

## Cenários e precificação dos juros futuros de curto prazo

Sérgio Goldenstein

16/04/2021

Após a reunião do Copom em 17/03, a curva de juros se deslocou para cima. Ao longo dos últimos dias, porém, houve certa descompressão dos prêmios. Para tal, contribuíram o cenário externo mais favorável, o recuo da taxa de câmbio para um patamar um pouco abaixo de R\$ 5,60, o aumento da percepção que a curva de juros já incorporava prêmios de risco não desprezíveis, a posição técnica mais favorável (após a redução de posições alavancadas no mercado de juros futuros), a manutenção do discurso do BC de ajuste de 75 bps no próximo Copom, a desaceleração da inflação nas coletas de preços e o esvaziamento da alternativa de decretação de estado de calamidade (o que seria bem negativo para as contas públicas). Apesar do fechamento da curva de juros, há ainda alguma “gordura” a ser queimada. O DI futuro janeiro/22 incorporava uma taxa Selic de 6,25% no fim de 2021, ou seja, muito próxima à taxa neutra. 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 16/04 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”), comparando-os aos respectivos vencimentos de DI futuro. 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 e 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, 3,36%, 3,99% e 4,52%. Para o vértice jan/22, por exemplo, observa-se uma diferença de 13 bps em relação à sua taxa de ajuste em 16/04 (4,65% - 4,52%). Portanto, caso o mercado passasse a precificar exatamente esse cenário, o ganho potencial de uma posição aplicada no DI jan/22 seria de 13 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

16/04/2021	DI futuro	COPOM	Simulação	Taxa Selic	CDI estimado
03/05/2021	2,66			2,65%	2,65%
01/06/2021	3,12	06/mai/21	0,75%	3,40%	3,08%
01/07/2021	3,39	17/jun/21	0,75%	4,15%	3,36%
02/08/2021	3,65			4,15%	3,59%
01/09/2021	3,91	05/ago/21	0,50%	4,65%	3,82%
01/10/2021	4,13	23/set/21	0,50%	5,15%	3,99%
01/11/2021	4,31	28/out/21	0,50%	5,65%	4,17%
01/12/2021	4,44			5,65%	4,35%
03/01/2022	4,65	09/dez/21		5,65%	4,52%

\* CDI estimado e taxas de ajuste do DI futuro em 16/04/2021.

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, a de número 6:

#### CENÁRIOS BASE

	DI Jul/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Out/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan22	CDI est.	Dif. (bps)
<b>SIMULAÇÃO 6</b> SELIC DE 5,50% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (4 x 50)	3,39%	3,31%	8	4,13%	3,83%	30	4,65%	4,33%	32

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 e mais quatro altas de 50 bps. Com isso, o CDI estimado do vencimento jul/21 seria de 3,31%, representando uma diferença de 8 bps com relação à taxa de ajuste deste vértice em 16/04, que foi de 3,39%. Já para o vencimento jan/22, a taxa estimada seria de 4,33%, ante taxa de ajuste de 4,65%. Nesse caso, o ganho potencial de uma posição aplicada seria de 32 bps (4,65% – 4,33%).

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)
<b>SIMULAÇÃO 1</b> SELIC DE 4,00% NO FIM DE 2021 (2 x 50) + (1 x 25)	3,39%	3,12%	27	4,13%	3,50%	63	4,65%	3,64%	101
<b>SIMULAÇÃO 2</b> SELIC DE 4,25% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (3 x 25)	3,39%	3,26%	13	4,13%	3,57%	56	4,65%	3,78%	87
<b>SIMULAÇÃO 3</b> SELIC DE 4,75% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (5 x 25)	3,39%	3,26%	13	4,13%	3,57%	56	4,65%	3,86%	79
<b>SIMULAÇÃO 4</b> SELIC DE 4,75% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (2 x 50) + (1 x 25)	3,39%	3,31%	8	4,13%	3,82%	31	4,65%	4,11%	54

**CENÁRIOS BASE**

	DI Jul/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Out/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan22	CDI est.	Dif. (bps)
<b>SIMULAÇÃO 5</b> SELIC DE 5,00% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (3 x 50)	3,39%	3,31%	8	4,13%	3,83%	30	4,65%	4,20%	45
<b>SIMULAÇÃO 6</b> SELIC DE 5,50% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (4 x 50)	3,39%	3,31%	8	4,13%	3,83%	30	4,65%	4,33%	32
<b>SIMULAÇÃO 7</b> SELIC DE 5,75% NO FIM DE 2021 (2 x 75) + (3 x 50)	3,39%	3,36%	3	4,13%	3,99%	14	4,65%	4,52%	13
<b>SIMULAÇÃO 8</b> SELIC DE 6,00% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (5 x 50)	3,39%	3,31%	8	4,13%	3,83%	30	4,65%	4,38%	27
<b>SIMULAÇÃO 9</b> SELIC DE 6,00% NO FIM DE 2021 (3 x 75) + (2 x 50)	3,39%	3,36%	3	4,13%	4,08%	5	4,65%	4,66%	-1

**CENÁRIOS HAWKISH**

	DI Jul/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Out/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan22	CDI est.	Dif. (bps)
<b>SIMULAÇÃO 10</b> SELIC DE 6,50% NO FIM DE 2021 (5 x 75)	3,39%	3,36%	3	4,13%	4,09%	4	4,65%	4,82%	-17
<b>SIMULAÇÃO 11</b> SELIC DE 6,75% NO FIM DE 2021 (1 x 100) + (4 x 75)	3,39%	3,54%	-15	4,13%	4,31%	-18	4,65%	5,05%	-40
<b>SIMULAÇÃO 12</b> SELIC DE 6,75% NO FIM DE 2021 (2 x 100) + (4 x 50)	3,39%	3,59%	-20	4,13%	4,37%	-24	4,65%	4,99%	-34
<b>SIMULAÇÃO 13</b> SELIC DE 7,00% NO FIM DE 2021 (4 x 100) + (1 x 25)	3,39%	3,59%	-20	4,13%	4,57%	-44	4,65%	5,35%	-70

\* CDI estimado e taxas de ajuste do DI futuro em 16/04/2021.

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 16/04, variando de 8 bps no DI jul/21 até 101 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 79 bps para uma posição aplicada no DI jan/22, ante 54 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 Copom repetiria o ajuste de 75 bps na reunião de maio, conforme sinalizado de forma reiterada pelo BC, 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, com exceção da Simulação 9. A Simulação 5 (uma alta de 75 bps, seguida de três de 50 bps, e Selic terminal de 5,0%) revela um prêmio de 45 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 a estimativa do IPCA em 2022, que considerou 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. Por fim, a simulação mais agressiva dentre aquelas dos cenários base (Simulação 9, com mais 3 elevações de 75 bps sucedidas por 2 de 50 bps e taxa Selic terminal de 6,0%) apresenta prêmios próximos a zero. Vale lembrar que o 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 abaixo de 6,5%.<sup>1</sup>

Os cenários *hawkish* envolvem taxa Selic de, no mínimo, 6,5% no fim de 2021. Na Simulação 10 (5 altas de 75 bps), as taxas estimadas mostram uma perda de 17 bps para o vértice jan/22 e pequenos ganhos para os vértices mais curtos (3 bps no jul/21 e 4 bps no out/21). Já nas simulações 11 e 12 (taxa Selic final de 6,75%), as perdas variam entre 15 bps no jul/22 e 40 bps no jan/22. Na Simulação

---

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



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 70 bps no DI jan/22.

Para concluir, pode-se dizer que as simulações apresentadas neste relatório apontam que diminuiu a assimetria positiva para posições aplicadas na parte curta da curva de juros, tendo em vista o recente fechamento das taxas. No dia 16/04, a precificação era de alta de 82 bps para a reunião do Copom de maio (chegou a superar 100 bps na última semana de março) e meta Selic no fim de 2021 de 6,25%. Essa trajetória, porém, continua sendo mais agressiva do que a necessária para que o IPCA de 2022 convirja para a meta de inflação. As simulações mostram a importância do ritmo de ajuste da política monetária. Caso se avalie que o Copom manterá o ritmo de 75 bps por, no máximo, duas reuniões (maio e junho), reduzindo depois o passo para 50 bps ou 25 bps, o segmento curto da curva de juros ainda revelaria prêmios interessantes. Consideramos que essa é a maior probabilidade, pois os choques de oferta tendem a se dissipar (devido aos patamares já alcançado pela taxa de câmbio e pelos preços das *commodities*), e ao mesmo tempo, o agravamento da pandemia, a piora dos indicadores de confiança, as condições financeiras mais apertadas e a fraqueza do mercado de trabalho (formal e informal) representam riscos baixistas importantes para a atividade e tendem a retardar o processo de fechamento do hiato do produto, o que deve levar a política monetária a se manter no terreno expansionista por um período longo. O maior risco para a curva de juros permanece sendo a deterioração do quadro político e fiscal.

