

Cenários e precificação dos juros futuros de curto prazo

Sérgio Goldenstein

01/04/2021

Nas últimas semanas, a curva de juros se deslocou para cima como consequência da decisão do Copom, na reunião realizada em 17/03, de aumentar a taxa Selic em 0,75 p.p. para 2,75% e também do agravamento dos riscos fiscais. As comunicações oficiais do Banco Central sinalizam uma nova alta de 75 bps na reunião que ocorrerá em 05/05. Apesar disso, o preço de ajuste do vencimento do DI futuro junho/21 embutia, no dia 01/04, uma precificação de 87 bps. Na mesma direção, apesar da menção a uma normalização parcial da política monetária, o que significaria uma taxa Selic ao final do ciclo em patamar estimulativo (abaixo da taxa neutra), o DI futuro janeiro/22 incorporava uma taxa Selic entre 6,25% e 6,5% no fim de 2021. Há discrepância de opiniões tanto com relação ao ritmo de ajuste quanto à taxa Selic no final do ciclo. O objetivo deste relatório é apresentar simulações para a precificação da curva de juros de curto prazo (até o vencimento janeiro/22) sob diversos cenários para a trajetória da taxa Selic ao longo de 2021.

Utilizando os preços de 01/04 como base, são calculados, para cada vértice (julho/21, outubro/21 e janeiro/22), o que seria o CDI acumulado anualizado do período ("CDI estimado") e comparado com os respectivos vencimentos de DI futuro (taxas de ajuste em 01/04/2021). Assim, buscam-se identificar ganhos/perdas potenciais de posições na curva de juros futuros (admitindo-se prêmio de risco nulo).

A título de ilustração, a Tabela 1 mostra uma simulação de quais seriam as taxas "justas" (CDI estimado) no mercado de DI futuro num cenário em que o Copom promovesse mais duas altas de 75 bps da taxa Selic seguidas de três de 50 bps. A taxa Selic efetiva alcançaria 5,65% (ante 2,65% atualmente), sendo que as taxas "justas" dos DI jul/21, out/21 e jan/22 seriam de, respectivamente, 3,24%, 3,89% e 4,42%. Para o vértice jan/22, por exemplo, observa-se uma diferença de 21 bps em relação à sua taxa de ajuste em 26/03 (4,63% - 4,42%). Portanto, caso o mercado passasse a precificar exatamente esse cenário, o ganho potencial de uma posição aplicada no DI jan/22 seria de 21 bps (lembrando sempre que todas as simulações consideram prêmio de risco igual a zero).



Tabela 1 – Exemplo de cálculo do CDI estimado com base em decisões do Copom

01/04/2021	DI futuro	COPOM	Simulação	Taxa Selic	CDI estimado
03/05/2021	2,66	22/abr/21		2,65%	2,65%
01/06/2021	3,02	06/mai/21	0,75%	3,40%	2,98%
01/07/2021	3,30	17/jun/21	0,75%	4,15%	3,24%
02/08/2021	3,57	15/jul/21		4,15%	3,48%
01/09/2021	3,82	05/ago/21	0,50%	4,65%	3,71%
01/10/2021	4,04	23/set/21	0,50%	5,15%	3,89%
01/11/2021	4,22	28/out/21	0,50%	5,65%	4,06%
01/12/2021	4,39	18/nov/21		5,65%	4,25%
03/01/2022	4,63	09/dez/21		5,65%	4,42%

* CDI estimado e taxas de ajuste do DI futuro em 01/04/2021.
 Fonte: Elaboração própria com base em dados da Refinitiv.

São apresentadas na página seguinte, na Tabela 2, simulações relativas à evolução da taxa Selic para as seis reuniões restante até o final do ano, calculando-se o DI futuro “justo” (CDI estimado), divididas em três grupos (cenários *dovish*, base e *hawkish*). Naturalmente, é muito maior o número de combinações envolvendo a trajetória da política monetária, mas as simulações aqui apresentadas permitem uma boa avaliação da existência ou não de prêmios ao longo da curva de juros. Para um melhor entendimento, vamos examinar uma das simulações da Tabela 2, no caso a de número 6:

	DI Jul/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Out/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan22	CDI est.	Dif. (bps)
SIMULAÇÃO 6 SELIC DE 5,50% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (4 x 50)	3,30%	3,20%	10	4,04%	3,74%	30	4,63%	4,24%	39

O exemplo acima apresenta um cenário em que a taxa Selic chegaria em 5,50% no fim de 2021, após uma elevação de 75 bps em maio seguida de quatro altas de 50 bps. Com isso, o CDI estimado do vencimento jul/21 seria de 3,20%, representando uma diferença de 10 bps com relação à taxa de ajuste deste vértice em 01/04, que foi de 3,30%. Já para o vencimento jan/22, a taxa estimada seria de 4,24%, ante taxa de ajuste de 4,63%. Nesse caso, o ganho potencial de uma posição aplicada seria de 39 bps (4,63% – 4,24%).



Tabela 2 – Simulações de DI futuro com base em decisões do Copom

CENÁRIOS DOVISH

	DI Jul/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Out/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan22	CDI est.	Dif. (bps)
SIMULAÇÃO 1 SELIC DE 4,00% NO FIM DE 2021 (2 x 50) + (1 x 25)	3,30%	3,04%	26	4,04%	3,43%	61	4,63%	3,59%	104
SIMULAÇÃO 2 SELIC DE 4,25% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (3 x 25)	3,30%	3,16%	14	4,04%	3,50%	54	4,63%	3,72%	91
SIMULAÇÃO 3 SELIC DE 4,75% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (5 x 25)	3,30%	3,16%	14	4,04%	3,50%	54	4,63%	3,80%	83
SIMULAÇÃO 4 SELIC DE 4,75% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (2 x 50) + (1 x 25)	3,30%	3,20%	10	4,04%	3,73%	31	4,63%	4,03%	60

CENÁRIOS BASE

	DI Jul/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Out/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan22	CDI est.	Dif. (bps)
SIMULAÇÃO 5 SELIC DE 5,00% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (3 x 50)	3,30%	3,20%	10	4,04%	3,74%	30	4,63%	4,12%	51
SIMULAÇÃO 6 SELIC DE 5,50% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (4 x 50)	3,30%	3,20%	10	4,04%	3,74%	30	4,63%	4,24%	39
SIMULAÇÃO 7 SELIC DE 5,50% NO FIM DE 2021 (3 x 75) + (1 x 50)	3,30%	3,24%	6	4,04%	3,96%	8	4,63%	4,44%	19
SIMULAÇÃO 8 SELIC DE 6,00% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (5 x 50)	3,30%	3,20%	10	4,04%	3,74%	30	4,63%	4,28%	35
SIMULAÇÃO 9 SELIC DE 6,00% NO FIM DE 2021 (3 x 75) + (2 x 50)	3,30%	3,24%	6	4,04%	3,96%	8	4,63%	4,55%	8

CENÁRIOS HAWKISH

	DI Jul/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Out/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan22	CDI est.	Dif. (bps)
SIMULAÇÃO 10 SELIC DE 6,50% NO FIM DE 2021 (5 x 75)	3,30%	3,24%	6	4,04%	3,98%	6	4,63%	4,70%	-7
SIMULAÇÃO 11 SELIC DE 6,75% NO FIM DE 2021 (1 x 100) + (4 x 75)	3,30%	3,40%	-10	4,04%	4,18%	-14	4,63%	4,92%	-29
SIMULAÇÃO 12 SELIC DE 6,75% NO FIM DE 2021 (2 x 100) + (4 x 50)	3,30%	3,44%	-14	4,04%	4,24%	-20	4,63%	4,86%	-23
SIMULAÇÃO 13 SELIC DE 7,00% NO FIM DE 2021 (4 x 100) + (1 x 25)	3,30%	3,44%	-14	4,04%	4,42%	-38	4,63%	5,21%	-58

* CDI estimado e taxas de ajuste do DI futuro em 01/04/2021.

Fonte: Elaboração própria com base em dados da Refinitiv.

Os cenários *dovish* abrangem 4 simulações, começando com a hipótese de redução do ritmo de ajuste para 50 bps na reunião de maio (Simulação 1, com Selic de 4,0% no fim do ano) até a Simulação 4, que incorpora mais uma alta de 75 bps da taxa básica de juros seguida de duas de 50 e uma de 25 bps (Selic de 4,75%). Nesses cenários, todos os vértices apresentam prêmios em comparação às taxas de ajuste de 01/04, variando de 10 bps no DI jul/21 até 104 bps no DI jan/22. Verifica-se ainda a importância do ritmo de ajuste monetário. As Simulações 3 e 4 apresentam a mesma taxa Selic final (4,75%), mas a desaceleração do ritmo para 25 bps em junho (Simulação 3) proporcionaria um ganho de 83 bps para uma posição aplicada no DI jan/22, ante 60 bps no caso de ritmo de 50 bps nas reuniões de junho e agosto (Simulação 4).

Os cenários denominados como **base** (Simulações 5 a 9) resultam em taxa Selic terminal entre 5,0% e 6,0%. Em todos os casos, o BC repetiria o ajuste de 75 bps na reunião de maio, conforme sinalizado no comunicado da última reunião do Copom, mas as simulações se diferenciam pelo ritmo dos ajustes subsequentes e pela taxa Selic final. Verifica-se a existência de prêmios em todos os vértices. A Simulação 5 (uma alta de 75 bps, seguida de três de 50 bps, e Selic terminal de 5,0%) revela um prêmio de 51 bps para o DI jan/22. Cabe destacar as Simulações 6 a 8, pois envolvem taxa Selic terminal de 5,5% ou 6,0% em 2021, ou seja, um ajuste da política monetária de forma mais intensa do que a incorporada no cenário básico do Copom para 2022, que considera taxa Selic de 4,5% no fim de 2021 e de 5,5% no fim de 2022. Como a projeção para o IPCA situou-se em 3,5%, segundo a ata do Copom, essas simulações acarretariam projeção da inflação abaixo da meta no próximo ano, em dissonância com o regime de metas. Por fim, mesmo na simulação mais dura dentre aquelas do cenário base (Simulação 9, com mais 3 elevações de 75 bps sucedidas por 2 de 50 bps e taxa Selic terminal de 6,0%), verifica-se a existência de prêmios levemente positivos em todos os vencimentos. Vale lembrar que o comunicado do Copom mencionou o início de um processo de normalização parcial. Em outras palavras, a mensagem é que ciclo de ajuste deve terminar com a taxa Selic abaixo da chamada "taxa neutra", ou seja, em patamar ainda estimulativo, o que seria provavelmente abaixo de 6,5%.¹

Os cenários *hawkish* envolvem taxa Selic de, no mínimo, 6,5% no fim de 2021. Na Simulação 10 (com 5 altas de 75 bps), as taxas estimadas para os vértices ficam próximas às taxas de ajuste (ganho de 6 bps nos DI jul/21 e out/21 e perda de 7 bps no DI jan/22). Já nas Simulações 11 e 12

[Reunião do Copom de 17/03/2021 - OHMRESEARCH](#)



(taxa Selic final de 6,75%), as perdas variam entre 10 bps no jul/22 e 29 bps no jan/22. Na Simulação 13, que pode ser enquadrada como um cenário de *stress*, com mais 4 elevações de 100 bps e uma final de 25 bps (Selic de 7,0%), as perdas seriam maiores, sendo 58 bps no DI jan/22.

Para concluir, pode-se dizer que as simulações apresentadas neste relatório confirmam que há uma assimetria interessante para posições aplicadas na parte curta da curva de juros. No dia 01/04, a precificação era de alta de 87 bps para a reunião do Copom de maio e meta Selic no fim de 2021 entre 6,25% e 6,5%. Essa trajetória é mais agressiva do que a necessária para que o IPCA de 2022 convirja para a meta de inflação. Além disso, conforme sinalizado na ata do Copom e na entrevista do presidente do BC na divulgação do Relatório Trimestral de Inflação, em 25/03, avaliamos que a probabilidade de alta de 75 bps em maio é bem maior do que a de aceleração do ritmo para 100 bps.

