

Cenários e precificação dos juros futuros de curto prazo

Sérgio Goldenstein

14/05/2021

Ao longo da última semana, a curva de juros doméstica voltou a se deslocar para cima. Contribuíram para isso o aumento da preocupação com a inflação global e no país, as revisões altistas para o PIB de 2021 e um discurso de um dirigente do Banco Central, na sexta-feira, visto como mais *hawkish* por diversos analistas. Vale ressaltar que o mercado de juros chegou a apresentar alguma descompressão de prêmios no dia 11/05, quando a ata do Copom explicitou que elevar os juros de forma ininterrupta até a taxa neutra (que seria uma taxa Selic na casa de 6,5%) acarretaria projeções de inflação para 2022 consideravelmente abaixo da meta de inflação. Com base nos preços de ajuste de 14/05, o mercado de DI futuro precificava alta de 79 bps da taxa básica de juros para a reunião de junho, com a meta Selic situando-se em 6,5% no fechamento de 2021 e em torno de 8,25% no fim do 1º semestre de 2022 e de 9,0% no final de 2022. Trata-se, assim, de uma trajetória bem acima da mediana observada na pesquisa Focus com os economistas de mais de 100 instituições. Adicionalmente, representaria uma normalização total da política monetária já em 2021 e uma taxa Selic contracionista a partir do próximo ano.

O objetivo deste relatório é apresentar simulações para a precificação da curva de juros de curto prazo (até o vencimento julho/22) sob diversos cenários para a trajetória da taxa Selic ao longo de 2021. Utilizando os preços de 14/05 como base, são calculados, para cada vértice (outubro/21, janeiro/22 e julho/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 ou 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 uma de 50 bps. A taxa Selic efetiva alcançaria 5,40% (ante 3,40% atualmente), sendo que as taxas "justas" dos DI out/21, jan/22 e out/22 seriam de, respectivamente, 4,31%, 4,73% e 5,02%. Para o vértice jul/22, por exemplo, observa-se uma diferença de 98 bps em relação à sua taxa de ajuste em 14/05 (6,00% - 5,02%). Portanto, caso o mercado passasse a precificar exatamente esse cenário, o ganho potencial de uma posição aplicada no DI jul/22 seria de 98 bps (lembrando 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

14/05/2021	DI futuro	Copom	Simulação	Taxa Selic	CDI estimado
01/06/2021	3,40			3,40%	3,40%
01/07/2021	3,64	17/jun/21	0,75%	4,15%	3,63%
02/08/2021	3,86			4,15%	3,84%
01/09/2021	4,12	05/ago/21	0,75%	4,90%	4,11%
01/10/2021	4,32	23/set/21	0,50%	5,40%	4,31%
01/11/2021	4,52	28/out/21	0,00%	5,40%	4,49%
01/12/2021	4,73			5,40%	4,62%
03/01/2022	4,95	09/dez/21	0,00%	5,40%	4,73%
01/07/2022	6,00			5,40%	5,02%

* CDI estimado e taxas de ajuste do DI futuro em 14/05/2021.
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 cinco 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 realizadas permitem uma boa avaliação da existência ou não de prêmios na curva de juros. Para um melhor entendimento, vamos examinar uma das simulações da Tabela 2, a de número 4:

	DI Out/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan/22	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jul22	CDI est.	Dif. (bps)
SIMULAÇÃO 4 SELIC DE 5,50% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (2 x 50) + (1 x 25)	4,32%	4,21%	11	4,95%	4,64%	31	6,00%	4,97%	103

O exemplo acima mostra um cenário em que a meta Selic chegaria em 5,50% no fim de 2021, após uma elevação de 75 bps em junho seguida de duas altas de 50 bps e uma de 25 bps. Com isso, o CDI estimado do vencimento out/21 seria de 4,21%, representando uma diferença de 11 bps com relação à taxa de ajuste deste vértice em 14/05, que foi de 4,32%. Já para o vencimento jul/22, a taxa estimada seria de 4,97%, ante taxa de ajuste de 6,00%. Nesse caso, o ganho potencial de uma posição aplicada seria de 103 bps (6,00% – 4,97%).

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

CENÁRIOS DOVISH

	DI Out/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan/22	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jul22	CDI est.	Dif. (bps)
SIMULAÇÃO 1 SELIC DE 4,25% NO FIM DE 2021 (1 x 50) + (1 x 25)	4,32%	3,88%	44	4,95%	3,99%	96	6,00%	4,06%	194
SIMULAÇÃO 2 SELIC DE 4,75% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (2 x 25)	4,32%	4,09%	23	4,95%	4,31%	64	6,00%	4,46%	154
SIMULAÇÃO 3 SELIC DE 5,25% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (2 x 50)	4,32%	4,21%	11	4,95%	4,58%	37	6,00%	4,82%	118

CENÁRIOS BASE

	DI Out/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan/22	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jul22	CDI est.	Dif. (bps)
SIMULAÇÃO 4 SELIC DE 5,50% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (2 x 50) + (1 x 25)	4,32%	4,21%	11	4,95%	4,64%	31	6,00%	4,97%	103
SIMULAÇÃO 5 SELIC DE 5,75% NO FIM DE 2021 (1 x 75) + (3 x 50)	4,32%	4,21%	11	4,95%	4,71%	24	6,00%	5,12%	88
SIMULAÇÃO 6 SELIC DE 6,00% NO FIM DE 2021 (2 x 75) + (2 x 50)	4,32%	4,31%	1	4,95%	4,87%	8	6,00%	5,32%	68

CENÁRIOS HAWKISH

	DI Out/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Out/21	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jul22	CDI est.	Dif. (bps)
SIMULAÇÃO 7 SELIC DE 6,50% NO FIM DE 2021 (4 x 75)	4,32%	4,32%	0	4,95%	5,05%	-10	6,00%	5,63%	37
SIMULAÇÃO 8 SELIC DE 7,25% NO FIM DE 2021 (5 x 75)	4,32%	4,32%	0	4,95%	5,13%	-18	6,00%	6,00%	0
SIMULAÇÃO 9 SELIC DE 8,00% NO FIM DE 2021 (3 x 100) + (2 x 75)	4,32%	4,63%	-31	4,95%	5,60%	-65	6,00%	6,60%	-60

* CDI estimado e taxas de ajuste do DI futuro em 14/05/2021.
Fonte: Elaboração própria com base em dados da Refinitiv.

Os cenários *dovish* abrangem três simulações, começando com a hipótese de redução do ritmo de ajuste da taxa básica de juros para 50 bps na reunião de junho (Simulação 1, com Selic de 4,25% no fim do ano) até a Simulação 3, que incorpora mais uma alta de 75 bps seguida de duas de 50 bps (Selic de 5,25%). Todos os vértices apresentam prêmios em comparação às taxas de ajuste. O vencimento out/21 só teria um ganho acima de 20 bps se o Copom desacelerar o ritmo de ajuste para 50 bps na reunião de junho ou para 25 bps em agosto. O *upside* de uma posição aplicada no DI jul/22 se mostra bem mais interessante em comparação ao DI jan/22. No caso da Simulação 3, por exemplo, o ganho potencial seria de 118 bps, ante 37 bps do vértice jan/22.

Os cenários denominados como **base** (Simulações 4 a 6) resultam em taxa Selic terminal entre 5,5% e 6,0%. Em todos os casos, o Copom promoveria um ajuste de 75 bps na reunião de junho, 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 nas três simulações, apesar de pequenos para o DI out/21 e o DI jan/22 na Simulação 6 (Selic final de 6,0%). Assim, enquanto as simulações dos cenários base revelam ganhos entre 68 e 103 bps para o DI jul/22, a gordura para o DI jan/22 é bem menor, com esse intervalo variando entre 8 e 31 bps.

Os cenários *hawkish* envolvem taxa Selic de, no mínimo, 6,5% no fim de 2021, ou seja, a política monetária sairia do patamar estimulativo. Na Simulação 7 (quatro altas de 75 bps), as taxas estimadas mostram perda nula para o vértice out/21 e de 10 bps para o jan/22, frente a um ganho de 37 bps para o jul/22. A Simulação 8 supõe elevações de 75 bps nas cinco reuniões restantes do ano (Selic de 7,25%), gerando perda de 18 bps no vencimento jan/22 e ficando cravada na taxa de ajuste para o jul/22 (6,0%). Já na simulação 9, que pode ser caracterizada como um cenário de *stress* e incorpora três aumentos de 100 bps e dois de 75 bps (Selic de 8,0%), as perdas chegariam a 65 bps no jan/22 e 60 bps no jul/22.

Para concluir, pode-se dizer que a melhor relação risco retorno dentre os três vértices analisados é o DI jul/22. Nas simulações apresentadas, só haveria perda na Simulação 9 (cenário de *stress*), enquanto as dos cenários base registram ganho médio de 86 bps. Uma posição aplicada no DI out/21 apresenta pouco *downside*, mas também reduzido *upside*. Para o DI jan/22, há alguma "gordura" caso se avalie que o passo do Copom cairá para 50 bps ou 25 bps a partir da reunião de agosto. O maior risco para a curva de juros continua sendo uma persistência maior dos choques de oferta e uma deterioração do quadro político e fiscal.

