

**Autoria:**

Primeiro-Tenente (Quadro Complementar - Intendente da Marinha) Luan Phelipe Arruda de Oliveira, Capitão de Mar e Guerra (RM1 - Intendente da Marinha) Mário Jorge de Queiroz Gonçalves, Capitão de Mar e Guerra (RM1 - Intendente da Marinha) Nilo Sérgio dos Santos Guedes

# A QUEDA DA TAXA BÁSICA DE JUROS E SEU IMPACTO NA RENTABILIDADE DAS APLICAÇÕES DO FUNDO NAVAL

**Resumo:** O estudo tem como objetivo analisar a influência das reduções da taxa Selic, iniciadas em setembro de 2016 até setembro de 2020, na rentabilidade do Fundo Naval (FN). Avaliar o risco dos bancos que negociam por meio dos fundos exclusivos. Verificar se as alterações foram promissoras ao longo do período, tendo em vista que o perfil do FN é conservador. Verificar se as atitudes aplicadas para acompanhar essas alterações monetárias foram suficientes para alcançar as metas determinadas pelo Planejamento Estratégico da Diretoria de Finanças da Marinha (DFM). Entender como é composta a carteira do FN e como cada ativo se comportou durante o período. Para o alcance dos objetivos propostos foi realizada ampla revisão nos documentos governamentais e institucionais. Foi utilizado uma abordagem qualitativa na análise e interpretação dos indicadores envolvidos.

**Palavras-chave:** Fundo Naval. Taxa Selic. *Rating*. Inflação. Conta Única do Tesouro Nacional.

## 1 INTRODUÇÃO

Durante a década de 1980, prolongando-se até meados da década de 1990, o Brasil sofreu com a hiperinflação. A fim de reduzir a inflação e, conseqüentemente, alcançar a estabilidade dos preços, foi adotado, com a edição do Decreto nº 3.088/1999, o regime monetário de metas para a inflação. Essa política também é utilizada por diversos países como Suécia, Finlândia, Chile e Israel.

O Comitê de Política Monetária (Copom) é o órgão responsável por estabelecer a política monetária. Cabe a esse comitê definir a meta para a taxa básica de juros, que no Brasil é a taxa Selic ou taxa Over-Selic. Atualmente, as reuniões em que são determinadas a alteração ou a manutenção da referida

taxa, bem como são realizadas as respectivas análises monetárias pelo Copom, ocorrem, em regra, oito vezes ao ano e suas decisões passam a vigorar já no dia seguinte. Entretanto, em casos excepcionais, podem existir reuniões extraordinárias (BACEN, 2016).

Diante do exposto, as decisões do Copom têm influência sobre a rentabilidade dos ativos no mercado financeiro, em especial, aos recursos aplicados de forma mais conservadora. Considerando que os recursos do Fundo Naval estão aplicados nessa classe de ativos, os cortes na taxa básica de juros afetam diretamente a rentabilidade dos investimentos do fundo. Isso pode causar impactos na renovação dos meios da Marinha do Brasil (MB), pois o ganho de capital decorrente dessas

operações frequentemente é usado como fonte de recurso para renovação das instalações e meios da instituição.

Em situações extremas de redução da taxa Selic e alta da inflação, embora nominalmente não sofreria tantas alterações, o FN poderia reduzir seu patrimônio real, pois seus recursos perderiam o poder de compra.

O objetivo principal desse trabalho é analisar as mudanças na composição da carteira de investimentos do Fundo Naval no cenário de grande redução da taxa Selic, no período de setembro de 2016 a setembro de 2020, e verificar a viabilidade de possíveis alterações a fim de alcançar maiores retornos com baixo risco. Em especial, o artigo busca evidenciar se os ativos do FN estão protegidos contra a inflação.

Além da avaliação da rentabilidade desses ativos, outro fator fundamental a se observar é o risco envolvido nas operações financeiras. Essa análise se torna imprescindível em um cenário de forte estresse no mercado, como recentemente ocasionado pela pandemia em 2020.

Atualmente, a Marinha do Brasil (MB) aloca recursos via seus fundos exclusivos para quinze instituições financeiras. Haja vista que no Brasil já ocorreram diversos casos de liquidação de bancos, é fundamental que os gestores do FN monitorem ativamente onde estão alocados esses recursos. Assim, como objetivo secundário desse trabalho, será analisado o risco dos bancos e o percentual monetário de alocação, dividido por classe de risco. Também será observado se o FN promoveu alterações nas aplicações, de forma conservadora em bancos de primeira linha, conforme a meta 7.3 do Planejamento Estratégico da DFM.

O estudo está estruturado em cinco capítulos: Feita a introdução, o capítulo dois descreve o referencial teórico, que se propõe a nivelar os conhecimentos acerca dos

temas: Fundo Naval, taxa básica de juros, Conta Única do Tesouro (CTU), Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI), taxa livre de risco, renda fixa, inflação e avaliação de risco bancário. O capítulo três apresenta a metodologia usada nas análises, descrevendo as coletas de dados, tratamentos e limitações dos dados. No capítulo quatro serão apresentados os resultados e as discussões. Para finalizar, no capítulo cinco, são expostas as conclusões.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Fundo Naval

O Fundo Naval, criado pelo Decreto nº 20.293 de 1932, é responsável por gerir a arrecadação de parcela dos recursos públicos orçamentários conforme previsto em seu regulamento atual, aprovado pelo Decreto nº 46.429 de 1959. Atualmente, sua gestão é feita pela Diretoria de Finanças da Marinha e tais recursos são destinados à renovação e manutenção da Marinha em geral, como por exemplo:

- a) compra de materiais de toda espécie;
- b) aquisição de material flutuante em geral;
- c) aquisição de material fixo e móvel para a defesa dos portos, rios e litoral;
- d) compra de imóveis;
- e) obras de construção civil; e
- f) serviços de socorros marítimos (BRASIL, 2014).

Parte do capital gerido pelo FN é referente ao recebimento de juros de depósitos ou de operações financeiras efetuadas com seus próprios recursos (BRASIL, 2014). Uma gestão capaz de elevar o retorno financeiro dessas aplicações permitiria aquisições de mais equipamentos e serviços relacionados à instituição, o que contribuiria para melhor preparo do Poder Naval.

Considerando-se que o Fundo Naval possui perfil de aplicação conservador, a taxa Selic serve de referência para avaliar sua

rentabilidade. O estudo em lide objetiva quantificar e analisar a relação entre a rentabilidade da carteira do fundo e a taxa Selic, entre setembro de 2016 até setembro de 2020. Nesse período, observa-se que a taxa Selic foi reduzida drasticamente. Ela passou de 14,25% para 2% alcançando assim o menor patamar dos últimos vinte e dois anos.

Para melhor visualização, o Gráfico 1 demonstra a redução da taxa Selic no período analisado:



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados fornecidos pelo Banco Central.

Atualmente, a carteira do FN possui recursos aplicados diretamente em quatro ativos: na Associação de Poupança e Empréstimo (Poupex); em dois fundos exclusivos, o Fundo Acanthus da Caixa Econômica Federal e o Admiral do Banco do Brasil; e na Conta Única do Tesouro Nacional (CTU).

## 2.2 Taxa básica de Juros no Brasil: taxa Selic

A taxa Selic, instrumento primário da política monetária, é referência para os juros no país, pois é a taxa média cobrada pelo Banco Central em negociações com os títulos ofertados pelo Tesouro Nacional, servindo como parâmetro para as trocas de reservas entre organizações financeiras e base para as outras taxas de juros aplicadas no mercado brasileiro.

Diariamente, os bancos tomam recursos emprestados do Banco Central, a fim de garantir

caixa para realização de pagamentos, transferências e empréstimos. A taxa atribuída a esse processo possui nome do seu próprio sistema - Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia) (PERLIN, 2019).

## 2.3 Conta Única do Tesouro Nacional

Diferentemente das outras três aplicações que são basicamente recursos alocados a bancos privados e títulos do governo federal, a CTU é mantida pelo Banco Central do Brasil (BRASIL, 2018). A conta única registra a movimentação dos recursos financeiros de responsabilidade dos órgãos da Administração Pública e de outras pessoas jurídicas que façam uso do Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (SIAFI).

Utilizando a transação APLICAFIN, disponível no SIAFI, a unidade gestora que possuir autorização específica em lei poderá transferir os recursos para sua conta aplicação e efetuar o resgate do valor aplicado (BRASIL, 2018). Sendo:

*Ao final de cada decêndio, através de processo batch e, a partir do saldo diário da conta de aplicação, será realizado o cálculo da remuneração diária (saldo do dia X taxa STN). O saldo diário da conta, o percentual de remuneração, o valor das remunerações diárias e o rendimento acumulado serão disponibilizados em consulta própria para este fim, podendo a UG e a STN conferirem valores aplicados e remunerados durante todo o próximo decêndio (BRASIL, 2018).*

A remuneração decorrente do APLICAFIN é baseada na taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) de emissão do Tesouro Nacional em poder do Banco Central (BACEN).

Na tabela 1, temos a rentabilidade anual da taxa Selic e da Conta Única do Tesouro. O ano de 2020 consta apenas o período de janeiro a setembro.

**Tabela 1 - Rentabilidade taxa Selic e CTU**

Ano	Taxa Selic	Conta Única do Tesouro
2016	13,96%	13,28%
2017	9,91%	10,72%
2018	6,40%	9,59%
2019	5,94%	8,68%
2020*	2,27%	4,92%

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados fornecidos pelo BACEN e DFM.

No cenário de queda da taxa básica de juros, conforme o período estudado, a rentabilidade da CTU sofre menos reduções. Isso ocorre porque parte de seus ativos são compostos por títulos prefixados comprados em períodos de alta da Selic e consequentemente remuneração maior do que atualmente. Caso ocorram alterações na composição dessas carteiras esses títulos prefixados contribuem para maior resiliência do FN no período analisado.

## 2.4 Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI)

A Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados (Cetip) funciona de forma semelhante a Selic, entretanto gere os títulos privados. Seu principal título é o CDI, que permite maior liquidez entre as instituições do mercado financeiro (ASSAF NETO, 2018).

Uma transação envolvendo o CDI ocorre quando os bancos tomam recursos emprestados entre si. Essa taxa é frequentemente utilizada para definir o retorno em investimentos de renda fixa e depende diretamente da Selic, de modo que são valores sempre muito próximos. No período analisado enquanto a Selic obteve um retorno acumulado de 32,35%, o CDI retornou 32,32%.

Atualmente, o Planejamento Estratégico da DFM tem como meta garantir a rentabilidade trimestral do FN atrelada ao CDI.

## 2.5 Taxa livre de risco

A taxa livre de risco é uma rentabilidade que pode ser considerada tomando o menor risco possível. Ou seja, o gestor responsável pelo recurso a ser aplicado pode ter alto grau de certeza que receberá o capital aplicado e os juros correspondentes a essa aplicação. No Brasil as taxas mais adotadas no mercado financeiro são a Selic e o CDI (REIS, 2019).

Em que pese a taxa Selic seja mais importante, o CDI também é usado como referência de taxa livre de risco no Brasil. Normalmente a diferença entre as duas taxas são pequenas. (ASSAF NETO, 2018).

## 2.6 Renda fixa

Denomina-se Renda Fixa a classe de ativos de perfil, em regra, mais conservador. O FN investe parte de seus recursos nesses ativos utilizando o mercado financeiro, conforme autorizado pela Portaria MF nº 345 de 1998.

No Brasil, a renda fixa pode ser subdividida em pós-fixada, prefixada ou indexada a inflação. A taxa pós-fixada, em regra, define a remuneração a partir de um percentual do CDI ou da Selic. Virtude exposto, ela tende a ser maior em períodos de alta de juros e menor em cenários de baixa (ASSAF NETO, 2018).

A taxa prefixada possui os juros definidos no início da aplicação, sendo possível saber desde então o retorno total nominal. Ela é mais atraente na perspectiva do vendedor do crédito em períodos de baixa das taxas de juros (ASSAF NETO, 2018).

A remuneração indexada à inflação é formada por uma taxa de juro real, definida antes da contratação, acrescida da variação inflacionária reportada no período da aplicação. Esse tipo de renda fixa possui como aspecto positivo um ganho real prefixado, garantindo o poder de compra da moeda (ASSAF NETO, 2018).

## 2.7 Inflação

Entende-se por inflação o aumento generalizado dos preços de produtos e serviços. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) elabora o índice de preço oficial do Brasil: o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (IBGE, 2020).

A escolha do índice de preços ao consumidor é utilizada nos regimes de metas para inflação, pois é o critério mais adequado para acompanhar a evolução do poder aquisitivo da população. O IPCA é o índice adotado como referência nas metas de inflação pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), pois possui a maior abrangência no país (BACEN, 2016).

Quanto maior a inflação, maior tende a ser o dispêndio de recursos financeiros. Portanto, esses recursos devem ser aplicados de forma a proteger-se da inflação. Segundo Perlin (2019):

*Deve-se escolher um mix de produtos na renda fixa que, no mínimo, deem um retorno nominal maior do que a inflação a um risco aceitável. O que realmente importa para o investidor em termos de retorno é a diferença entre o retorno nominal e a inflação. O nome técnico deste cálculo é retorno real.*

## 2.8 Avaliação de risco bancário

### 2.8.1 Acordo de Basileia

O Acordo de Basileia é o acordo inicialmente assinado pelos grandes bancos centrais do mundo, que serve como referência em regulamentação bancária no mundo, visando nortear diretrizes e normas de conduta a todos o mercado internacional, sendo utilizado como referência para todos os entes desse mercado.

O acordo de Basileia I, em 1988, criou critérios para análise de riscos de mercado e de crédito, definiu capital mínimo para que os bancos possam financiar seus papéis ariscados. Trouxe três conceitos para o sistema financeiro: capital regulatório, ponderação de

ativos pelo risco e o próprio índice de basileia (ASSAF NETO, 2018).

Considerado como a evolução do termo anterior, em 2001 foi divulgado o Acordo de Basileia II, com o objetivo de dar maior transparência nas operações, estabelecer melhores práticas e reduzir as assimetrias de informações.

Mais complexo e abrangente que o Basileia I, a segunda versão possui três grandes pilares: Exigência de capital mínimo para os bancos, melhores práticas de gestão de riscos e disciplina de mercado (ASSAF NETO, 2018).

Criada após a crise financeira mundial de 2008, a Basileia III almeja forte regulamentação sobre o capital, de forma a reduzir práticas mais arriscadas pelas instituições financeiras. O atual acordo exige uma espécie de colchão anticíclico que busca proteger o sistema bancário durante eventual estresse econômico. A proteção varia de 0 a 2,5% a mais no percentual preestabelecido (ASSAF NETO, 2018).

O índice mínimo que atenderá a Basileia III será de um percentual entre 10,5% e 13%. Vale ressaltar que o Brasil já adotava o mínimo de 11% mesmo antes de fazer parte do Acordo de Basileia III. Além disso, segundo Assaf Neto (2018), os bancos do Brasil estão atuando com um Índice de Basileia, em média, superior ao limite mínimo determinado pelo Banco Central. Indicando que adotam critérios mais rígidos na definição do capital regulamentar (ASSAF NETO, 2018).

### 2.8.2 Classificação do risco de crédito

Enquanto o Acordo de Basileia enfatiza a importância global da boa gestão dos recursos e possui preocupação relacionada ao impacto global oriunda da possibilidade de falência das instituições e de perda de transparência, as classificações de risco de crédito estão mais centradas na capacidade do tomador de crédito conseguir honrar suas dívidas.

“O *rating* de crédito revela a expectativa de um tomador de crédito em se tornar inadimplente, ou seja, incapaz de pagar o passivo no prazo e nas condições contratadas” (ASSAF NETO, 2018).

As classificações de risco são efetuadas por diversas agências de classificação, elas também são chamadas de agências de *rating*. Suas análises levam em consideração fatores objetivos como: liquidez corrente, liquidez de curto prazo, caixa livre, qualidade da carteira, solvência, custo operacional, rentabilidade, concentração de ativos geração de caixa próprio (RISK BANK, 2019). Também analisam fatores subjetivos, como: princípios específicos, opiniões de analistas, políticas do país e evidências empíricas que possam aferir em julgamento creditício (STANDARD & POOR'S, 2014).

Nesse contexto, existem três agências de classificação de risco de crédito de maior credibilidade no mundo. São elas a Moody's, a Standard & Poor's (S&P) e a Fitch. De forma resumida, quanto maior a nota dada por essas organizações, melhor a situação financeira da empresa analisada (REIS, 2018).

As agências classificadoras de risco de crédito, no Brasil, são reguladas pela Instrução nº 521 da Comissão de Valores Mobiliários. Um dos principais sistemas de classificação utilizado no país é o Risk Bank, no último trimestre analisou 86 instituições financeiras que negociam no país.

Como já citado, nesse estudo também será avaliado o risco conjunto dos bancos em que os fundos exclusivos do FN possuem recursos aplicados, atualmente relativizados pelo percentual aplicado em cada instituição. As análises serão baseadas primariamente com informações da agência S&P, que possui classificações divulgadas mais atualizadas, quando comparada a seus pares. No entanto, para enriquecer sobre os riscos das instituições, foram utilizadas as análises da Moody's e observado o Índice de Basileia de cada banco.

Além de analisar o nível de segurança atual (com base em setembro de 2020) em que estão aplicados os recursos dos fundos exclusivos, também será feita uma análise hipotética comparativa, onde se procurará inferir em que grau de segurança estariam esses recursos, caso o fundo não tivesse feito nenhuma movimentação, e esse montante tivesse ficado aplicado nas mesmas instituições e nos mesmos percentuais praticados em setembro de 2016.

### 3 METODOLOGIA

Os procedimentos técnicos utilizados neste trabalho foram: pesquisa bibliográfica, pesquisa documental e levantamento de dados. Durante a pesquisa bibliográfica e documental foram utilizados materiais: Relatório de inflação, demonstrações financeiras, consultas e extrações de informações da base de dados do Banco Central; Atas do Comitê de Política Monetária (COPOM); Dados fornecidos pelo gestor do FN por meio de planilha; Relatório anual da dívida pública federal, manual Sistema de Análise da Dívida Pública, Operação de Crédito e Garantias da União Estados e Município (SADIPEM); Planejamento Estratégico da DFM; Normas da Marinha do Brasil (MB) referente ao FN; Leis e obras de autores pesquisados.

A pesquisa documental utiliza materiais de fontes primárias que ainda não receberam tratamento analítico (PRODANOV, FREITAS, 2013). Para a pesquisa, foram utilizados dados documentais da própria Marinha. Quando ao levantamento, ou também chamado de *survey*, que compreende a interrogação direta de pessoas para obtenção de informações, foi realizada entrevista com os gestores do fundo naval e integrantes da mesa de operações da DFM.

O estudo tem uma abordagem qualitativa, pois tem por objetivo analisar se, em períodos de fortes quedas na taxa básica de juros no país, o FN gerenciou de forma

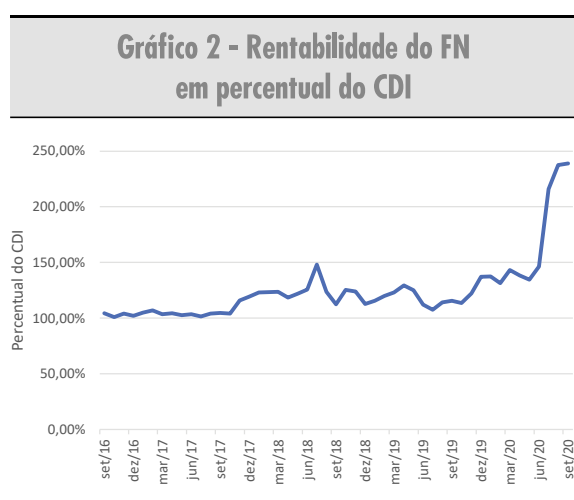
a reduzir os riscos e, se possível, elevar a rentabilidade dos recursos orçamentários a ele destinado.

Os dados coletados para utilização na análise compreenderam o período de setembro 2016 a setembro de 2020, sendo elaborados gráficos para melhor visualização e comparação dos 49 meses estudados no trabalho.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 4.1 Comparação da rentabilidade do FN com o CDI

No Gráfico 2 é apresentada a rentabilidade da carteira do FN indexada ao CDI, durante o período analisado.



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados fornecidos pelo BACEN.

Conforme definido no Planejamento Estratégico da DFM, documento que estabelece metas de longo prazo para a organização, uma de suas metas almejadas em 2016 e 2017 era alcançar a rentabilidade trimestral de 101,5% do CDI.

A fim de maximizar o aproveitamento de oportunidades identificadas, tendo em vista que se trata de um planejamento flexível e contínuo, em janeiro de 2018, após as reduções da taxa Selic, e, conseqüentemente do CDI,

essa meta foi elevada para 102% do CDI e vigora até o momento.

Conforme demonstrado no Gráfico 2, pode-se visualizar que o FN alcançou as metas em todos os trimestres de setembro de 2016 até setembro de 2020. Destaca-se a expressiva elevação de rentabilidade do fundo, frente ao CDI, no período de junho a setembro de 2020.

### 4.2 Rentabilidade líquida das aplicações do FN e da taxa Selic

O que realmente é importante na análise da taxa de juros é a renda real. Os juros caem quando a inflação também está baixa. Os juros nominais baixos não devem ser impeditivos para investimentos em renda fixa (PERLIN, 2019).

Ross, Westerfield, Jordan (2013) exemplificam que a taxa nominal de um investimento é a variação percentual na quantidade de dinheiro que você tem. A taxa real de um investimento é a variação percentual de quanto você pode comprar com aquele mesmo recurso.

A taxa real é a receita (ou o encargo) financeiro, líquido dos efeitos da inflação. A utilização dela torna possível a apuração do quanto foi ganho (ou perdido) de fato (ASSAF NETO, 2018). Esta taxa é encontrada com a aplicação da seguinte equação, após isolar a taxa real (r):

$$EFE = [(1 + r) \times (1 + INF)] - 1$$

Onde:

EFE: Taxa efetiva de juro que incorpora uma expectativa de inflação (ou taxa operante);

r: Taxa real de juro, depurada dos efeitos inflacionários;

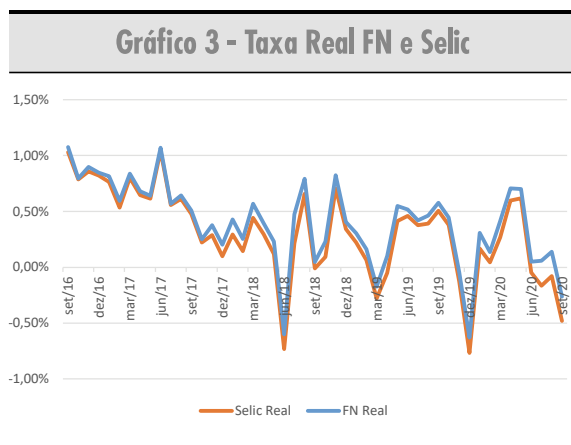
INF: Taxa de inflação, considerada por um índice de preços (ASSAF NETO, 2018).

Com a aplicação da fórmula previamente apresentada, a intenção foi observar a rentabilidade real do FN, em comparação com a taxa básica de juros depurada da inflação. O modelo foi analisado mês a mês.

Em que:

- EFE: Taxa nominal da rentabilidade do FN ou Selic;
- r: Taxa real do FN ou Selic, descontado o IPCA;
- INF: IPCA, para medir ambas as rentabilidades reais.

O Gráfico 3 é a representação da aplicação da fórmula, comparando o retorno real do FN frente ao da Selic.



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados fornecidos pelo BACEN e DFM.

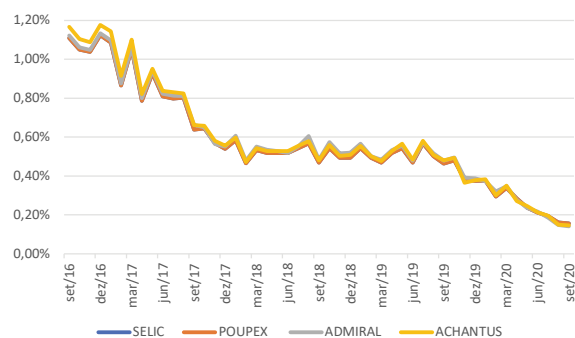
Apesar da taxa Selic possuir papel de mensuração no retorno sobre os investimentos, concomitante ao CDI, é fundamental observar se a rentabilidade de uma carteira é mais elevada do que a taxa real de juros, descontada a inflação (ROSS, WESTERFIELD, JORDAN, 2013).

Conforme demonstrado no Gráfico 3, a carteira do FN obteve retorno real superior ao da taxa Selic em todo o período analisado. Nos quatro períodos em que a inflação foi maior que a rentabilidade, o conjunto de aplicações do FN sofreu menos do que a taxa básica. Isso reforça a qualidade da gestão do Fundo Naval.

### 4.3 Análise do portfólio do FN e a taxa Selic

No Gráfico 4, são demonstradas as performances das aplicações Acanthus, Admiral, Pouplex em comparação com a taxa Selic, no período de setembro 2016 a setembro de 2020.

Gráfico 4 - Rentabilidade das aplicações Pouplex, Admiral, Achantus e a taxa Selic



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados fornecidos pela DFM.

A aplicação na Pouplex possui taxa pós-fixada cuja remuneração é de 100% do CDI, assim ela possui uma correlação quase perfeita com a taxa Selic. Enquanto essa retornou 32,35%, aquela retornou 32,32%. Desse modo, uma taxa fica praticamente sobre a outra na demonstração do gráfico.

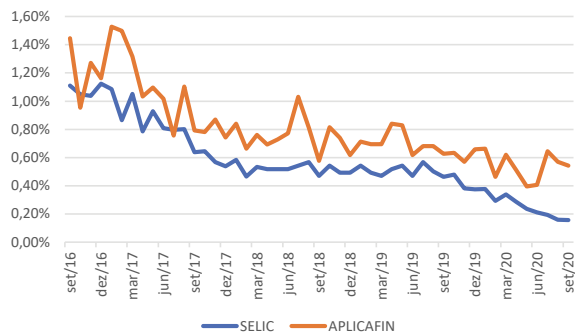
Os fundos exclusivos possuíram rentabilidade acumulada no período levemente superior ao da taxa Selic. O Admiral e o Acanthus tiveram rentabilidade de 33,03% e 33,42%, respectivamente. Nos últimos seis meses do período analisado, o fundo de responsabilidade do Banco do Brasil teve retorno inferior ao da Selic, em cinco meses; e o da Caixa teve retorno abaixo, em três. Embora tenham sido diferenças muito pequenas, a mínima 0,004% e a máxima 0,015%, é importante monitorar e, caso o viés se prolongue, avaliar alterações na carteira.

No Gráfico 5 é demonstrado a performance da aplicação do APLICAFIN em



comparação com a da taxa Selic, no período de setembro 2016 a setembro de 2020.

**Gráfico 5 - Rentabilidade das aplicações APLICAFIN e a taxa Selic**



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados fornecidos pela DFM.

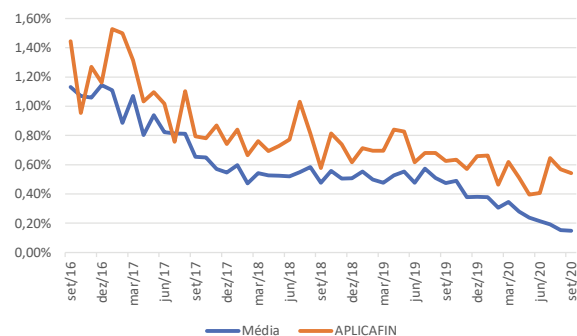
A aplicação que mais contribuiu para que o FN alcançasse a rentabilidade acima da taxa Selic foi o APLICAFIN. Dos 49 meses analisados, apenas dois ficaram abaixo da taxa básica de juros, em outubro de 2016 e em julho de 2017, sendo a diferença entre as taxas de 0,09% e 0,04%, respectivamente. Nos outros 47 períodos, o APLICAFIN obteve retorno superior a todos os outros fundos da carteira, destacando-se a rentabilidade alcançada de 356% da Selic, em agosto de 2020.

Assim, como demonstrado no gráfico 5, o APLICAFIN contribuiu positivamente para

o deslocamento da rentabilidade da carteira do FN, em especial, no período de queda da taxa Selic. Isso ocorreu em função de sua rentabilidade estar atrelada aos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), que possuem em sua composição títulos pré-fixados emitidos no passado, período que os juros eram mais altos, e que ainda não venceram (BRASIL, 2020).

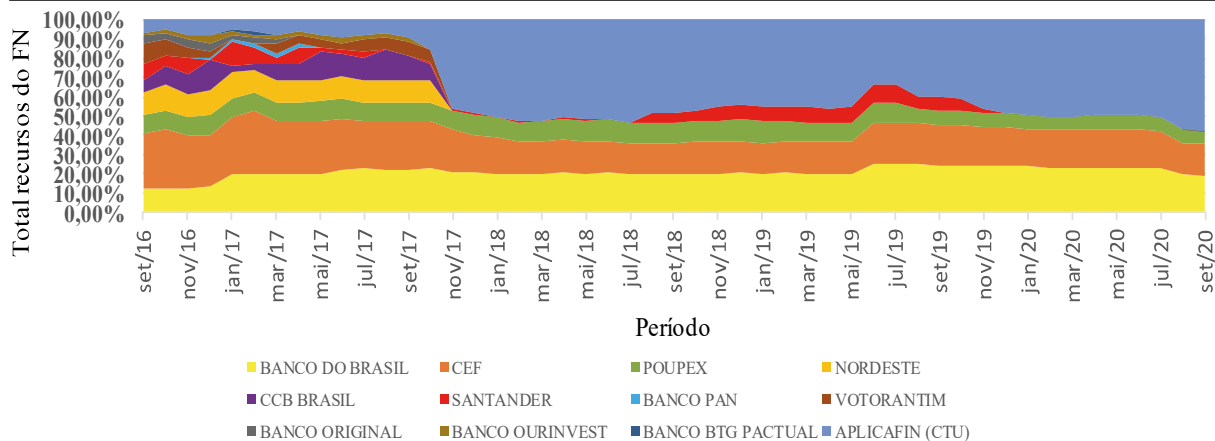
No Gráfico 6, é demonstrado a performance da aplicação do APLICAFIN em comparação com a da média dos fundos admiral, poupex e acanthus no período de setembro 2016 a setembro de 2020. Percebemos o impacto positivo dessa aplicação, em relação aos seus pares.

**Gráfico 6**



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados fornecidos pela DFM.

**Gráfico 7 - Distribuição dos recursos aplicados do FN**



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados fornecidos pela DFM.

#### 4.4 Distribuição dos recursos financeiros do FN

O Gráfico 6 demonstra todas as alterações financeiras ocorridas, no conjunto dos investimentos do FN, durante os 49 meses analisados.

A referida demonstração gráfica permite acompanhar de forma visual as diferenças ocorridas entre as instituições em que o Fundo Naval investiu diretamente. Assim, observa-se no Gráfico 7 que, no mês de setembro de 2016, a CTU, através do APLICAFIN, contava com apenas com 7,05% do capital aplicado do FN, ampliando, em outubro de 2017, para um percentual de 15,68. Os gestores do FN aplicaram percentuais maiores na CTU à medida que os juros caíam em 2017.

Já a partir de novembro de 2017, a composição do APLICAFIN na carteira do fundo já era de 46,42%. Essa alocação foi reflexo do maior corte de juros na história do país, até aquele momento. A 210ª reunião do Copom, ocorrida em outubro do mesmo ano, além de reduzir a taxa Selic de 8,25% para 7,5%, ainda sinalizou a possibilidade de novos cortes nas próximas reuniões (BRASIL, 2017).

O APLICAFIN (CTU) possibilitou o alcance de rentabilidades superiores aos investimentos em renda fixa nas instituições financeiras, gerando o incremento na rentabilidade do fundo naval como um todo, conforme verificado no Gráfico 7. Por esse motivo, a migração de recursos de aplicação originariamente em bancos e fundos para a CTU foi importante para a elevação da rentabilidade dos recursos do FN. Em sua menor rentabilidade, ocorrida em julho de 2019, obteve 7,35% de retorno a mais que a Taxa Selic. Após novembro de 2017, os retornos foram superiores em mais de 12% a taxa básica mensal.

Além de garantir retorno superior ao da taxa de referência, os gestores do FN foram capazes de reduzir significativamente os negócios diretamente com pequenos e médios bancos, alcançando, assim, elevação da nota da meta nº 7.3 do Planejamento Estratégico da DFM. Nesse aspecto, o FN deixou de ter recursos diretamente aplicados do fundo do Banco do Nordeste, Pan, Ourinvest, CCB Brasil, Votorantim, BTG Pactual, Original e Santander. Atualmente, o FN tem seus recursos aplicados diretamente apenas nos seus fundos exclusivos, na Pouplex e na Conta Única do Tesouro.

#### 4.5 Análises das aplicações nos fundos exclusivos

Os fundos exclusivos investem majoritariamente em letras financeiras de bancos e títulos públicos. Considerando-se que os títulos públicos são investimentos considerados de risco próximo de zero, a análise de risco a seguir se restringirá aos ativos alocados as instituições financeiras.

A tabela 2 demonstra na coluna “percentual” como os 53,52% do total dos recursos oriundos do fundo Admiral e Acanthus estão distribuídos proporcionalmente por banco, em setembro de 2020. Na sequência, os bancos têm seus respectivos Índices de Basileia, sua classificação quanto ao risco, segundo as agências de *rating* de referência, e a data em que foram classificados quanto ao risco. Em relação aos demais recursos aplicados dos fundos exclusivos, observa-se que eles estão majoritariamente em títulos públicos.

As classificações “brAAA” e “brAA+”, demonstradas na tabela a seguir, são as mais altas atribuídas em nível nacional pela agência de *rating*. A capacidade do devedor para honrar seus compromissos é avaliada como extremamente forte e muito forte respectivamente.

**Tabela 2 - Planilha de classificação de risco dos bancos que compõe a carteira de ativos dos fundos Admiral e Acanthus em setembro 2020**

Bancos	Percentual	Índice de Basileia	Classificação	Data da nota
ABC BRASIL S.A.	3,23%	15,72%	brAAA	01/09/2020
ALFA DE INVEST.	1,77%	18,73%	-	-
BANCO DO BRASIL	1,42%	18,69%	brAAA	25/08/2020
BNP PARIBAS	2,57%	14,95%	brAAA	09/06/2020
BRDESCO	8,51%	15,04%	brAAA	03/04/2020
BTG PACTUAL	4,10%	19,63%	brAA+	15/07/2020
DAYCOVAL	5,10%	16,74%	brAA+	14/01/2020
GMAC	1,36%	30,46%	-	-
ITAÚ UNIBANCO	1,26%	13,52%	brAAA	10/09/2020
PARANA BCO S.A.	0,63%	23,70%	brAA+	15/01/2020
SAFRA	7,89%	14,55%	brAAA	08/10/2020
SANTANDER	1,85%	14,40%	brAAA	16/09/2020
TOYOTA BRASIL	3,62%	15,53%	brAAA	23/03/2020
VOLKSWAGEN S.A.	1,48%	18,87%	brAAA	03/06/2020
VOTORANTIM	8,74%	14,39%	brAAA	21/10/2020
Total	53,52%			

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados fornecidos pelo BACEN, CVM e S&P

A classificação demonstrada na tabela 2 se refere a nota dada pela agência de riscos. As escalas dos riscos bem como a definição detalhada estão demonstradas no Anexo A e B. Como demonstrado na tabela 2, todos os bancos em que os fundos exclusivos Admiral e Acanthus alocam recursos possuem o Índice de Basileia confortavelmente maior do que o recomendado pelo Banco Central, o que já demonstra certa segurança, com destaque positivo para o grupo GMAC que possui índice de 30,46%.

Assim, observa-se que os fundos dividem suas aplicações em 15 bancos, sendo que três deles - Bradesco, Safra e Votorantim, detêm 25,14% desse capital. Em que pese quase metade dos recursos analisados estarem com apenas três instituições, elas obtiveram excelentes classificações segundo a agência de risco.

Todos os bancos em que os fundos alocaram recursos em setembro de 2020 foram classificados pela agência como extremamente forte ou muito forte a probabilidades de honrarem seus débitos. Os bancos Alfa Investimento e o GMAC não foram avaliados pelas agências e, portanto, não foram atribuídos graus de segurança a essas

organizações; entretanto, as duas só detêm no total 3,13% dos recursos aplicados, dos quais 1,77% representam o percentual alocado aquele e 1,36% a esse banco. Além disso, ambos possuem alto Índice de Basileia.

A ausência de avaliação dos bancos Alfa e GMAC pela agência adotada como referência foi uma limitação apresentada no estudo. Entretanto, destaca-se que a falta de avaliação não possui ligação com o grau de risco, mas sim com diversas outras variáveis, em especial, a relevância dos bancos no mercado financeiro.

Recentemente outra agência de grande relevância no mercado financeiro, após análise do banco Alfa, publicou a seguinte nota:

*O banco tem uma estratégia disciplinada de crescimento orgânico em empréstimos comerciais a grandes e médias empresas e em empréstimos ao consumidor, sob a forma de empréstimos consignados e financiamento de veículos a pessoas físicas de alta renda. A franquia do banco se beneficia de um modelo de negócios que possui gestão integrada, incluindo controles de risco e funções de suporte, mas as operações são segregadas (MOODY'S, 2020).*

Tal avaliação, com alto Índice de Basileia, contribui com a credibilidade perante o mercado.

#### 4.5.1 Carteira hipotética dos fundos Acanthus e Admiral

A carteira hipotética foi montada com o objetivo de demonstrar as alterações feitas na composição dos fundos exclusivos. Os bancos e as respectivas porcentagens são exatamente a soma da composição que havia em ambos os fundos em setembro de 2016. A carteira é detalhada na Tabela 3. Além dos fundos também foi inserido o Índice de Basileia e a classificação real das instituições segundo a agência de risco.

**Tabela 3 - Carteira hipotética fundos exclusivos baseado na carteira dos fundos de setembro de 2016**

Bancos	Percentual	Índice de Basileia	Classificação	Data da nota
ABC-BRASIL	4,84%	15,72%	brAAA	01/09/2020
ALFA DE INVEST.	1,28%	18,73%	-	-
BANIF BCO	0,58%	-	-	-
BC CAIXA GERAL	0,24%	36,76%	brAAA	16/07/2020
BMB	2,05%	18,08%	brBBB+	08/04/2020
BNP	0,82%	14,95%	brAAA	09/06/2020
BRADESCO	8,15%	15,04%	brAAA	03/04/2020
BTG PACTUAL	7,09%	19,63%	brAA+	15/07/2020
CAIXA ECONÔMICA	4,07%	18,63%	brAAA	16/07/2020
CITIBANK	0,75%	17,32%	brAAA	04/12/2019
DAYCOVAL	6,78%	16,74%	brAA+	14/01/2020
FATOR	2,11%	18,63%	brBB	01/04/2020
FIBRA	3,17%	13,50%	brBBB-	13/02/2020
FIDIS DE INVEST.	2,09%	29,77%	-	-
GMAC	0,21%	30,46%	-	-
HAITONG BI	2,55%	20,70%	brAAA	15/10/2020
INDUSTRIAL	3,65%	15,69%	brAA+	30/09/2020
INDUSVAL/VOITER	1,68%	10,82%	brBB-	09/09/2015
PARANA BANCO	4,84%	23,70%	brAA+	15/01/2020
PINE	2,93%	11,28%	brBB-	24/08/2018
SAFRA	0,64%	14,55%	brAAA	08/10/2020
SANTANDER	0,69%	14,40%	brAAA	16/10/2020
SOFISA	4,81%	16,33%	brAA	03/02/2020
VOTORANTIM	7,89%	14,39%	brAAA	21/10/2020
Total	73,92%			

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados fornecidos pelo BACEN, CVM e S&P

Em relação aos 26,08% que não estão apresentados na tabela 3, a maior parte estava atrelada a títulos públicos que, como já mencionado, possuem risco próximo a zero e por isso não será feita sua análise. Já o restante estava destinado a pagamentos de pequenas taxas de custódia e operações compromissadas.

A classificação demonstrada na tabela 3 se refere a nota dada pela agência de riscos. As escalas dos riscos bem como a definição detalhada estão demonstradas no Anexo A e B.

A falta de avaliação do banco Alfa, Banif, Fidis e GMAC foram um ponto limitante dessa análise. Entretanto, a soma dos percentuais dos quatro bancos sem avaliação representa apenas 4,16%. Com exceção do banco Banif, que não atua mais no país, todos os bancos possuem o Índice de Basileia dentro dos padrões. Observa-se o destaque negativo para o banco Pine, que atua muito próximo do limite mínimo aceitável de Basileia.

Na tabela 4, o percentual de recurso e suas respectivas classificações serão somadas e detalhadas de acordo com o risco, tanto

para o recurso atual, como para o recurso hipotético. O objetivo foi verificar se as alterações na composição de bancos que compõe a aplicação de fundos exclusivos trouxeram mais segurança para as atuais aplicações, tendo em vista que a carteira hipotética supõe a existe dos mesmos bancos em mesmos percentuais ao ocorrido em setembro de 2016.

**Tabela 4 - Soma dos riscos Carteira Hipotética e Real**

Rating de crédito em escala nacional

Definição	Categoria	Hipotético 2016	Real 2020
Extremamente forte	brAAA*	30,65%	40,57%
Muito forte	brAA*	27,17%	9,82%
Forte	brA*	-	-
Adequada	brBBB*	5,21%	-
Alto risco	Pouco fraco	brBB*	6,72%
	Fraco	brB*	-
	Vulnerável	brCCC*	-
	Altamente vulnerável	brCC*	-
Altíssimo risco	Crítico	SD e D	-
Total		69,75%	50,39%

\* podem possuir + ou - para demonstrar sua posição relativa dentro de categoria de rating

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados fornecidos pelo BACEN, CVM e S&P

A tabela 4 demonstra que atualmente, baseado na avaliação das agências de rating, os fundos exclusivos estão muito bem posicionado com relação a segurança dos bancos aos quais alocam recursos. Com exceção de 3,13% dos dois bancos que não tiveram avaliação, todos os recursos estão emprestados a instituição que são consideradas excelentes pagadoras.

No cenário hipotético, 6,72% do capital dos fundos estariam alocados a instituições consideradas de Alto Risco – Pouco fraco, que possuem a seguinte descrição:

*Apresenta capacidade de certa forma fraca para honrar seus compromissos financeiros. No momento enfrenta incerteza ou está exposto a condições adversas de negócios, financeiras ou econômica, que poderiam resultar em uma capacidade inadequada por parte do devedor para honrar seus compromissos financeiros (S&P, 2020).*

## 5 CONCLUSÃO

O artigo analisou a influência da taxa básica de juros sobre os investimentos do Fundo Naval. Por possuir um perfil de investimento conservador, o FN se restringe a alguns investimentos atrelados a renda fixa, cujos rendimentos são mais estáveis, quando comparado a renda variável.

O período de pesquisa foi de grandes alterações na taxa da Selic, de setembro de 2016 a setembro de 2020, alcançando a maior queda recente da história da taxa. O FN alcançou a meta estipulada pelo Planejamento Estratégico da DFM em todos os trimestres. Mesmo em níveis de estresse econômico, a rentabilidade depurada a inflação foi positiva no acumulado do período analisado.

Os fundos exclusivos Admiral e Acanthus, no acumulado do período, apresentaram rendimentos sutilmente superiores à taxa básica de juros, enquanto a aplicação na Poupefix rendeu 100% do CDI.

As movimentações de recursos entre as opções de investimentos praticadas pelo FN se mostraram acertada, propiciando rendimentos elevados, quando comparados a taxa Selic, com o risco muito baixo. Em especial, a migração dos investimentos para a Conta Única do Tesouro (APLICAFIN), demonstrou excelente retorno frente a taxa básica de juros, em função de significativo percentual alocado a taxas prefixadas, acordadas antes do período estudado.

Os bancos em que os fundos exclusivos alocam recursos, no mês mais recente do

estudo, possuem altíssimo grau de segurança. Quando comparado com a carteira hipotética, verificou-se que, mesmo com a redução dos bancos, houve um aumento significativo da qualidade das instituições que compõem a atual carteira.

Tendo em consideração que a Dívida Pública Mobiliária Interna é capaz de atribuir rentabilidades elevadas a CTU e, consequentemente, aos recursos alocados pelo FN com a utilização do APLICAFIN, sugere-se que, para estudos futuros, a realização de uma análise sobre o comportamento de sua rentabilidade, no decorrer de sua existência, bem como prospecções futuras.

No mesmo sentido, em que pese o FN seja conservador, recomenda-se a realização de estudos que avaliem o custo de oportunidade de efetuar pequenos percentuais de investimentos em renda variável, especialmente em períodos de baixa da rentabilidade dos juros reais no país.

## REFERÊNCIA

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL(BACEN). **Regime de metas para inflação no Brasil**. Brasília, 2016. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/Documents/publicacoes/serie\\_pmf/FAQ%2010Regime%20de%20Metas%20para%20a%20Infla%C3%A7%C3%A3o%20no%20Brasil.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/Documents/publicacoes/serie_pmf/FAQ%2010Regime%20de%20Metas%20para%20a%20Infla%C3%A7%C3%A3o%20no%20Brasil.pdf). Acesso em: 27 out. 2020.

BRASIL, Ministério de estado da fazenda. **Portaria MF nº 345 de 1998**. Autoriza os fundos que menciona a aplicarem no mercado financeiro. Brasil, 1998. Disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=26888&visao=anotado>. Acesso em: 26 out. 2020.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Notas da 210ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília: 2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/copom/not20171025210.pdf>. Acesso em: 23 out. 2020

BRASIL. **Decreto nº 3.088/1999**. Estabelece a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. Brasília: Presidência da República,

1999. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/d3088.htm#:~:text=DECRETO%20No%203.088%2C%20DE%2021%20DE%20JUNHO%20DE%201999.&text=Estabelece%20a%20sistem%C3%A1tica%20de%2022metas,vista%20o%20disposto%20no%20art](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3088.htm#:~:text=DECRETO%20No%203.088%2C%20DE%2021%20DE%20JUNHO%20DE%201999.&text=Estabelece%20a%20sistem%C3%A1tica%20de%2022metas,vista%20o%20disposto%20no%20art). Acesso em: 18 out. 2020.

BRASIL. Decreto nº 46.429 de 1959. Aprova o Regulamento para o Fundo Naval. Rio de Janeiro: Presidência da República, 1959. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/1950-1969/D46429.htm#:~:text=DECRETO%20No%2046.429%20DE,%2C%20inciso%201%2C%20da%20Constitui%C3%A7%C3%A3o%2C&text=1%C2%BA%20Fica%20aprovado%20o%20Regulamento,Ministro%20de%20Estado%20da%20Marinha](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/1950-1969/D46429.htm#:~:text=DECRETO%20No%2046.429%20DE,%2C%20inciso%201%2C%20da%20Constitui%C3%A7%C3%A3o%2C&text=1%C2%BA%20Fica%20aprovado%20o%20Regulamento,Ministro%20de%20Estado%20da%20Marinha). Acesso em: 25 out. 2020

BRASIL. Marinha do Brasil. Secretaria Geral da Marinha. **SGM-301**: normas sobre Administração Financeira e Contabilidade. 7 Rev. Brasília, 2014.

BRASIL. Ministério da Economia. **Dívida Pública Federal**: Relatório Anual 2019.1, nº17. Ministério da Economia, Secretaria Especial de Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília, 2020

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do tesouro nacional. **Manual SADIPEM Sistema de Análise da Dívida Pública, Operações de Crédito e Garantias da União, Estados e Municípios**. Versão 2018.8.17. Brasília, 2018. Disponível em: [https://conteudo.tesouro.gov.br/manuais/index.php?option=com\\_content&view=article&id=1541:020305-conta-unica-do-tesouro-nacional&catid=749&Itemid=376#:~:text=2.1%20A%20CONTA%20C3%9ANICA%20do,ao%20SIAFI%20em%20conta%20unificada](https://conteudo.tesouro.gov.br/manuais/index.php?option=com_content&view=article&id=1541:020305-conta-unica-do-tesouro-nacional&catid=749&Itemid=376#:~:text=2.1%20A%20CONTA%20C3%9ANICA%20do,ao%20SIAFI%20em%20conta%20unificada). Acesso em: 25 out 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Inflação**. Brasil, 2020. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/explica/inflacao.php#:~:text=Infla%C3%A7%C3%A3o%20%C3%A9%20o%20nome%20dado,governo%20federal%2C%20e%20o%20INPC>. Acesso em: 28 out. 2020.

MOODY'S. **Atualização de Análise de Crédito**. Brasil, 2020.

PERLIN, M.S. **Poupando e Investindo em Renda Fixa**: Uma abordagem Baseada em Dados. Editora: Agência Brasileira do ISBN, 2019.

PRODANOV, C.C.; FREITAS, C.F. **Metodologia do trabalho científico**: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico. 2.ed. Novo Hamburgo: Feevale, 2013.

REIS.T. **Entenda o papel das agências de rating na classificação de riscos do mercado**. Brasil, 2018. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/agen-cias-de-rating/>. Acesso em: 20 out. 2020.

REIS.T. **Taxa livre de risco: como utilizar essa taxa para avaliar investimentos**. Brasil, 2019. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/taxa-livre-de-risco/>. Acesso em: 28 out. 2020.

RISKBANK, Sistema de classificação de risco bancário. **Metodologia e critério de avaliação de risco bancário**. São Paulo, 2019. Disponível em: <https://www.riskbank.com.br/uploads/estaticos/MetodologiaCompleta.pdf?date=20190823>. Acesso em: 26 out 2020.

ROSS, S.A; WESTERFIELD, R.W; JORDAN, B.D. **Fundamentos da Administração Financeira**. 9 ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

STANDARD & POOR'S. **Ratings de Crédito nas Escalas**. New York, 2014. Disponível em: [https://www.standardandpoors.com/pt\\_LA/delegate/getPDF?articleId=1498613&type=COMMENTS&subType=REGULATORY](https://www.standardandpoors.com/pt_LA/delegate/getPDF?articleId=1498613&type=COMMENTS&subType=REGULATORY). Acesso em: 20 out. 2020.

STANDARD & POOR'S. **Definições de Rating da S&P Global Rating**. New York, 2020.

## ANEXO A

## Ratings de crédito de emissor de longo prazo nas escladas nacionais

<b>Categoria</b>	<b>Definição</b>
xxAAA	Um devedor avaliado em 'xxAAA' apresenta capacidade extremamente forte para honrar seus compromissos financeiros em relação a outros devedores nacionais. 'xxAAA' é o rating de crédito de emissor mais alto atribuído em uma escala nacional da S&P Global Ratings.
xxAA	Um devedor avaliado em 'xxAA' difere ligeiramente dos devedores com rating mais alto, apresentando capacidade muito forte para honrar seus compromissos financeiros em relação àquele de outros devedores nacionais.
xxA	Um devedor avaliado em 'xxA' é de certa forma mais suscetível aos efeitos adversos de mudanças nas circunstâncias e nas condições econômicas do que os devedores com ratings mais altos. Ainda assim, o devedor apresenta capacidade forte para honrar seus compromissos financeiros em relação à de outros devedores nacionais.
xxBBB	Um devedor avaliado em 'xxBBB' apresenta capacidade adequada para honrar seus compromissos financeiros em comparação com outros devedores nacionais. No entanto, condições econômicas adversas ou mudanças nas circunstâncias têm maior probabilidade de enfraquecer a capacidade do devedor para honrar seus compromissos financeiros.
xxBB; xxB; xxCCC e xxCC	Os devedores avaliados em 'xxBB', 'xxB', 'xxCCC' ou 'xxCC' na escala de ratings de crédito nacionais da S&P Global Ratings são considerados como de alto risco em relação a outros devedores nacionais. Embora esses devedores provavelmente apresentem algumas características de qualidade e de proteção, estas podem ser contrabalançadas por grandes incertezas ou maior exposição a condições adversas em relação às de outros devedores nacionais.
xxBB	Um devedor avaliado em 'xxBB' apresenta capacidade de certa forma fraca para honrar seus compromissos financeiros, embora menos vulnerável do que à de outros devedores nacionais com ratings mais baixos. No entanto, no momento enfrenta incertezas ou está exposto a condições adversas de negócios, financeiras ou econômicas, que poderiam resultar em uma capacidade inadequada por parte do devedor para honrar seus compromissos financeiros.
xxB	Um devedor avaliado em 'xxB' é mais vulnerável do que os devedores com rating 'xxBB'. O devedor atualmente apresenta capacidade fraca para honrar seus compromissos financeiros em relação a outros devedores nacionais. Condições de negócios, financeiras ou econômicas adversas provavelmente prejudicariam a capacidade ou a disposição do devedor para honrar seus compromissos financeiros.
xxCCC	Um devedor avaliado em 'xxCCC' está atualmente vulnerável em relação a outros devedores nacionais e depende de condições favoráveis de negócios e financeiras para honrar seus compromissos financeiros.
xxCC	Um devedor avaliado em 'xxCC' está atualmente altamente vulnerável a não honrar (entrar em <i>default</i> ) em seus compromissos financeiros em relação a outros devedores nacionais. O rating 'xxCC' é utilizado quando o <i>default</i> ainda não ocorreu, mas a S&P Global Ratings espera que seja praticamente certo, independentemente do tempo estimado para que se concretize.
SD e D	Um devedor é avaliado em 'SD' ( <i>default</i> seletivo) ou 'D' se a S&P Global Ratings considera que esteja em <i>default</i> em uma ou mais de suas obrigações financeiras, de longo ou curto prazo, avaliadas ou não, excluindo-se os instrumentos híbridos classificados como capital regulatório ou em não pagamento, de acordo com os termos da obrigação. Um rating 'D' é atribuído quando a S&P Global Ratings acredita que o <i>default</i> será geral e que o devedor não conseguirá pagar nenhuma, ou praticamente nenhuma, de suas obrigações de dívida no vencimento. Um rating 'SD' é atribuído quando a S&P Global Ratings acredita que o devedor entrou seletivamente em <i>default</i> em uma emissão específica ou classe de obrigações, mas continuará honrando tempestivamente suas obrigações de pagamento relativas a outras emissões ou classes de obrigações. O rating de um devedor é rebaixado para 'D' ou 'SD' em decorrência de uma reestruturação de dívida <i>distressed</i> .

## ANEXO B

Prefixo dos *ratings* de crédito nas escalas nacionais/regionais

<b>Nome da Escala</b>	<b>Prefixo</b>	<b>Países</b>
Escala Nacional da Argentina	ra	Argentina
Escala Nacional Brasil	br	Brasil
Escala Nacional do Canadá	sem prefixo	Canadá
Escala Nacional CaVal (México)	mx	México
Escala Regional do Conselho de Cooperação do Golfo	gc	Bahrein, Kuwait, Omã, Qatar, Arábia Saudita e Emirados Árabes Unidos
Escala Nacional do Cazaquistão	kz	Cazaquistão
Escala Nacional Maalot (Israel)	il	Israel
Escala Nacional da Nigéria	ng	Nigéria
Escala Regional Nórdica	sem prefixo	Dinamarca, Finlândia, Suécia
Escala Nacional da Rússia	ru	Rússia
Escala Nacional da África do Sul	za	África do Sul
Escala Nacional da Taiwan Ratings	tw	Taiwan
Escala Nacional da Turquia	tr	Turquia
Escala Nacional da Ucrânia	ua	Ucrânia
Escala Nacional do Uruguai	uy	Uruguai