

### 3.1 Crédito

As operações de crédito do sistema financeiro, no período de março–maio, mantiveram a trajetória crescente observada em períodos anteriores, evidenciando o desempenho favorável das carteiras com recursos livres. O crescimento das operações bancárias nesse segmento esteve condicionado à demanda das famílias, especialmente na modalidade de crédito pessoal, cuja expansão permaneceu sustentada pelos empréstimos consignados em folha de pagamento. Os financiamentos destinados às empresas, traduzindo a relativa desaceleração do ritmo da atividade econômica e o comportamento das taxas de juros, aumentaram de maneira menos acentuada no período.

Nesse contexto, o volume total de crédito do sistema financeiro, que inclui operações com recursos livres e direcionados, totalizou R\$518,3 bilhões em maio, com crescimentos de 4% no trimestre e de 18,4% em doze meses. Em consequência, a relação desse agregado com o PIB atingiu 27,2%, ante 26,6% em fevereiro último, e 25,5% em maio de 2004.

Os empréstimos concedidos pelos credores privados somaram R\$314,8 bilhões em maio, representando 60,7% do estoque total do crédito. O crescimento de 4,8% registrado no trimestre, em relação ao trimestre encerrado em fevereiro, esteve associado, em parte, à evolução das operações relativas a pessoas físicas e à indústria. Os empréstimos concedidos pelas instituições financeiras públicas totalizaram R\$203,5 bilhões, expansão de 2,8% no mesmo período, destacando-se, também nessas concessões, o aumento das operações com pessoas físicas.

Com respeito à distribuição setorial dos empréstimos concedidos pelo sistema financeiro, os destinados ao setor privado, considerados os empréstimos realizados com recursos livres e direcionados, alcançaram R\$498,8 bilhões

**Tabela 3.1 – Evolução do crédito**

Discriminação	2005				R\$ bilhões	
	Fev	Mar	Abr	Mai	Variação %	
					3 meses	12 meses
Total	498,2	506,7	515,9	518,3	4,0	18,4
Recursos livres	284,9	291,1	299,5	302,4	6,1	21,8
Pessoa jurídica	163,6	165,5	169,6	167,9	2,6	12,0
Cambiais	48,5	49,5	49,6	48,1	-0,9	-16,4
Pessoa física	121,3	125,5	129,8	134,4	10,8	36,8
Direcionados	179,3	180,5	180,5	179,7	0,3	11,5
Habitação	24,5	24,7	24,9	25,0	2,0	6,1
Rural	55,2	55,8	56,7	56,7	2,6	21,2
BNDES	95,9	96,4	95,4	94,3	-1,7	7,4
Outros	3,6	3,6	3,6	3,8	3,7	23,8
Leasing	14,9	15,6	16,3	16,7	12,5	57,9
Setor público	19,1	19,6	19,5	19,5	1,6	8,8
<b>Participação %:</b>						
Total/PIB	26,6	26,8	27,2	27,2		
Rec. livres/PIB	15,2	15,4	15,8	15,9		
Rec. direc./PIB	9,6	9,6	9,5	9,4		

em maio, com acréscimo de 4,1% relativamente ao trimestre finalizado em fevereiro. Esse resultado refletiu, além do expressivo crescimento de 10,7% nas operações com pessoas físicas, cujo saldo alcançou R\$147,3 bilhões, a expansão de 1,6% nos financiamentos para a indústria, totalizando R\$128,6 bilhões, com ênfase para os ramos de automóveis e de energia. Adicionalmente, os financiamentos para o segmento de serviços aumentaram 0,5%, totalizando R\$82 bilhões, com ênfase para as operações realizadas por empresas de administração de cartões, comunicações e de energia, e os empréstimos destinados ao comércio elevaram-se 1,9%, atingindo R\$57,8 bilhões, com destaque para o aumento dos negócios relacionados ao segmento varejista.

As operações com o setor público alcançaram R\$19,5 bilhões em maio, com elevação de 1,6% em relação a fevereiro. O resultado esteve condicionado pelos crescimentos de 1,7% na dívida bancária dos estados e municípios, cujo saldo de R\$14,4 bilhões refletiu o aumento dos créditos a empresas estaduais de energia elétrica, e de 1,3% nos financiamentos destinados ao governo federal, que totalizaram R\$5 bilhões.

A carteira de arrendamento mercantil totalizou R\$16,7 bilhões em maio, com expansão de 12,5% em relação a fevereiro. As operações realizadas por pessoas físicas passaram a representar 29,6% do total, ante 28,8% em fevereiro, com ênfase nos contratos vinculados a veículos.

## Operações de crédito com recursos direcionados

As operações de crédito envolvendo recursos direcionados atingiram R\$179,7 bilhões em maio, com variação de 0,3% em relação a fevereiro. Esse resultado foi condicionado, em parte, pelo recuo de 1,7% nos financiamentos efetuados pelo sistema Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), cujo saldo totalizou R\$94,3 bilhões e, em sentido inverso, pela elevação de 2,6% nas operações destinadas ao setor rural.

Os desembolsos realizados pelo BNDES totalizaram R\$15,1 bilhões nos primeiros cinco meses do ano, com expansão de 8,5% em relação a igual período de 2004. Por segmentos da atividade econômica, os financiamentos concedidos à indústria atingiram R\$7,5 bilhões, expansão de 23,4%, evidenciando o aumento das operações com o segmento aeronáutico. As concessões para micro, pequenas e médias empresas, com participação de 31% no total de

Tabela 3.2 – Desembolsos do BNDES

Discriminação	R\$ milhões		
	Jan-mai		Variação %
	2004	2005	
<b>Total</b>	13 912	15 101	8,5
<b>Indústria</b>	6 065	7 486	23,4
Outros equip. transporte <sup>1/</sup>	1 402	2 718	93,9
Veículo automotor	1 418	920	- 35,1
Prod. alimentício e bebidas	981	656	- 33,1
Celulose e papel	323	473	46,4
Metalurgia básica	372	653	75,5
Máq. e equipamentos	402	607	51,0
<b>Comércio/Serviços</b>	5 340	5 865	9,8
Eletricidade, gás, água quente	2 342	1 623	- 30,7
Transporte terrestre	1 173	2 339	99,4
Construção	509	506	- 0,6
Comércio e rep. de veículos	493	265	- 46,2
<b>Agropecuária</b>	2 508	1 750	- 30,2

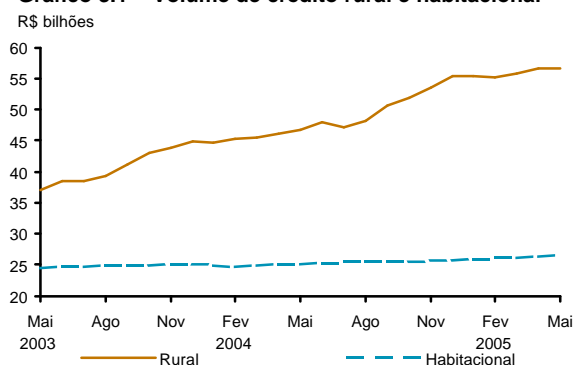
Fonte: BNDES

1/ Inclui indústria aeronáutica.

desembolsos, cresceram 7,5% no período, sendo a maior parte desses recursos direcionada às empresas que atuam na atividade de infra-estrutura. As liberações para o setor de comércio e serviços totalizaram R\$5,9 bilhões, e as destinadas ao setor agropecuário, R\$1,7 bilhão, representando aumento de 9,8% e redução de 30,2%, respectivamente, no período.

As consultas apresentadas ao BNDES, indicador de investimentos futuros, somaram R\$35,1 bilhões de janeiro a maio, com acréscimo de 2,1% em relação ao resultado de igual período do ano passado. As solicitações realizadas pelo setor industrial aumentaram 19,3% no período, com ênfase para os segmentos de alimentos e bebidas, papel e celulose. Em sentido inverso, as consultas efetuadas pelo segmento de comércio e serviços decresceram 7,5%, traduzindo, basicamente, a menor demanda do ramo de construção, e as formuladas pela agropecuária recuaram 47,4%, no período.

**Gráfico 3.1 – Volume de crédito rural e habitacional**



A carteira de crédito do setor rural, recursos direcionados, alcançou R\$56,7 bilhões, com expansão de 2,6% no trimestre, destacando-se as operações de investimentos agrícolas realizadas, principalmente, com recursos originários de programas oficiais. A participação relativa dessa modalidade no total de financiamentos rurais atingiu 52,7% em maio, enquanto as parcelas referentes ao custeio e à comercialização alcançaram 43,2% e 4,1%, respectivamente.

Ainda no âmbito da atividade rural, saliente-se a prorrogação de dívidas agrícolas, em razão da quebra de safra provocada pela estiagem na região Sul. Nesse sentido, as operações enquadradas como Finame Agrícola e os financiamentos para custeio da safra de trigo de 2004 foram prorrogados para o período de junho a agosto deste ano. Adicionalmente, foi concedido prazo entre 1 e 2 anos para o pagamento dos contratos sem cobertura do Programa de Garantia da Atividade Agropecuária (Proagro), relativos aos produtos da safra 2004/2005, que apresentaram prejuízo acima de 30% da produção esperada em decorrência da estiagem na região Sul.

O saldo dos financiamentos destinados à habitação, incluindo recursos livres e direcionados, atingiu R\$26,5 bilhões em maio, com acréscimo de 1,9% em relação ao trimestre encerrado em fevereiro. As aplicações provenientes da caderneta de poupança, que respondem pela parcela majoritária dos desembolsos totais, somaram R\$1,1 bilhão no trimestre encerrado em abril, com crescimento

de 6,2% em relação ao trimestre anterior. Ressaltem-se, ainda, as recentes medidas fixadas pelo CMN que alteraram as regras de cumprimento da exigibilidade de aplicação em financiamentos habitacionais. De acordo com o estabelecido, as instituições financeiras ficarão dispensadas de cumprir a aplicação mínima de 65% de suas captações em caderneta de poupança, desde que os novos financiamentos aumentem 30% e 45%, respectivamente, no primeiro e no segundo trimestres de 2005, comparativamente aos mesmos períodos do ano anterior.

## Operações de crédito com recursos livres

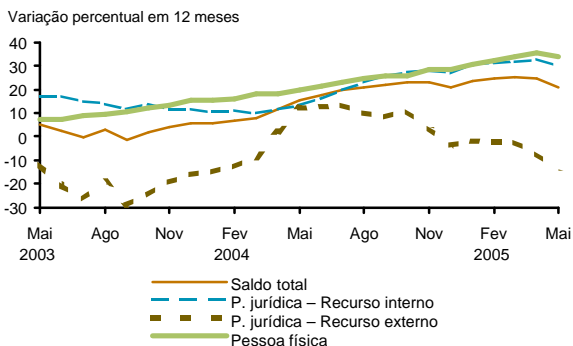
As operações de crédito com recursos livres totalizaram R\$302,4 bilhões em maio, registrando crescimentos de 6,1% ante fevereiro e de 21,8% em doze meses. A participação desses empréstimos no total dos créditos do sistema financeiro atingiu 58,3% em maio, ante 57,2%, em fevereiro.

Os financiamentos destinados a pessoas jurídicas aumentaram 2,6% no período, atingindo R\$167,9 bilhões. Esse desempenho foi determinado, principalmente, pela expansão de 4,1% nas modalidades lastreadas em recursos domésticos, com destaque para capital de giro. O saldo dos empréstimos referenciados em moeda estrangeira, influenciado pela apreciação cambial verificada no período, somou R\$48,1 bilhões em maio, recuando 0,9% relativamente a fevereiro.

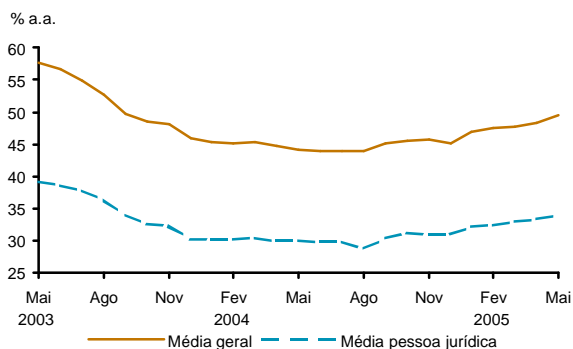
O volume de crédito para pessoas físicas alcançou R\$134,4 bilhões em maio, 10,8% superior ao assinalado ao final do trimestre encerrado em fevereiro. O desempenho dessas carteiras esteve associado, principalmente, à expansão dos empréstimos em consignação em folha de pagamento, especialmente operações com aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS). De acordo com dados de treze instituições financeiras com participação expressiva nessa modalidade, o saldo do crédito consignado totalizou R\$17,8 bilhões em maio, elevando-se 27,2% no período (ver box "Evolução dos Empréstimos com Consignação em Folha de Pagamento", páginas 47 a 49). Adicionalmente, os financiamentos para a aquisição de bens mantiveram a trajetória de crescimento registrada nos primeiros meses do ano, com elevação de 6,8% no trimestre.

A taxa média de juros dos empréstimos com recursos livres alcançou 49,4% a.a. em maio, 1,9 p.p. superior à praticada em fevereiro. Esse resultado refletiu a elevação

**Gráfico 3.2 – Evolução do volume de crédito com recursos livres**



**Gráfico 3.3 – Taxas das operações de crédito com recursos livres**



## Evolução dos Empréstimos com Consignação em Folha de Pagamento

Desde 2004, as operações de crédito com recursos livres para pessoas físicas vêm aumentando de forma significativa, evidenciando, fundamentalmente, o crescimento dos créditos com consignação em folha de pagamento. Os empréstimos consignados fazem parte da estratégia de ampliação do acesso da população ao crédito em condições mais favoráveis em termos de taxas de juros e prazos, contribuindo para a redução dos níveis de *spread* bancário, bem como para a melhora do perfil de endividamento das famílias.

O desenvolvimento dessa modalidade de crédito, anteriormente restrita a algumas instituições financeiras e à clientela de funcionários públicos, foi viabilizado pela Lei 10.820, de 17.12.2003. Essa medida estabeleceu arcabouço jurídico para amparar a realização dessas operações, estendendo seu alcance aos trabalhadores regidos pela Consolidação das Leis Trabalhistas (CLT), assim como aos aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

Ao final do primeiro semestre de 2004, o total de créditos consignados concedidos por bancos e financeiras, de acordo com amostra de treze instituições selecionadas pelo Banco Central, com atuação relevante nesse mercado, alcançava R\$8,7 bilhões, com aumento de 34% em relação ao saldo de dezembro de 2003. Assinale-se que 87% do total desses empréstimos eram absorvidos pelo segmento de funcionários públicos, ao final de junho.

A partir da segunda metade de 2004, o crescimento dos empréstimos consignados passou a ser influenciado por novas estratégias de atuação adotadas em função do cenário de maior competição

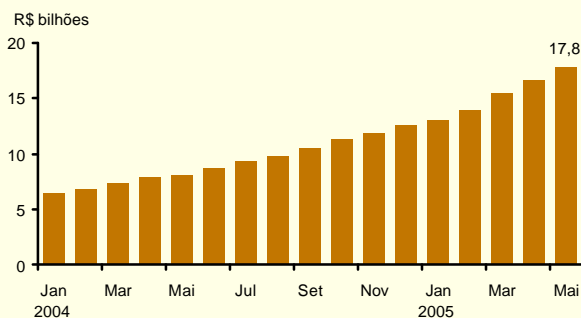
**Tabela 1 – Crédito consignado**

Discriminação	2005				Variação %	
	Fev	Mar	Abr	Mai	3 meses	12 meses
<b>Saldo R\$ bilhões<sup>1/</sup></b>						
Total	14,0	15,5	16,6	17,8	27,2	120,1
Trabalhadores públicos <sup>2/</sup>	12,0	13,3	14,2	15,3	28,2	114,8
Trabalhadores privados	2,1	2,2	2,3	2,5	21,0	158,9
<b>Taxas de juros % a.a.<sup>3/</sup></b>						
Crédito consignado <sup>1/</sup>	37,4	37,1	36,5	35,6	-1,9	-2,9
Demais operações	92,4	91,5	93,9	96,8	4,4	15,6
Média crédito pessoal	75,3	74,4	75,0	77,2	1,9	4,5

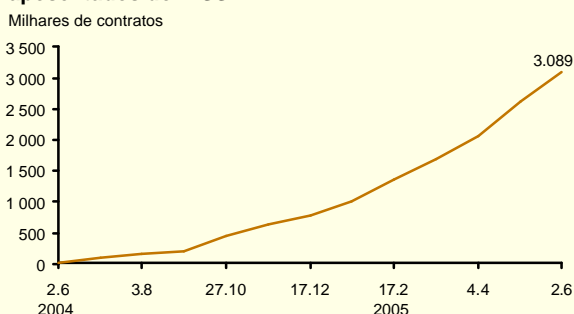
1/ Amostra de treze instituições financeiras que operam com crédito pessoal.

2/ Inclui operações com aposentados e pensionistas do INSS.

3/ Variação: em pontos percentuais (p.p.).

**Gráfico 1 – Evolução do crédito consignado**

Fonte: Amostra de treze instituições financeiras que operam com crédito pessoal.

**Gráfico 2 – Evolução dos empréstimos a aposentados do INSS**

Fonte: Dataprev

no mercado de crédito para pessoas físicas. Nesse aspecto, desde o final do ano passado, grandes bancos têm estabelecido parcerias com instituições financeiras de menor porte especializadas nas operações de crédito consignado. Esses negócios provêm *funding* para as instituições de menor porte alavancarem suas operações de crédito, ao mesmo tempo em que permitem às instituições maiores elevar sua participação nas operações consignadas, utilizando a especialização e a estrutura daquelas instituições nesse ramo.

Outro fator relevante para o aumento das operações de crédito consignado tem sido a concessão de empréstimos para aposentados e pensionistas do INSS. A oferta de empréstimos para esses beneficiários iniciou-se em maio de 2004 e foi ampliada nos últimos meses do ano, com a adesão de maior número de instituições financeiras, após os ajustes operacionais necessários para a concretização dessas operações.

Segundo dados da Empresa de Tecnologia e Informações da Previdência Social (Dataprev), foram formalizados, até maio de 2005, 3,1 milhões de contratos de crédito consignado com aposentados e pensionistas, que totalizaram R\$6,8 bilhões. As operações destinadas à faixa de renda de até um salário mínimo responderam por 46,1% do total de contratos, atingindo R\$1,8 bilhão. Deve-se ressaltar que o número total de beneficiários do INSS aptos a contratarem esses empréstimos, em torno de 18 milhões, dos quais cerca de 6 milhões referem-se a trabalhadores rurais, sinaliza o potencial de crescimento dessas operações.

**Tabela 2 – Crédito consignado para aposentados do INSS**

Maio de 2005

Discriminação	Contratos		Volume		Valor médio
	Mil	%	R\$ milhões	%	R\$
Faixa de renda (salários mínimos)					
Até 1 sm	1 420	46,1	1 829	26,9	1 288
>1 até 2 sm	490	15,9	853	12,6	1 741
>2 até 3 sm	357	11,6	901	13,3	2 525
>3 até 4 sm	289	9,4	945	13,9	3 272
>4 até 5 sm	263	8,5	1 033	15,2	3 923
>5 sm	264	8,6	1 237	18,2	4 682
Total	3 084	100,0	6 799	100,0	2 205

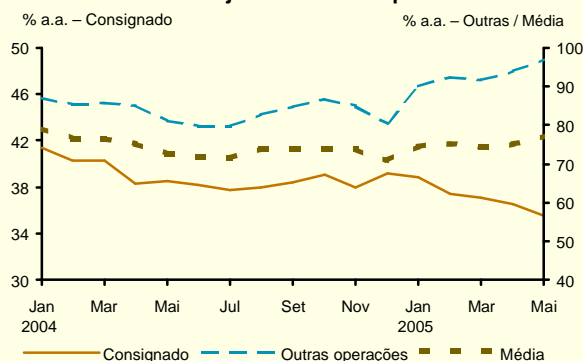
Fonte: Dataprev

Assinale-se que a manutenção da predominância das concessões ao segmento dos funcionários públicos (inclusive aposentados e pensionistas do INSS), atingindo 86% do total dos empréstimos ao final de maio de 2005, se constitui em fator adicional para o crescimento potencial das operações de crédito consignado.

As operações consignadas alcançaram R\$17,8 bilhões em maio de 2005, com expansões de 41,4% no ano e de 120% em doze meses. Como conseqüência desse desempenho, os empréstimos consignados passaram a responder por 33% da

carteira de crédito pessoal e por 13% do estoque total de crédito destinado às pessoas físicas, superando, inclusive, a carteira de cheque especial.

**Gráfico 3 – Taxa de juros de crédito pessoal**

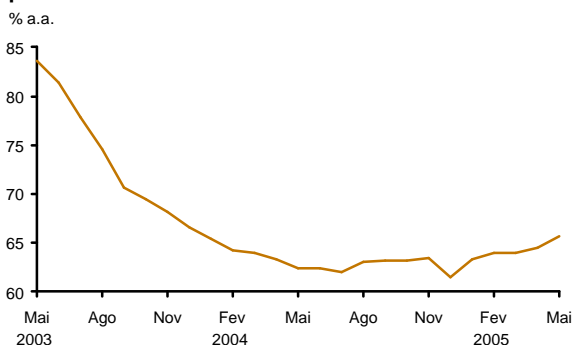


A crescente participação dos empréstimos consignados na modalidade de crédito pessoal vem influenciando o comportamento das taxas de juros e dos prazos dessa modalidade. Nesse sentido, os menores juros cobrados na concessão do crédito consignado, taxa média de 35,6% a.a. em maio de 2005, têm contribuído para reduzir o custo médio das operações de crédito pessoal, que decresceu de 79,1% a.a., em janeiro de 2004, para 77,2% a.a., em maio de 2005. Da mesma forma, o alongamento do prazo médio do crédito pessoal no mesmo período, de 230 para 290 dias, pode ser atribuído à expansão dos créditos consignados.

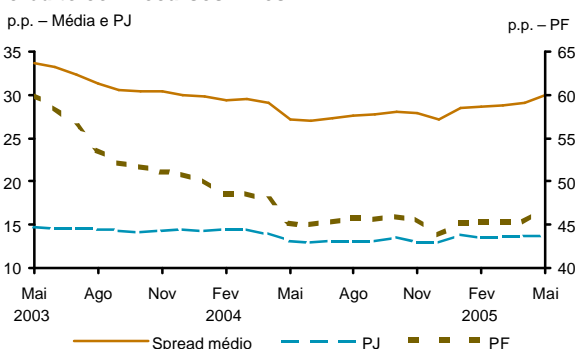
A evolução dos empréstimos consignados e sua utilização para quitação de dívidas têm incentivado a redução da inadimplência tanto de débitos bancários como daqueles contratados fora do sistema financeiro, melhorando, dessa forma, o perfil de endividamento das famílias. Esse aspecto, aliado ao menor risco de inadimplência das operações com consignação, contribui para que a expansão do crédito ocorra em condições favoráveis ao crescimento sustentado da demanda interna.



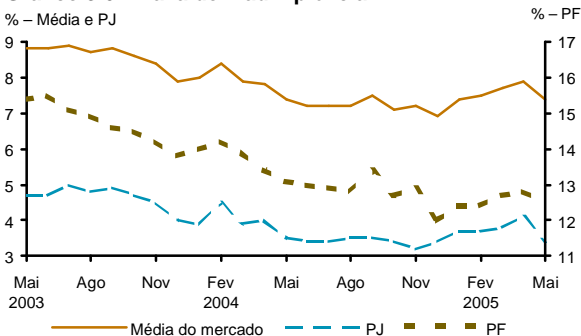
**Gráfico 3.4 – Taxas das operações de crédito a juros pré-fixados – Pessoa física**



**Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito com recursos livres**

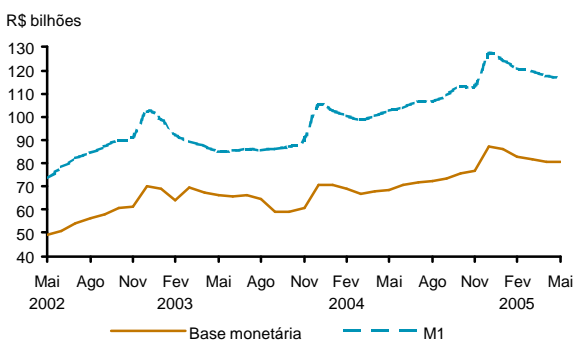


**Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência<sup>1/</sup>**



1/ Percentual da carteira de recursos livres com atraso superior a 15 dias.

**Gráfico 3.7 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários**



no custo das principais modalidades de crédito, assim como o aumento da participação das operações com pessoas físicas na carteira de crédito das instituições financeiras.

No segmento de pessoas físicas, o custo médio dos empréstimos, que são pactuados preponderantemente a juros prefixados, atingiu 65,7% a.a. em maio, com acréscimo de 1,7 p.p. no trimestre. Assinalem-se os aumentos em crédito pessoal, 1,9 p.p., e em aquisição de veículos, 1,2 p.p., assim como o decréscimo de 5,9 p.p. nos encargos cobrados nos financiamentos para aquisição de bens, exceto veículos, reflexo de acordos celebrados entre instituições financeiras e lojas de departamentos.

A taxa média das operações com pessoas jurídicas alcançou 33,7% a.a. em maio, acréscimo de 1,3 p.p. em relação a fevereiro. Registrem-se, no trimestre, os aumentos nas taxas relativas às modalidades conta garantida, 2,9 p.p., e capital de giro, 1,6 p.p.

O *spread* bancário praticado nas operações de crédito com recursos livres aumentou 1,3 p.p. no trimestre encerrado em maio, atingindo 30 p.p. Esse resultado refletiu, sobretudo, a mudança na composição das carteiras de crédito, com o aumento relativo dos empréstimos para pessoas físicas.

A inadimplência das operações de crédito com recursos livres, considerados os atrasos acima de quinze dias, atingiu 7,4% em maio, diminuindo 0,1 p.p. em relação a fevereiro. O nível de atrasos atingiu 3,4% nos empréstimos para pessoas jurídicas, e 12,5% nos concedidos às pessoas físicas, decréscimo de 0,3 p.p. e aumento de 0,1 p.p., respectivamente, no período.

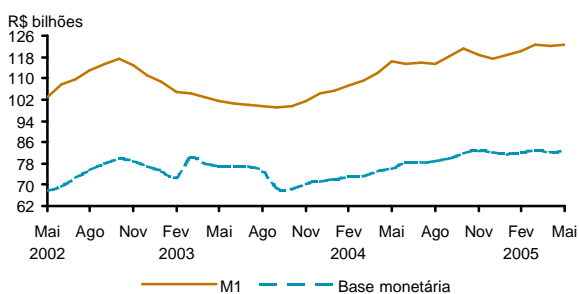
## 3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento (M1) alcançou R\$116,3 bilhões ao final de maio. A elevação de 13,4% registrada nos últimos doze meses refletiu expansões de 15,9% no saldo médio do papel-moeda em poder do público e de 11,9% nos depósitos à vista.

Considerados dados dessazonalizados e deflacionados pelo IPCA, registrou-se, no trimestre, continuidade da trajetória expansionista do M1. O aumento de 2,1% apresentado pelo agregado no período mostrou-se compatível com o nível da atividade econômica e, em especial, com o crescimento das operações de crédito.



**Gráfico 3.8 – M1 e base monetária a preço de maio de 2005, dessazonalizado<sup>1/</sup>**



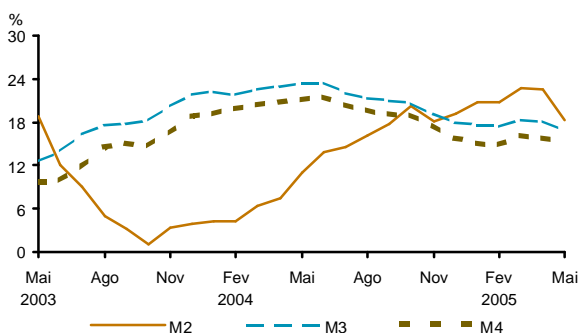
1/ Índice de preços: IPCA.

Em linha com a demanda por depósitos à vista, o saldo médio da base monetária atingiu R\$80,4 bilhões em maio, registrando crescimento de 17,2% em doze meses. Esse comportamento refletiu aumentos de 16,7% nos saldos médios do papel-moeda emitido e de 18,3% em reservas bancárias.

Relativamente às fontes de emissão primária de moeda no trimestre encerrado em maio, o movimento líquido na conta única do Tesouro Nacional foi contracionista em R\$23,2 bilhões, enquanto, em sentido oposto, as operações do setor externo determinaram impacto de R\$10,6 bilhões. Além disso, o conjunto de operações com o sistema financeiro gerou expansão de R\$2,1 bilhões, sobressaindo as liberações do compulsório sobre os depósitos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) e da exigibilidade adicional sobre depósitos, que juntas somaram R\$1,5 bilhão. Considerando-se esses resultados e a expansão de R\$616 milhões na demanda por reservas bancárias, o ajuste da liquidez monetária realizou-se mediante resgates de R\$11,1 bilhões de títulos públicos federais.

A evolução dos meios de pagamento mais amplos evidenciou a influência expansionista das concessões de empréstimos do sistema financeiro. Os meios de pagamento no conceito M2, que inclui o M1 mais os depósitos de poupança e os títulos emitidos pelas instituições financeiras, cresceram 2,8% no trimestre encerrado em maio e 18,3% em doze meses. O desempenho no trimestre esteve associado aos decréscimos de 1,5% no M1 e de 0,5% no saldo da caderneta de poupança, compensados pelo aumento de 7,6% no saldo dos depósitos a prazo. As cadernetas de poupança registraram saída líquida de R\$3,9 bilhões e os depósitos a prazo, captação positiva de R\$8,2 bilhões.

**Gráfico 3.9 – Meios de pagamentos ampliados – Variação percentual em 12 meses**

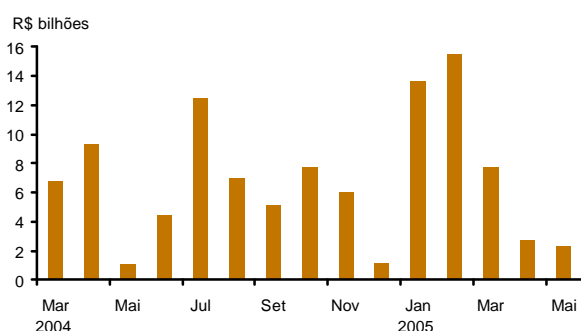


Os meios de pagamento no conceito M3, que incorpora ao M2 as quotas dos fundos de renda fixa e os títulos públicos federais que dão lastro à posição líquida de financiamento em operações compromissadas, realizadas entre o setor não financeiro e o sistema financeiro, cresceram 3% no trimestre encerrado em maio e 16,9% em doze meses. Ressalte-se, no trimestre, a variação de 2,7% apresentada pelas quotas dos fundos de renda fixa. O conceito M4, que agrega o M3 e os títulos públicos de detentores não financeiros, apresentou saldo de R\$1,2 trilhão em maio, com elevações de 3,2% relativamente ao trimestre encerrado em fevereiro e de 15,3% em doze meses.

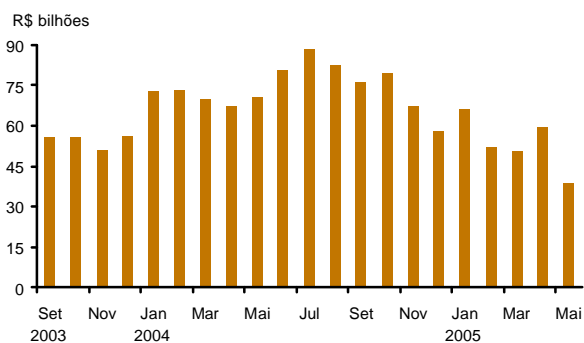
## Títulos públicos federais e operações do Banco Central no mercado aberto

O resultado líquido dos leilões de títulos públicos federais foi contracionista em R\$6 bilhões no trimestre encerrado em maio, registrando-se colocações de R\$95,3 bilhões e resgates de R\$89,3 bilhões, exclusive as operações de troca, que totalizaram R\$12,4 bilhões. No período, as Letras do Tesouro Nacional (LTN) representaram 60,2% do total emitido e as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), 38,1%. Ressalte-se que a participação das LTN nas emissões cresceu de 40%, em março, para 71,3%, em maio.

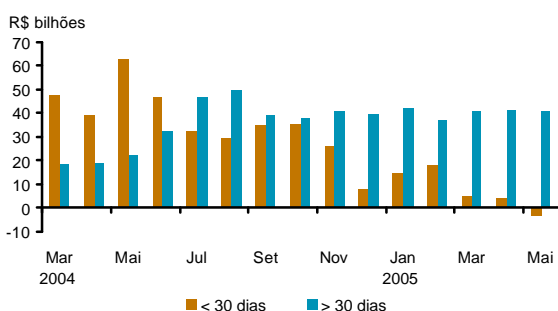
**Gráfico 3.10 – Resgate líquido de títulos e swaps cambiais**



**Gráfico 3.11 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária**



**Gráfico 3.12 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Fim de período**



Adicionalmente, foram colocados US\$3,4 bilhões em *swaps* cambiais reversos, contribuindo para a redução da parcela da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) atrelada à taxa de câmbio. No trimestre, os vencimentos de dívida cambial somaram US\$668 milhões, sendo US\$399 milhões em títulos públicos e US\$269 milhões em *swaps* cambiais.

Em linha com o resultado contracionista dos leilões de títulos públicos, a posição líquida de financiamento reduziu-se de R\$52,1 bilhões, em fevereiro, para R\$38,5 bilhões, em maio. Essa variação esteve associada ao resultado contracionista de R\$23,2 bilhões do Tesouro Nacional, exclusive títulos, e ao impacto expansionista de R\$10,6 bilhões resultante das operações do setor externo.

Nesse contexto, o Banco Central atuou de maneira preventiva no controle de liquidez, mediante operações de compra conjugada à venda de LTN de sua carteira, resgatando títulos com vencimento mais curto e, dessa forma, postergando a transferência de recursos à vista para o mercado, no total de R\$15 bilhões. Paralelamente, a autoridade monetária retirou R\$3,8 bilhões de circulação por meio de operações definitivas envolvendo a venda de LTN.

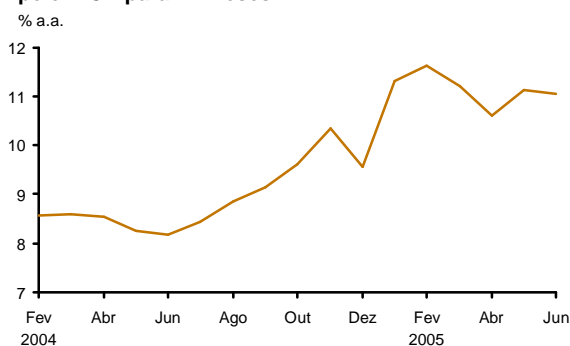
Em maio, o Banco Central interrompeu a realização de operações compromissadas com 28 dias de prazo, em face da redução do excesso de liquidez de curtíssimo prazo no mercado de reservas bancárias, concentrando sua atuação no controle de liquidez nas operações prefixadas com três meses de prazo e naquelas de financiamento e de *go-around*.

Em abril, com a finalidade de aprimorar os mercados primário e secundário de títulos de renda fixa, a Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (Andima) iniciou a divulgação do Índice de Mercado Andima (IMA). Esse

índice é composto por quatro outros índices, representando os títulos prefixados (IRF-M), os atrelados à taxa Selic (IMA-S), ao IGP-M (IMA-C) e ao IPCA (IMA-B). A abrangência desses títulos contempla a quase totalidade da carteira de títulos públicos federais em mercado. Essa iniciativa objetiva prover o mercado de um *benchmark* alternativo para a avaliação da performance dos gestores de fundos de investimento, grandes detentores desses papéis, considerando a regra de marcação a mercado dos títulos públicos.

## Taxas de juros reais e expectativas de mercado

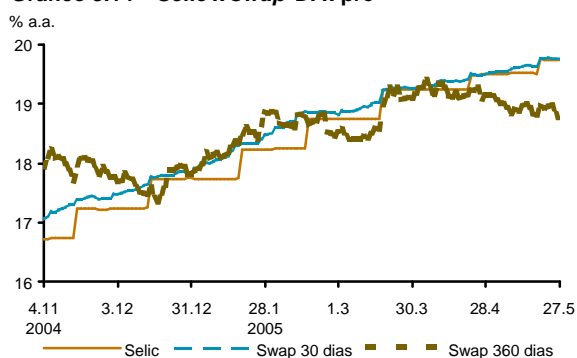
**Gráfico 3.13 – Taxa de juros *ex-ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses**



A taxa de juros Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) real *ex-ante* para o prazo de um ano, com base na pesquisa Focus, de 24 de junho, realizada pelo Banco Central junto ao mercado financeiro, atingiu 11,1% a.a., ante 11,6% a.a. no final de fevereiro. Contribuiu para esse movimento a recente redução dos índices de preços no atacado, arrefecendo as expectativas do mercado quanto à trajetória futura dos índices de preços ao consumidor, com reflexos sobre a trajetória futura das taxas de juros, que passou a registrar queda mais acentuada.

No início do trimestre março–maio, a taxa referencial dos contratos de *swap* DI x pré de 360 dias registrou elevação, alcançando 19,4% a.a. em meados de abril ante 18,5% a.a. em fevereiro, influenciada pela continuidade do processo de ajuste na taxa de juros básica iniciado pelo Copom em setembro de 2004 e pelas expectativas de mudança na condução da política monetária nos Estados Unidos da América (EUA).

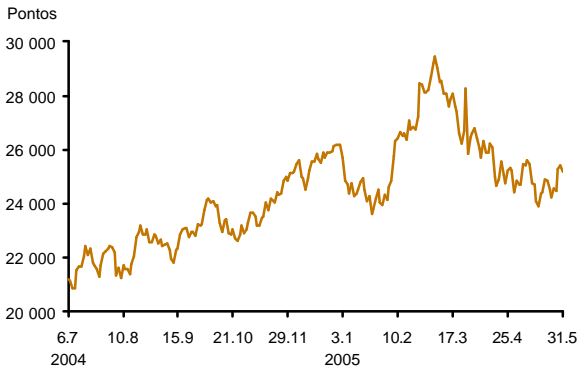
**Gráfico 3.14 – Selic x *swap* DI x pré**



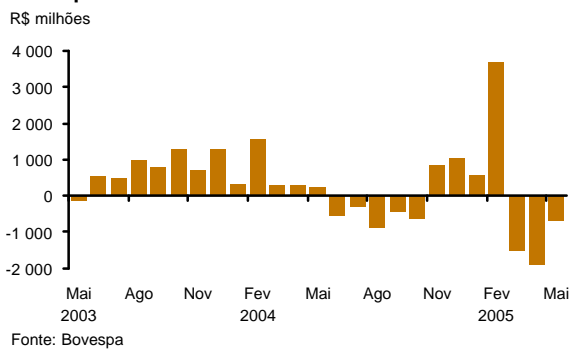
Fonte: BM&F

A manutenção do processo de elevação gradual da taxa de juros nos EUA, aliada à divulgação de índices gerais de preços domésticos declinantes, influenciou o recuo da curva de juros no mercado futuro. Os contratos de *swap* DI x pré de 360 dias fecharam o trimestre encerrado em maio negociados a 18,7% a.a. As taxas mais longas apresentaram forte declínio, situando-se em patamar significativamente abaixo das taxas de trinta dias. Estas, evidenciando a expectativa de manutenção da taxa Selic em torno do atual patamar, mantiveram-se no mesmo patamar das taxas de curtíssimo prazo.

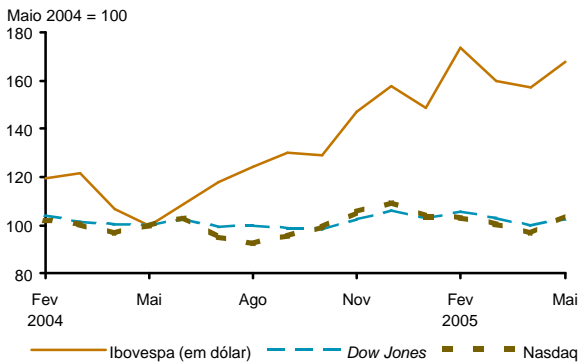
**Gráfico 3.15 – Ibovespa**



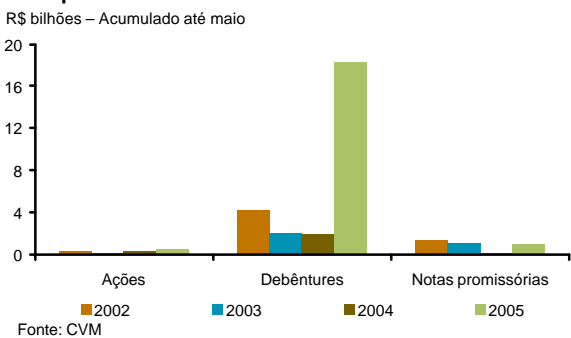
**Gráfico 3.16 – Investimento externo líquido na Bovespa**



**Gráfico 3.17 – Bolsas de valores**



**Gráfico 3.18 – Emissão primária no mercado de capitais**



## Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) atingiu 25.207 pontos ao final de maio, registrando queda de 10,4% em relação a fevereiro. As elevações da taxa Selic e os sinais de desaceleração da atividade econômica contribuíram para esse movimento.

Adicionalmente, incertezas no cenário externo envolvendo o ritmo de expansão das taxas de juros norte-americanas e as conseqüências dos elevados preços do petróleo sobre o nível de atividade global afetaram as expectativas dos investidores internacionais. Nesse cenário, as operações de investidores externos na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) apresentaram vendas líquidas de R\$4,1 bilhões no trimestre encerrado em maio. Esse movimento contribuiu para que o volume médio diário negociado nesse mercado atingisse R\$1,6 bilhão no trimestre março–maio, representando aumento de 1,9% em relação ao registrado no trimestre encerrado em fevereiro.

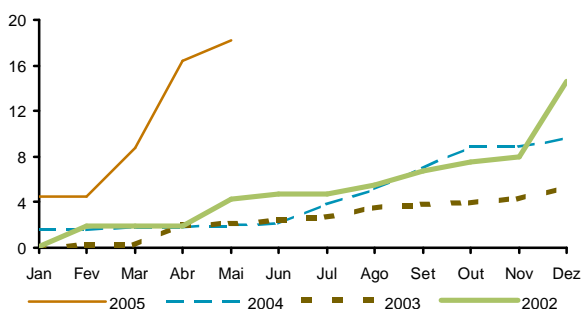
O desempenho do Ibovespa, avaliado em dólares, registrou decréscimo de 3,3% no trimestre, apesar da apreciação cambial ocorrida no período. Esse comportamento foi similar ao apresentado pelo índice *Dow Jones* (DJIA), que recuou 2,8% no mesmo período, enquanto o *Nasdaq* cresceu 0,8%.

O volume de captações das empresas no mercado de capitais, mediante ações, debêntures e notas promissórias, consideradas as ofertas primárias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), atingiu R\$14,7 bilhões de março a maio, ante R\$6,6 bilhões no trimestre anterior. Esse resultado refletiu, fundamentalmente, o desempenho das captações de debêntures, cujo volume de novas emissões alcançou R\$13,7 bilhões no trimestre, totalizando no ano, até maio, R\$18,2 bilhões, em grande parte realizadas por sociedades de arrendamento mercantil. As perspectivas desse mercado, tendo em vista as emissões de debêntures em análise na CVM ao final de maio, da ordem de R\$7 bilhões, mantêm-se bastante positivas.

Em paralelo à expansão das captações de debêntures, destaca-se como fonte de recursos para empresas o mercado de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), cuja carteira deve conter pelo menos 50% de seus recursos, títulos originários de operações de vendas de produtos e/ou serviços, oferecidos em garantia às operações de empréstimo ou financiamento. De acordo com os dados divulgados pela CVM, em 2005,

**Gráfico 3.19 – Emissões primárias de debêntures**

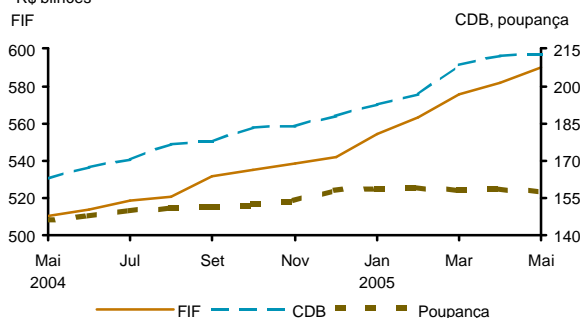
R\$ bilhões – Acumulado no ano



Fonte: CVM

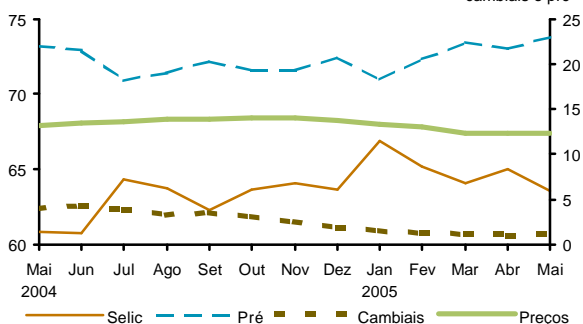
**Gráfico 3.20 – Evolução patrimonial de CDB, FIF e poupança**

R\$ bilhões



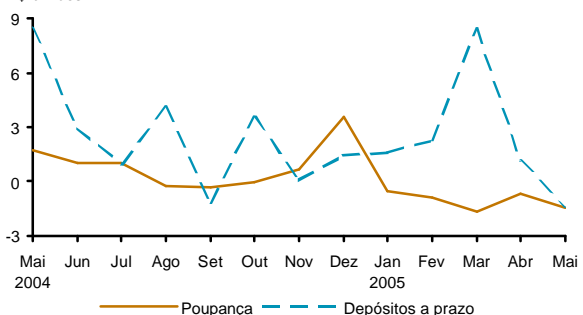
**Gráfico 3.21 – Evolução de títulos públicos na carteira dos fundos, por indexador**

% – Selic



**Gráfico 3.22 – Captação líquida – Caderneta de poupança e depósito a prazo**

R\$ bilhões



os registros de emissões de cotas de FIDC totalizaram, até maio, R\$2 bilhões, crescimento de 49% sobre o mesmo período em 2004. Ressalte-se, ainda, a existência de solicitações adicionais de novas emissões de cotas de FIDC em análise junto à CVM, ao final de maio, em montante equivalente a R\$1,3 bilhão.

## Aplicações financeiras

As aplicações financeiras, consideradas as cadernetas de poupança, os depósitos a prazo e os fundos de investimento, totalizaram R\$963,3 bilhões em maio, com crescimento de 2,6% em relação a fevereiro.

O patrimônio dos fundos de investimento alcançou R\$648,8 bilhões no final de maio, com aumento de 2,4% em relação a fevereiro. Nesse período, o patrimônio dos Fundos de Investimento Financeiro (FIF) aumentou 3,7%, para R\$584,4 bilhões, registrando captação líquida de R\$6,1 bilhões. De acordo com a CVM, a representatividade dos fundos de renda fixa no total dos FIF atinge 53,3%, seguindo-se os fundos referenciados, 22,5%; os multimercados, 20%; os de curto prazo, 3,7%; e os cambiais, 0,4%.

A inclinação negativa da curva de juros no mercado futuro refletiu-se na posição consolidada da carteira dos fundos de investimento, no trimestre. Nesse sentido, registrou-se crescimento da parcela dos títulos prefixados de 20,5%, em fevereiro, para 23%, em maio, e recuo na relativa a títulos pós-fixados, de 65,2% para 63,5%. Adicionalmente, as participações relativas dos títulos indexados ao câmbio e aos índices de preços contraíram-se em 0,2 p.p. e 0,7 p.p., respectivamente, no mesmo período. Destaque-se, ainda, o aumento no volume de títulos privados na carteira dos fundos, ao atingir R\$67,6 bilhões, em maio, ante R\$60,6 bilhões, em fevereiro.

O saldo da caderneta de poupança atingiu R\$158,1 bilhões em maio. O decréscimo de 0,5% registrado no trimestre refletiu a captação líquida negativa de R\$3,9 bilhões observada no período. O volume de depósitos a prazo aumentou 8,7% no trimestre encerrado em maio, atingindo R\$214 bilhões. Essa modalidade apresentou ingressos líquidos de R\$8,2 bilhões no trimestre e de R\$12,1 bilhões no ano, movimento associado, em parte, ao aumento das concessões de crédito, dado que parcela representativa dessas operações é lastreada em recursos captados por meio de emissão de títulos privados.

As aplicações em fundos de ações e em Fundos Mútuos de Privatização (FMP), com recursos oriundos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), registraram patrimônio de R\$47,8 bilhões em maio, dos quais R\$41,2 bilhões relativos aos fundos de ações e R\$6,6 bilhões aos FMP. A rentabilidade acumulada negativa de 11,3% observada no trimestre refletiu o desempenho do mercado acionário no período, registrando-se perdas de 10,7% nos fundos de ações e de 15,7% nos FMP.

### 3.3 Política fiscal

#### Necessidades de financiamento do setor público

O superávit primário do setor público não financeiro somou R\$16,3 bilhões em abril, o melhor resultado mensal desde o início da divulgação da série, em 1991. O superávit do Governo Central atingiu R\$14,3 bilhões, o dos governos regionais, R\$1,8 bilhão, e o das empresas estatais, R\$219 milhões.

O compromisso do governo com a sustentabilidade da dívida pública e com o cumprimento do objetivo fiscal expresso no Anexo de Metas da Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO-2005 (Lei 10.934/2004) foi evidenciado pela criação de metas quadrimestrais para o resultado primário, definidas com o objetivo de condicionar o cumprimento da meta anual para 2005 de superávit fiscal para o setor público não financeiro, equivalente a 4,25% do PIB.

No primeiro quadrimestre de 2005, o superávit primário do setor público não financeiro atingiu R\$44 bilhões, 7,3% do PIB, ante R\$32,4 bilhões, 6,1% do PIB, no mesmo período do ano anterior. O aumento registrado no período, de 1,2 p.p. do PIB, refletiu crescimentos nos superávits do Governo Central, 0,5 p.p. do PIB; dos governos regionais, 0,3 p.p. do PIB; e das empresas estatais, 0,3 p.p. do PIB. Assinale-se que o superávit primário observado no primeiro quadrimestre de 2005 ultrapassou em 23% a meta definida para o período.

O resultado do governo federal foi influenciado favoravelmente pelo crescimento de R\$23 bilhões nas receitas tributária e da Previdência Social, que passaram de 25,32% do PIB, no primeiro quadrimestre de 2004, para 25,99% do PIB, no período correspondente em 2005, e pela elevação moderada, de 0,29% do PIB, observada nos gastos, nesse período.

**Tabela 3.3 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário**

Acumulado no ano			R\$ milhões
Período	Ocorrido	Meta	Margem
	(I)	(II)	(I - II)/(II) (%)
2004/IT	-20 528	-14 500	41,6
2004/IIT	-46 182	-32 600	41,7
2004/IIIT	-69 771	-56 900	22,6
2004/IVT	-81 112	-71 500	13,4
2005/IQ	-44 012	-35 780	23,0

**Tabela 3.4 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário**

Segmento	Acumulado no ano					
	Abril		2004		2005	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo central	-25,1	-5,2	-25,5	-4,8	-32,1	-5,3
Governos regionais	-6,1	-1,3	-6,6	-1,2	-9,3	-1,5
Empresas estatais	-1,5	-0,3	-0,3	-0,1	-2,6	-0,4
Total	-32,7	-6,8	-32,4	-6,1	-44,0	-7,3

Parcela significativa do ganho de receitas tributárias esteve vinculada aos resultados favoráveis das empresas, traduzidos nos desempenhos da arrecadação do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). De fato, esses tributos apresentaram crescimentos reais, utilizado o IPCA como deflator, de 17,6% e 18,6%, respectivamente, entre os quadrimestres considerados. Adicionalmente, registrou-se crescimento real de 11,7% na arrecadação da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins), em decorrência da incidência do tributo sobre produtos importados, e significativo acréscimo nos recolhimentos oriundos da exploração de petróleo e gás natural, e dos serviços de telecomunicações. Ressalte-se, ainda, a elevação dos dividendos pagos pelas empresas em que a União detém participação acionária.

Quanto às receitas da Previdência Social (RGPS), o recolhimento passou de R\$27,3 bilhões, 5,13% do PIB, em 2004, para R\$32,3 bilhões, 5,32% do PIB em 2005, refletindo, em parte, o comportamento do emprego no setor formal.

Relativamente às despesas, observaram-se elevações nas transferências constitucionais, de 4,15% do PIB, no primeiro quadrimestre de 2004, para 4,42% do PIB, no período correspondente de 2005; nos gastos com benefícios da Previdência Social, de 6,74% para 7,06% do PIB; e nos gastos com custeio e capital, de 4,65% para 4,69% do PIB. Essas elevações foram neutralizadas, em parte, pela redução nas despesas com pessoal e encargos sociais, que passaram de 5,02% do PIB no primeiro quadrimestre de 2004 para 4,66% do PIB, em 2005.

Ressalte-se, ainda, no âmbito do Governo Central, a manutenção da meta de superávit primário em 4,25% do PIB para 2006, conforme disposto na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) encaminhada ao Congresso Nacional. Outra mudança proposta no projeto encaminhado diz respeito à estimativa de receita para 2006. A proposta orçamentária do Poder Executivo não poderá conter estimativa de arrecadação que ultrapasse o limite de 16% do PIB, parâmetro que também servirá de referência para revisão de estimativas no âmbito do Congresso Nacional. A utilização de eventual excesso de arrecadação em 2006, além do referido limite, dependerá de créditos suplementares abertos por iniciativa do Poder Executivo, sendo obrigatória, para o exercício seguinte, a adoção de iniciativas para o retorno da carga tributária ao nível estabelecido. Além disso, foi estabelecido o limite de 17% do PIB para as despesas



primárias do governo, excluídas as transferências obrigatórias e os investimentos.

O resultado dos governos regionais foi favorecido pelo desempenho da arrecadação do ICMS e pelas transferências constitucionais efetuadas pela União. Considerado o IGP-DI como deflator, os recursos relativos às transferências cresceram 8,8% no primeiro trimestre de 2005, relativamente ao mesmo período do ano anterior, e os associados à arrecadação do ICMS, 3,5%, salientando-se as expansões assinaladas em São Paulo, 5,6%; em Minas Gerais, 10,7%; e no Espírito Santo, 15,4%.

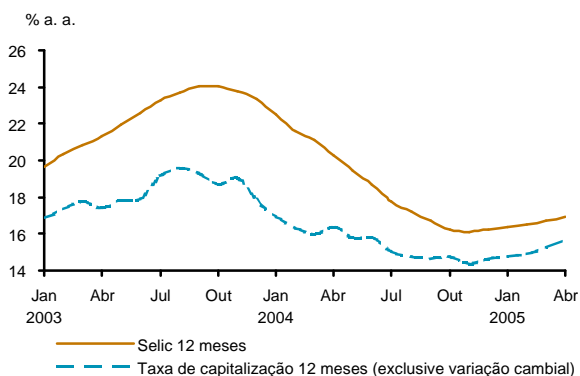
Os juros nominais, apropriados pelo critério de competência, somaram R\$13,3 bilhões em abril. No ano, o total apropriado alcançou R\$51,2 bilhões, 8,4% do PIB, comparativamente a R\$41,3 bilhões, 7,8% do PIB, em 2004. No acumulado em doze meses, os juros apropriados totalizaram R\$138,2 bilhões, 7,5% do PIB, ante R\$134,8 bilhões, 7,4% do PIB, em março.

A taxa de capitalização da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), excluindo-se os impactos da variação cambial e incluindo-se os das operações de *swap*, manteve-se fortemente correlacionada com a taxa Selic. Em observações mensais das taxas acumuladas nos últimos doze meses, de janeiro de 2003 a abril de 2005, o coeficiente de correlação entre as séries alcançou 0,94. Ressalte-se que, apesar do discreto crescimento da taxa de capitalização da DLSP ao longo do primeiro quadrimestre, seus níveis em doze meses mantêm-se inferiores à taxa Selic e aos próprios valores ocorridos em 2003 e no primeiro semestre de 2004.

As necessidades de financiamento do setor público não financeiro, que abrangem o resultado primário mais os juros nominais apropriados, apresentaram déficit de R\$7,2 bilhões, 1,2% do PIB, no primeiro quadrimestre de 2005, ante R\$8,8 bilhões, 1,7% do PIB, em igual período de 2004. Ressalte-se que, nessa base de comparação, a elevação dos juros apropriados foi superada pela expansão do superávit primário.

Com relação às fontes de financiamento do déficit nominal no quadrimestre, registrem-se a continuidade da queda da dívida externa líquida, reduzida em R\$31,3 bilhões, e a expansão de R\$63,3 bilhões da dívida mobiliária. Adicionalmente, ocorreram reduções de R\$15,7 bilhões na dívida bancária e de R\$10,9 bilhões na base monetária.

**Gráfico 3.23 – Taxa Selic x taxa capitalização DLSP**



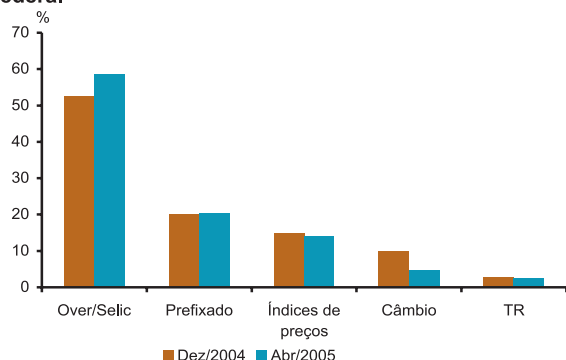
**Tabela 3.5 – Necessidades de financiamento do setor público**

Discriminação	Acumulado no ano			
	Abril			
	2004	2005	2004	2005
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	8,8	1,7	7,2	1,2
Primário	- 32,4	- 6,1	- 44,0	- 7,3
Juros	41,3	7,8	51,2	8,4
Fontes	8,8	1,7	7,2	1,2
Financiamento interno	31,9	6,0	38,5	6,3
Dívida mobiliária	38,0	7,1	63,3	10,4
Dívida bancária	3,8	0,7	- 15,7	- 2,6
Outros	- 9,8	- 1,9	- 9,2	- 1,5
Financiamento externo	- 23,1	- 4,3	- 31,3	- 5,2

## Dívida Mobiliária Federal

A Dívida Mobiliária Federal, avaliada pela posição de carteira, elevou-se de R\$810 bilhões, 43,7% do PIB, em dezembro de 2004, para R\$874 bilhões, 45,8% do PIB, em abril de 2005. Contribuíram para essa variação, do lado expansionista, emissões líquidas de R\$20,1 bilhões no mercado primário e incorporação de juros de R\$45,2 bilhões e do lado contracionista, a apreciação de 4,6% do real frente ao dólar, proporcionando redução de R\$1,7 bilhão da dívida.

Gráfico 3.24 – Composição da dívida mobiliária federal



A parcela da DPMFi indexada ao dólar, primariamente, e por *swap*, recuou de R\$80,1 bilhões para R\$40,6 bilhões no período. Esse resultado decorreu da redução de R\$32,3 bilhões na exposição decorrente das operações de *swap*, assim como de resgates cambiais líquidos de R\$7 bilhões e da apreciação do real frente ao dólar. A participação dos títulos vinculados ao câmbio no total da dívida mobiliária federal, incluídas as operações de *swap*, reduziu-se de 9,9%, em dezembro de 2004, para 4,6%, em abril de 2005, enquanto a representatividade da dívida prefixada passou de 20,1% para 20,3%, mantendo-se em patamar que não era observado desde meados de 1998.

Em abril, o cronograma de amortização da dívida mobiliária em mercado, exceto operações de financiamento, apresentou a seguinte configuração: R\$248,9 bilhões, 28,5% do total, vencendo de maio a dezembro de 2005; R\$300,7 bilhões, 34,4% do total, em 2006; e, R\$324,2 bilhões, 37,1% do total, a partir de janeiro de 2007.

As operações de *swap* cambial atingiram R\$6,1 bilhões em abril, comparativamente a R\$38,3 bilhões, em dezembro de 2004. O resultado dessas operações no quadrimestre, definido como a diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom, foi favorável ao Banco Central em R\$1,2 bilhão, no critério de competência. No critério caixa, esse resultado foi favorável em R\$1,3 bilhão.

## Dívida Líquida do Setor Público

A DLSP alcançou R\$956,7 bilhões, 50,1% do PIB, em abril, ante R\$965,9 bilhões, 50,8% do PIB, em março, e R\$957 bilhões, 51,6% do PIB, em dezembro de 2004. A redução da DLSP, em abril, refletiu o superávit nominal de R\$3,1 bilhões registrado no mês, assim como o impacto de

**Tabela 3.6 – Evolução da dívida líquida**

Fatores condicionantes

Discriminação	2003		2004		2005 (abril)	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	913 145	57,2	956 994	51,6	956 677	50,1
<b>Fluxos</b>	<b>Acumulados no ano</b>					
Var. DLSP	32 037	1,7	43 851	- 5,6	- 317	- 1,5
Fatores	32 037	2,0	43 851	2,4	- 317	0,0
NFSP	79 030	4,9	47 144	2,5	7 173	0,4
Primário	-66 173	- 4,1	-81 112	- 4,4	-44 012	- 2,3
Juros	145 203	9,1	128 256	6,9	51 185	2,7
Ajuste cambial	-64 309	- 4,0	-16 193	- 0,9	-6 608	- 0,3
Dív. interna <sup>1/</sup>	-22 715	- 1,4	-3 335	- 0,2	-1 664	- 0,1
Dív. externa	-41 594	- 2,6	-12 858	- 0,7	-4 944	- 0,3
Outros <sup>2/</sup>	16 712	1,0	7 137	0,4	- 652	0,0
Reconhecimento						
de dívidas	604	0,0	5 841	0,3	- 230	0,0
Privatizações			- 78	0,0		
Efeito crescimento						
PIB		- 0,3		- 7,9		- 1,5

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

2/ Paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida.

R\$7,4 bilhões, decorrente da apreciação cambial de 5,1% assinalada no período.

A relação DLSP/PIB manteve-se em trajetória declinante no primeiro quadrimestre de 2005. Em abril, o indicador apresentou queda de 1,5 p.p. em relação a dezembro de 2004 e de 7,1 p.p. em relação a dezembro de 2003. Destacaram-se como fatores determinantes desse comportamento o desempenho fiscal, o crescimento econômico e a evolução da taxa de câmbio. A análise desses fatores em 2005 evidencia que o déficit nominal foi neutralizado pelo impacto da apreciação cambial, com o crescimento do PIB valorizado sendo responsável pela redução de 1,5 p.p. do PIB, apresentada pelo indicador no quadrimestre.

A dívida bruta do governo geral, que inclui o governo federal, o INSS e os governos estaduais e municipais, atingiu R\$1.374,1 bilhões, 71,9% do PIB, em abril, ante R\$1.387,2 bilhões, 73% do PIB, em março, e R\$1.331,8 bilhões, 71,8% do PIB, em dezembro de 2004. Os principais determinantes da queda observada em abril foram os resgates líquidos de dívida mobiliária e a apreciação cambial registrados no mês.

### 3.4 Conclusão

As operações de crédito do sistema financeiro, no trimestre terminado em maio, mantiveram-se em trajetória expansionista. Essa evolução esteve associada à demanda por crédito bancário por parte das famílias, destacando-se os empréstimos consignados em folha de pagamento, contratados a taxas de juros mais atrativas para o tomador e de reduzido risco para as instituições financeiras. Ao mesmo tempo, observou-se moderado crescimento dos empréstimos contratados pelas empresas, tanto no segmento de crédito livre quanto no de crédito direcionado, movimento consistente com a evolução da atividade econômica no período.

Assinale-se, ainda, a continuidade do significativo crescimento das formas de financiamento alternativas ao crédito bancário, com ênfase para as captações por emissões de debêntures, em especial as emitidas pelas sociedades de arrendamento mercantil, refletindo a expressiva recuperação das operações de *leasing* no decorrer dos últimos dois anos.

O resultado fiscal primário alcançado no quadrimestre superou a meta estabelecida para o período e reforça a tendência de cumprimento das metas estabelecidas para o

ano. Além disso, observa-se continuidade das ações visando à manutenção da sustentabilidade do endividamento, refletidas, inclusive, na proposta de diretrizes orçamentárias para o período seguinte.

Os principais fatores determinantes da evolução da relação DLSP/PIB continuam registrando comportamento favorável, com destaque para o desempenho fiscal em todos os segmentos do setor público.