

SIMULAÇÕES DE
DI FUTURO

Sérgio Goldenstein

Estrategista-Chefe - sergio@dtvm.com.br

11/12/2023

CENÁRIOS E PRECIFICAÇÃO DOS JUROS FUTUROS DE CURTO PRAZO

Na semana passada, as taxas de DI futuro se deslocaram de forma moderada para cima, refletindo principalmente a pressão altista sobre o segmento de curto prazo da curva de juros nos EUA. Notadamente após a divulgação de dados fortes de mercado de trabalho, o mercado futuro de *fed funds* passou a incorporar um ciclo menos intenso de relaxamento monetário no próximo ano e deixou de precificar uma probabilidade majoritária de o ciclo começar em março (passando a ser em maio). No âmbito interno, vale notar que o PIB do 3º trimestre ficou acima do esperado, o que enfraquece os argumentos de quem defende uma aceleração do ritmo de ajuste da taxa Selic nas reuniões iniciais do Copom de 2024.

Na segunda-feira, a curva doméstica apresentou alta em toda a sua extensão, em função principalmente da elevação das taxas das *treasuries*, que experimentaram uma realização após o forte fechamento observado na semana anterior. Na terça-feira, apesar do recuo dos *yields* nos EUA (devido aos dados mais fracos de mercado de trabalho, o relatório JOLTS), as taxas de DI futuro de curto e médio prazo subiram de modo discreto, em decorrência da divulgação do PIB do 3º trimestre. A alta de 0,1% contra o trimestre anterior ficou acima da mediana de uma contração de 0,3%. Pela ótica da demanda, o destaque positivo foi o crescimento do consumo das famílias em 1,1%. Pela ótica da oferta, vale ressaltar o crescimento de 0,6% de Serviços. Nesse sentido, a avaliação majoritária do mercado é de que o indicador reforça o conforto do Copom para seguir com o ritmo de cortes de 50 bps.

Na quarta-feira, as taxas de DI futuro voltaram a ceder, acompanhado o recuo de 6 bps da taxa da *treasury* de 10 anos, que reagiu a outro indicador, nos EUA, de mercado de trabalho (ADP) abaixo das expectativas. Pesou ainda a forte queda de cerca de 4% do preço do petróleo, chegando às mínimas dos últimos 5 meses. No dia seguinte, o mercado de juros não apresentou variações relevantes, mas cabe apontar, no cenário externo, a sinalização mais *hawkish* por parte do banco central do Japão (BOJ), alimentando apostas de que a instituição poderá começar a elevar mais cedo a taxa de juros. Por fim, na sexta-feira, as atenções se voltaram para o relatório de emprego nos EUA. A geração de vagas veio um pouco acima do esperado, mas influenciada pela maior concentração em *health care* (insensível aos ciclo econômicos), pelo fim da greve na indústria automobilística e por números mais fortes de vagas no governo. Os principais destaques foram a variação de 0,4% dos *average earnings* (ante 0,2% em outubro e mediana de 0,3%) e o declínio da taxa de desemprego de 3,9% para 3,7% (ante mediana de 3,9%). Nesse sentido, as taxas das *treasuries* de 2 e de 10 anos subiram, respectivamente, 13 e 8 bps no dia, contaminando de forma leve o mercado de juros doméstico.

Na semana, as taxas da *treasuries* de 2 anos e de 10 anos aumentaram 18 e 3 bps, respectivamente, numa trajetória de *bear flattening*. O mercado futuro de *fed funds* passou a embutir uma precificação de redução de 12 bps até março (estava em 19 bps no dia 01/12), 28 bps até maio (ante 37 bps) e taxa efetiva de 4,22% ao fim de 2024 (estava em 3,99%), representando um total de 111 bps de cortes no próximo ano. O DXY avançou 0,7% e o BRL depreciou 1% (em linha com as moedas pares). A cotação do petróleo Brent declinou 3,9%, chegando a uma queda de 10,2% desde o início de novembro.

Comparando os preços de ajuste do dia 08/12 com os de 01/12, as taxas dos DI jan25, jan26 e jan31 apresentaram variações de 7, 10 e 6 bps, respectivamente. A curva de DI futuro precificava um ajuste de -50 bps na reunião do Copom de dezembro e de -52 bps na de janeiro, com a meta Selic em cerca de 9,75% no fechamento de 2024.

O objetivo deste relatório é apresentar simulações para a precificação da curva de juros de curto prazo sob diversos cenários para a trajetória da taxa Selic até a reunião de dezembro de 2024. Utilizando os preços de 08/12 como base, são calculados, para cada vencimento (abril/24, julho/24 e janeiro/25), o que seria o CDI acumulado anualizado do período (“CDI estimado”), comparando-os às respectivas taxas de ajuste do DI futuro. Assim, busca-se identificar ganhos ou perdas potenciais de posições no segmento curto da curva (admitindo-se, vale frisar, prêmio de risco nulo).

São exibidas simulações relativas à evolução da taxa Selic, calculando-se o “CDI estimado”, divididas em três grupos (cenários *dovish*, base e *hawkish*). Apresentamos os resultados em duas tabelas com formatos diferentes, de forma a facilitar a visualização.

CENÁRIOS DOVISH

	DI abr24	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jul24	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan25	CDI est.	Dif. (bps)
SIMULAÇÃO 1 SELIC DE 7,75% EM SET/24 A partir de dez/23: (1 x 50) + (5 x -75) + (1 x -25)	11,37%	11,23%	14	10,91%	10,51%	40	10,35%	9,24%	111
SIMULAÇÃO 2 SELIC DE 8,25% EM AGO/24 A partir de dez/23: (2 x -50) + (4 x -75)	11,37%	11,36%	1	10,91%	10,69%	22	10,35%	9,52%	83
SIMULAÇÃO 3 SELIC DE 8,75% EM AGO/24 A partir de dez/23: (2 x -50) + (3 x -75) + (1 x -25)	11,37%	11,36%	1	10,91%	10,69%	22	10,35%	9,72%	63

CENÁRIOS BASE

	DI abr24	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jul24	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan25	CDI est.	Dif. (bps)
SIMULAÇÃO 4 SELIC DE 9,00% EM SET/24 A partir de dez/23: (6 x -50) + (1 x -25)	11,37%	11,38%	-1	10,91%	10,89%	2	10,35%	10,02%	32
SIMULAÇÃO 5 SELIC DE 9,50% EM AGO/24 A partir de dez/23: (5 x -50) + (1 X -25)	11,37%	11,38%	-1	10,91%	10,89%	2	10,35%	10,19%	16
SIMULAÇÃO 6 SELIC DE 10,00% EM JUN/24 A partir de dez/23: (4 x -50) + (1 x -25)	11,37%	11,38%	-1	10,91%	10,91%	0	10,35%	10,42%	-7

CENÁRIOS HAWKISH

	DI abr24	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jul24	CDI est.	Dif. (bps)	DI Jan25	CDI est.	Dif. (bps)
SIMULAÇÃO 7 SELIC DE 10,25% EM JUN/24 A partir de dez/23: (3 x -50) + (2 x -25)	11,37%	11,38%	-1	10,91%	10,98%	-7	10,35%	10,57%	-23
SIMULAÇÃO 8 SELIC DE 10,75% EM MAI/24 A partir de dez/23: (2 x -50) + (2 x -25)	11,37%	11,40%	-3	10,91%	11,11%	-20	10,35%	10,89%	-54
SIMULAÇÃO 9 SELIC DE 11,25% EM MAR/24 A partir de dez/23: (1 x -50) + (2 x -25)	11,37%	11,53%	-15	10,91%	11,36%	-45	10,35%	11,26%	-91

* CDI estimado e taxas de ajuste do DI futuro em 08/12/2023.

		SIMULAÇÕES (em bps)								
		Dovish			Base			Hawkish		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
Selic em mar/24		7,75	8,25	8,75	9,00	9,50	10,00	10,25	10,75	11,25
Mês do Copom										
Dezembro 2023		-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50
Janeiro 2024		-75	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-25
Março 2024		-75	-75	-75	-50	-50	-50	-50	-25	-25
Maio 2024		-75	-75	-75	-50	-50	-50	-25	-25	0
Junho 2024		-75	-75	-75	-50	-50	-25	-25	0	0
Julho 2024		-75	-75	-25	-50	-25	0	0	0	0
Setembro 2024		-25	0	0	-25	0	0	0	0	0
Novembro 2024		0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dezembro 2024		0	0	0	0	0	0	0	0	0

		CDI ESTIMADO (em %)								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
Vértice	Ajuste DI fut.									
abr/24	11,37	11,23	11,36	11,36	11,38	11,38	11,38	11,38	11,40	11,53
jul/24	10,91	10,51	10,69	10,69	10,89	10,89	10,91	10,98	11,11	11,36
jan/25	10,35	9,24	9,52	9,72	10,02	10,19	10,42	10,57	10,89	11,26

		PRÊMIO (em bps)								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
Vértice	Ajuste DI fut.									
abr/24	11,37	14	1	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(3)	(15)
jul/24	10,91	40	22	22	2	2	0	(7)	(20)	(45)
jan/25	10,35	111	83	63	32	16	(7)	(23)	(54)	(91)

* CDI estimado e taxas de ajuste do DI futuro em 08/12/2023.