PREÇOS E DÍVIDA PÚBLICA VOLUME I: ASPECTOS TEÓRICOS
- Marco Antonio C. Martins e Clovis de Faro - 1987 (esgotado)
101. JUROS, PREÇOS E DÍVIDA PÚBLICA VOLUME II: A ECONOMIA BRASILEIRA - 1971/8
- Antonio Salazar P. Brandão, Clóvis de Faro e Marco A. C. Martins - 1987 (esgotado)
102. MACROECONOMIA KALECKIANA - Rubens Penha Cysne - 1987
103. O PRÊMIO DO DÓLAR NO MERCADO PARALELO, O SUBFATURAMENTO DE EXPORTAÇÕES E O SUPERFATURAMENTO DE IMPORTAÇÕES - Fernando de Holanda Barbosa - Rubens Penha Cysne e Marcos Costa Holanda - 1987 (esgotado)
104. BRAZILIAN EXPERIENCE WITH EXTERNAL DEBT AND PROSPECTS FOR GROWTH - Fernando de Holanda Barbosa and Manuel Sanchez de La Cal - 1987 (esgotado)
105. KEYNES NA SEDIÇÃO DA ESCOLHA PÚBLICA - Antonio M.da Silveira-1987(esgotado)
106. O TEOREMA DE FROBENIUS-PERRON - Carlos Ivan Simonsen Leal - 1987
107. POPULAÇÃO BRASILEIRA - Jessé Montello-1987 (esgotado)
108. MACROECONOMIA - CAPÍTULO VI: "DEMANDA POR MOEDA E A CURVA LM"
- Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne-1987 (esgotado)
109. MACROECONOMIA - CAPÍTULO VII: "DEMANDA AGREGADA E A CURVA IS"
- Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne - 1987 - (esgotado)
110. MACROECONOMIA - MODELOS DE EQUILÍBRIO AGREGATIVO A CURTO PRAZO
- Mario Henrique Simonsen e Rubens Penha Cysne-1987 (esgotado)
111. THE BAYESIAN FOUNDATIONS OF SOLUTION CONCEPTS OF GAMES - Sérgio Ribeiro da Costa Werlang e Tommy Chin-Chiu Tan - 1987 (esgotado)
112. PREÇOS LÍQUIDOS (PREÇOS DE VALOR ADICIONADO) E SEUS DETERMINANTES;
DE PRODUTOS SELECIONADOS, NO PERÍODO 1980/1º Semestre/1986 -
- Raul Ekerman - 1987
113. EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS E SALDO-MÉDIO: O CASO DE PRESTAÇÕES -
- Clovis de Faro - 1988 (esgotado)
114. A DINÂMICA DA INFLAÇÃO - Mario Henrique Simonsen - 1988 (esgotado)
115. UNCERTAINTY AVERSION AND THE OPTIMAL CHOICE OF PORTFOLIO -
James - Dow e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang-1988 (esgotado)
116. O CICLO ECONÔMICO - Mario-Henrique Simonsen - 1988 (esgotado)
117. FOREIGN CAPITAL AND ECONOMIC GROWTH - THE BRAZILIAN CASE STUDY-
Mario Henrique Simonsen - 1988
118. COMMON KNOWLEDGE - Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1988(esgotado)
119. OS FUNDAMENTOS DA ANÁLISE MACROECONÔMICA-Prof.Mario Henrique
Simonsen e Prof. Rubens Penha Cysne - 1988 (esgotado)
120. CAPÍTULO XII - EXPECTATIVASS RACIONAIS - Mario Henrique
Simonsen - 1988 (esgotado)
121. A OFERTA AGREGADA E O MERCADO DE TRABALHO - Prof. Mario Henrique
Simonsen e Prof. Rubens Penha Cysne - 1988 (esgotado)
122. INÉRCIA INFLACIONÁRIA E INFLAÇÃO INERCIAL - Prof. Mario Henrique
Simonsen - 1988 (esgotado)
123. MODELOS DO HOMEM: ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO - Antonio Maria da
Silveira - 1988
124. UNDERINVOICING OF EXPORTS, OVERINVOICING OF IMPORTS, AND THE
DOLLAR PREMIUM ON THE BLACK MARKET - Prof. Fernando de Holanda Barbosa,
Prof. Rubens Penha Cysne e Marcos Costa Holanda - 1988 (esgotado)

125. O REINO MÁGICO DO CHOQUE HETERODÓXO - Fernando de Holanda Barbosa
Antonio Salazar Pessoa Brandão e Clovis de Faro - 1988 (esgotado)
126. PLANO CRUZADO: CONCEPÇÃO E O ERRO DE POLÍTICA FISCAL - Rubens
Penha Cysne - 1988
127. TAXA DE JUROS FLUTUANTE VERSUS CORREÇÃO MONETÁRIA DAS PRESTAÇÕES
UMA COMPARAÇÃO NO CASO DO SAC E INFLAÇÃO CONSTANTE - Clovis de
Faro - 1988
128. CAPÍTULO II - MONETARY CORRECTION AND REAL INTEREST ACCOUNTING
- Rubens Penha Cysne - 1988
129. CAPÍTULO III - INCOME AND DEMAND POLICIES IN BRAZIL - Rubens
Penha Cysne - 1988
130. CAPÍTULO IV - BRAZILIAN ECONOMY IN THE EIGHTIES AND THE DEBT
CRISIS - Rubens Penha Cysne - 1988
131. THE BRAZILIAN AGRICULTURAL POLICY EXPERIENCE: RATIONALE AND
FUTURE DIRECTIONS - Antonio Salazar Pessoa Brandão - 1988
132. MORATÓRIA INTERNA, DÍVIDA PÚBLICA E JUROS REAIS - Maria Silvia
Bastos Marques e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1988
133. CAPÍTULO IX - TEORIA DO CRESCIMENTO ECONÔMICO - Mario Henrique
Simonsen - 1988
134. CONGELAMENTO COM ABONO SALARIAL GERANDO EXCESSO DE DEMANDA -
- Joaquim Vieira Ferreira Levy e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1988
135. AS ORIGENS E CONSEQUÊNCIAS DA INFLAÇÃO NA AMÉRICA LATINA -
Fernando de Holanda Barbosa - 1988
136. A CONTA-CORRENTE DO GOVERNO - 1970-1988 - Mario Henrique
Simonsen - 1989
137. A REVIEW ON THE THEORY OF COMMON KNOWLEDGE
- Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1989
138. MACROECONOMIA
- Fernando de Holanda Barbosa - 1989 (esgotado)
139. TEORIA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS: UMA ABORDAGEM SIMPLIFICADA -
- João Luiz Tenreiro Barrozo - 1989
140. CONTABILIDADE COM JUROS REAIS - RUBENS PENHA CYSNE - 1989
141. "CREDIT RATIONING AND THE PERMANENT INCOME HYPOTHESIS" - Vicente Madrigal,
Tommy Tan, Daniel Vicent, Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1989
142. "A AMAZÔNIA BRASILEIRA" - Ney Coe de Oliveira - 1989
143. DESÁGIO DAS LFTs E A PROBABILIDADE IMPLÍCITA DE MORATÓRIA
Maria Silvia Bastos Marques e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1989
144. THE LDC DEBT PROBLEM: A GAME-THEORETICAL ANALYSIS
Mario Henrique Simonsen e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1989
145. ANÁLISE CONVEXA NO R^n - Mario Henrique Simonsen - 1989
146. A CONTROVÉRSIA MONETARISTA NO HEMISFÉRIO NORTE
Fernando de Holanda Barbosa - 1989
147. FISCAL REFORM AND STABILIZATION: THE BRAZILIAN EXPERIENCE - Fernando de Holanda
Barbosa, Antônio Salazar Pessoa Brandão e Clovis de Faro - 1989

148. RETORNOS EM EDUCAÇÃO NO BRASIL: 1976-1986
Carlos Ivan Simonsen Leal e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1989
149. PREFERENCES, COMMON KNOWLEDGE, AND SPECULATIVE TRADE - James Dow,
Vicente Madrigal, Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1990
150. EDUCAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA
Carlos Ivan Simonsen Leal e Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - 1990
151. OBSERVAÇÕES À MARGEM DO TRABALHO "A AMAZÔNIA BRASILEIRA"
Ney Coe de Oliveira - 1990
152. PLANO COLLOR: UM GOLPE DE MESTRE CONTRA A INFLAÇÃO?
Fernando de Holanda Barbosa - 1990
153. O EFEITO DA TAXA DE JUROS E DA INCERTEZA SOBRE A CURVA DE PHILLIPS DA
ECONOMIA BRASILEIRA
Ricardo de Oliveira Cavalcanti - 1990
154. PLANO COLLOR: CONTRA FACTUALIDADE E SUGESTÕES SOBRE A CONDUÇÃO DA POLÍTICA
MONETÁRIA-FISCAL
Rubens Penha Cysne - 1990
155. DEPÓSITOS DO TESOURO: NO BANCO CENTRAL OU NOS BANCOS COMERCIAIS?
Rubens Penha Cysne - 1990