

Sob Tombini, o Copom foi mais “pombo” ou mais “falcão”?

Pedro Fernando Nery¹

Introdução

Em junho de 2016, Ilan Goldfajn tomou posse como novo Presidente do Banco Central, após cinco anos e meio de presidência de Alexandre Tombini. O Comitê de Política Monetária ([Copom](#)) durante a presidência de Tombini é um interessante objeto de estudo porque, desde 2012, os votos de seus membros passaram a ser de conhecimento público, com o advento da Lei de Acesso à Informação (LAI). O período também é de especial interesse por a taxa de inflação ter sempre ficado acima da meta, atingindo quase 11% em 2015, gerando acusações de que a política monetária era demasiado influenciada por interesses políticos do Planalto e do partido da Presidenta afastada.

Este texto se propõe a analisar o comportamento do Copom entre 2012 e 2016 como colegiado, sem se aprofundar em discussões mais técnicas sobre a política monetária (discutida recentemente no blog [aqui](#)). Em especial, analisamos como os diretores participantes do Copom se situam em um espectro pombo-falcão. Simplificadamente, em economês, a postura de um pombo (*dove*) é a de uma política monetária mais frouxa, expansionista (juros menores, associado a maior crescimento do PIB no curto prazo, com inflação maior) e a de um falcão (*hawk*) é a de uma política monetária mais restritiva (juros maiores, inflação menor). Em uma visão mais simplista, o pombo é associado a um voto de esquerda, enquanto o falcão a um de direita.

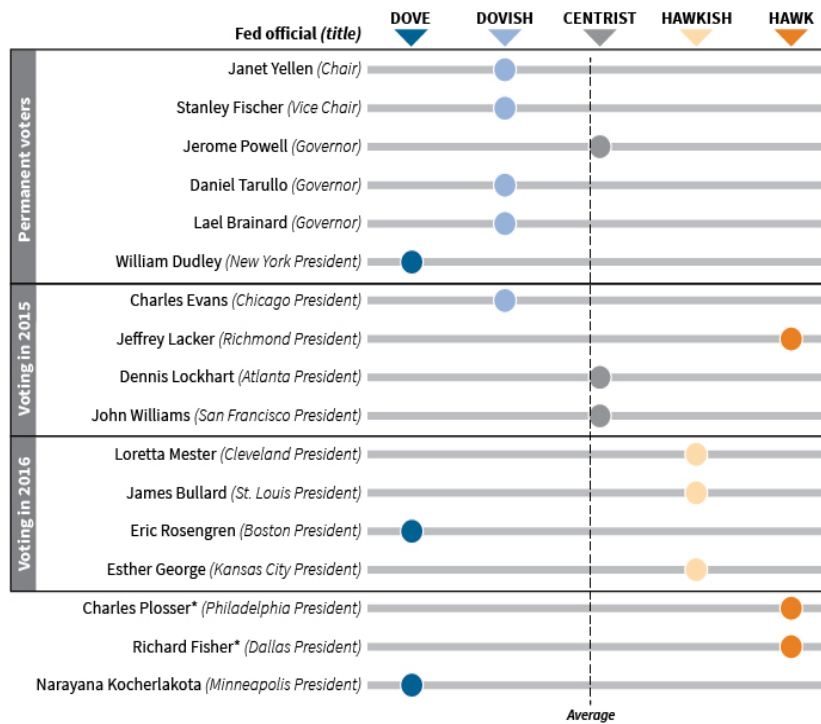
Exemplos de exercícios desse tipo para o Federal Reserve (FED), a autoridade monetária norte-americana, são apresentados nas Figuras 1 e 2, abaixo.

¹ Mestre e Doutorando em Economia (UnB). Consultor Legislativo do Senado Federal. E-mail: pedrofnery@gmail.com. O autor agradece a colaboração de Rafael Silveira e Silva e Luciano Sobral.

Figura 1 – Escala pombo-falcão para o FED

Fed dove-hawk scale

Where U.S. Fed officials stand on policy stimulus, with “doves” most likely to support it and “hawks” most likely to oppose it.



NOTE: Two permanent seats are yet to be filled. *Have announced their retirement
Source: Federal Reserve; Reuters reporting

S. Culp, 24/02/2015

REUTERS

Fonte: Reuters.

Figura 2 – Índice pombo-falcão para o FED

The FOMC becomes significantly more dovish next year

2014 Members of the FOMC		Dove = 1 Hawk = 5	2015 Members of the FOMC		Dove = 1 Hawk = 5
Members			Members		
Janet Yellen, Board of Governors, Chair	1	Janet Yellen, Board of Governors, Chair	1		
William C. Dudley, New York, Vice Chair	1	William C. Dudley, New York, Vice Chair	1		
Lael Brainard, Board of Governors	2	Lael Brainard, Board of Governors	2		
Stanley Fischer, Board of Governors	2	Charles L. Evans, Chicago	1		
Richard W. Fisher, Dallas	5	Stanley Fischer, Board of Governors	2		
Narayana Kocherlakota, Minneapolis	1	Jeffrey M. Lacker, Richmond	3		
Loretta Mester, Cleveland	4	Dennis P. Lockhart, Atlanta	1		
Charles I. Plosser, Philadelphia	5	Jerome H. Powell, Board of Governors	3		
Jerome H. Powell, Board of Governors	3	Daniel K. Tarullo, Board of Governors	2		
Daniel K. Tarullo, Board of Governors	2	John C. Williams, San Francisco	2		
Average ranking:	2.6	Average ranking:	1.8		

Source: FRB & Deutsche Bank

Fonte: Bloomberg.

Uma escala pombo-falcão

Para gerar uma escala semelhante para o Banco Central do Brasil, usamos um modelo espacial de votação (introduzido no blog em um estudo sobre o [Supremo Tribunal Federal](#)). Por meio de um estimador de máxima verossimilhança, o modelo apresenta em um gráfico, dentre N possibilidades de pontos ocuparem um espaço, a que melhor reproduz uma amostra de votações. Na aplicação, cada ponto representa um dos diretores do Banco, que votam no Copom. Quanto mais distante um ponto estiver do outro, mais um diretor divergiu de outro.

Entre maio de 2012 (primeira reunião com dados disponíveis pela LAI) e junho de 2016 (última reunião de Tombini), foram realizadas 33 reuniões (votações), que compõem a amostra usada.

Como as votações do Copom têm uma única decisão (qual direção deve tomar a taxa de juros), a interpretação do espaço em que os diretores estão é simples: a inclinação em reduzir ou aumentar os juros (ou uma escala pombo-falcão). Nesta aplicação, quanto mais à direita estiver uma coordenada, mais inclinado a votar pelo aumento dos juros esteve um diretor (falcão).

O resultado é apresentado na Figura 3².

Figura 3 – Escala pombo-falcão para o Copom – 2012-2016

² Não houve amostra suficiente para estimar pontos para os diretores Tony Volpon e Otávio Ribeiro Damaso, por isso são apresentadas coordenadas somente para Sidnei Corrêa MARQUES, Carlos HAMILTON Vasconcelos Araújo, Anthero de Moraes MEIRELLES, Alexandre Antonio TOMBINI, Aldo Luiz MENDES, Altamir LOPES, Luiz Edson FELTRIM e Luiz AWAZU Pereira da Silva.



Fonte: *Elaboração própria*. Arte da Editoria de Arte Folha Press³.

A Figura 3 representa adequadamente 99,4% dos votos da amostra (310 de 312), sugerindo que a escala pombo-falcão captura bem o comportamento do Copom. Em uma escala (relativa) de 0 (mais pombo, *dovish*) a 1 (mais falcão, *hawkish*), os diretores se posicionam da seguinte forma:

Tabela 1 - Escala pombo-falcão para o Copom – 2012-2016

³ Originalmente em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/05/1768786-presidencia-do-banco-central-sob-temer-vira-escolha-de-falcoes.shtml>.

Governors	"Hawkish" " index
Sidnei Corrêa MARQUES	1
Carlos HAMILTON Vasconcelos Araújo	0.923
Anthero de Moraes MEIRELLES	0.569
Alexandre Antonio TOMBINI	0.355
Aldo Luiz MENDES	0.169
Altamir LOPES	0.169
Luiz Edson FELTRIM	0.169
Luiz AWAZU Pereira da Silva	0
Otávio Ribeiro DAMASO	NA
Tony VOLPON	NA



Fonte: *Elaboração própria*. Arte da Editoria de Arte Folha Press.

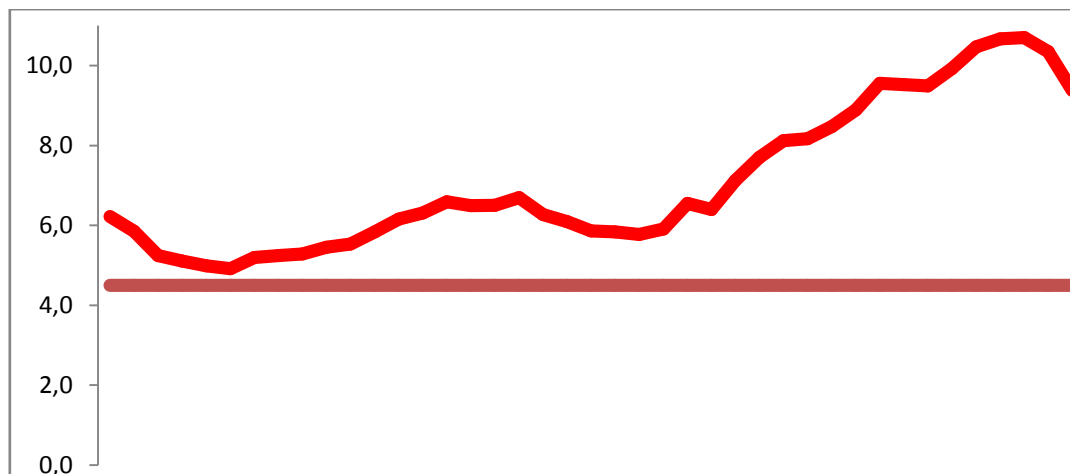
Comentários

Existem questões interessantes que pesquisas futuras podem explorar. Pela Figura 3, Tombini, além de ter um voto de minerva na diretoria, surge como o votante mais próximo de um mediano – votante que tende a ser mais decisivo e aparecer com maior frequência compondo a maioria (ou seja, vencendo)⁴. Poder-se-ia especular se isso é resultado de Tombini ser influente (considerando que o voto seja “sincero”) ou que busca integrar a maioria (considerando que o voto seja “estratégico”).

Outro ponto interessante é o fato da maioria dos diretores estar na parte mais “pomba” (*dovish*) do espectro, com exceção de Anthero Meirelles, Carlos Hamilton e Sidnei Marques, em um período em que a inflação esteve *sempre* acima da meta. Este resultado dá fôlego aos defensores da tese de independência do Banco Central (discutida [aqui](#)).

⁴ Não há de fato um mediano, pelo número par de votantes.

Gráfico 1 – Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulado em 12 meses e meta de inflação (4,5%) – 2012 - 2016



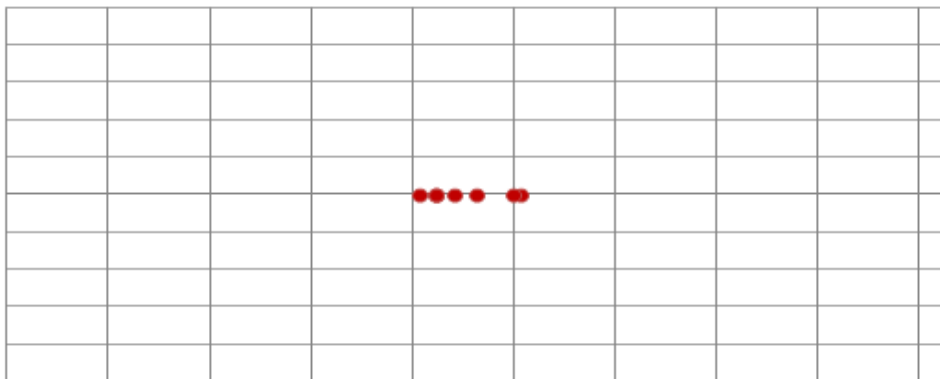
Fonte: *Elaboração própria.*

Ainda, pesquisa futura pode discutir também o papel das indicações dos presidentes Lula e Dilma na política monetária: visualmente, há concentração de diretores indicados por Dilma na “metade” pomba do espectro, embora o indicador de 0 a 1 da Tabela 1 seja 10% mais falcão para os diretores indicados por ela⁵.

Também é de interesse entender porque o Copom é um colegiado com relativo pouco dissenso, especialmente em um período em que a política monetária esteve cercada de tanta controvérsia. Uma hipótese é que o colegiado gostaria de projetar em suas decisões a imagem de convergência. A Figura 4, abaixo, expande o espectro da Figura 3 para mostrar toda a possível gama de divergência que poderia ter havido, e não houve, no colegiado.

Figura 4 – Escala pombo-falcão ampliada

⁵ 0,45 (Dilma) a 0,40 (Lula). Awazu, com indicador 0, foi indicado por Lula, puxando a média para baixo.



Por fim, novos estudos podem analisar o padrão de votação de acordo com cada diretoria do Banco. É comum que um mesmo diretor ocupe diretorias diferentes em períodos diferentes. Há diferença no padrão de votação de um diretor que muda, por exemplo, da Diretoria de Normas para a de Política Monetária? Uma composição do Copom mais típica de uma autoridade monetária (“Banco Central puro”), descartando a participação de diretorias afetas à regulação ou à administração interna do órgão, traria resultados diferentes na condução da política monetária? O acesso a dados de votações anteriores à LAI pode sugerir também eventuais estratégias que passaram a ser usadas após a obrigatoriedade da publicação, em especial de sinalizações ao mercado ou a atores políticos.

Para o futuro, as sinalizações dadas publicamente pela nova diretoria vão ao sentido de uma política monetária menos expansionista, o que migraria a média do Copom para à direita, com menos pombos e mais falcões.

Este texto é baseado na apresentação do working paper “A Map for COPOM: consent and dissent between 2012-2016 na UnB em junho de 2016 (First International Workshop in Economics & Politics – FIWEP/ Fourth Annual Meeting of the Economics and Politics Research Group)