

# Transições em Bancos Centrais

Carlos Viana de Carvalho

Kapitalo Investimentos e PUC-Rio

Eduardo Zilberman

Gávea Investimentos e PUC-Rio

com homenagem ao nosso brilhante e saudoso aluno Tiago Flório

CDPP e IEPE/CdG  
18 de junho de 2024

# Incentivos e estratégias associados a transições em BCs

- Uma retrospectiva:
  - Último ato do Bundesbank e o début do ECB
  - A última reunião de Jean-Claude Trichet à frente do ECB
  - “Transitions in Central Bank Leadership” (Carvalho, Flórido e Zilberman, 2017)
- Arcabouço para organização de idéias e alguns episódios ilustrativos
- Digressão sobre transições no BCB

Sai o Bundesbank, entra o ECB

# Sai o Bundesbank, entra o ECB

6/17/24, 5:18 PM

Bundesbank hints at possible rate cut - Oct. 14, 1998



[NEWS](#) > [Economy](#)

— ADVERTISEMENT —

## Germany hints at lower rates



October 14, 1998: 12:22 p.m. ET

Increased possibility of rate cut  
Thursday, but still seen as unlikely

LONDON (CNNfn) - Speculation is growing in Europe Wednesday that Germany's Bundesbank could be about to cut rates.



...  
Bundesbank council member Klaus-Dieter Kuehbacher said Wednesday that a dollar exchange rate below 1.60 marks was worrying.

In an interview with Berlin's InfoRadio station Kuehbacher was asked if he would rule out an interest-rate cut by the Bundesbank in the remaining months before the start of European monetary union, a notion rejected by senior Bundesbank officials in recent weeks.

Kuehbacher said:

"I rule nothing out -- if the ECB (European Central Bank) recommended that we do it for the whole of Europe, then one would have to seriously consider it," Kuehbacher said.

<https://money.cnn.com/1998/10/14/economy/buba/>

# Sai o Bundesbank, entra o ECB

6/17/24, 5:18 PM

Bundesbank hints at possible rate cut - Oct. 14, 1998



NEWS > Economy

— ADVERTISEMENT —

## Germany hints at lower rates



October 14, 1998: 12:22 p.m. ET

Increased possibility of rate cut Thursday, but still seen as unlikely

LONDON (CNNfn) - Speculation is growing in Europe Wednesday that Germany's Bundesbank could be about to cut rates.



Bundesbank council member Klaus-Dieter Kuehbacher said Wednesday that a dollar exchange rate below 1.60 marks was worrying.

In an interview with Berlin's InfoRadio station Kuehbacher was asked if he would rule out an interest-rate cut by the Bundesbank in the remaining months before the start of European monetary union, a notion rejected by senior Bundesbank officials in recent weeks.

Kuehbacher said:

"I rule nothing out -- if the ECB (European Central Bank) recommended that we do it for the whole of Europe, then one would have to seriously consider it," Kuehbacher said.

<https://money.cnn.com/1998/10/14/economy/buba/>

6/17/24, 5:45 PM

2 Bundesbank Officials Reject Rate-Cut Calls - The New York Times

The New York Times

<https://www.nytimes.com/1998/10/28/business/worldbusiness/IHT-2-bundesbank-officials-reject-ratecut-calls.html>

— ADV —

## 2 Bundesbank Officials Reject Rate-Cut Calls

By John Schmid, International Herald Tribune

Oct. 28, 1998

Escalating a feud that some German central bankers fear could complicate the introduction of the euro, the Bundesbank on Tuesday fired more salvos against the growing political pressure for lower interest rates.

Two Bundesbank officials, one from each side of the political spectrum, rejected calls to lower interest rates as a way to stimulate economic growth. They added their weight to the arguments of the Bundesbank vice president, Juergen Stark, who Monday decried the developing "climate of conflict" between politicians and the politically autonomous European Central Bank, fearing it would damage the Jan. 1 introduction of the common currency.

<https://www.nytimes.com/1998/10/28/business/worldbusiness/IHT-2-bundesbank-officials-reject-ratecut-calls.html>

# Sai o Bundesbank, entra o ECB

6/17/24, 6:04 PM

Bundesbank Rejects Pressure for Easing - The New York Times

**The New York Times**

<https://www.nytimes.com/1998/11/06/business/worldbusiness/IHT-bundesbank-rejects-pressure-for-easing.html>

## ***Bundesbank Rejects Pressure for Easing***

**By John Schmid, International Herald Tribune**

Nov. 6, 1998

**It had been awaited as a high-noon style confrontation less than two months before the arrival of the euro: Germany's combative new left-leaning finance minister entered the lair of the Bundesbank on Thursday to push his vision of easier monetary policy, stronger economic growth and more jobs.**

...

**The Bundesbank, as expected, did not budge on interest rates. And its president, Hans Tietmeyer, later rebuked Mr. Lafontaine, warning against any effort to shift "blame onto the addresses of central banks" as a substitute for unpopular "structural changes" in tax and welfare systems.**

**For his part, Mr. Lafontaine extended an olive branch, pledging that "no member of the federal government casts doubt on the independence of the Bundesbank and the European Central Bank."**

**But he also reminded the Bundesbank that the rest of Europe was cutting rates, implying that Germany should, too, and he recited a list of European central banks that have recently eased borrowing.**

<https://www.nytimes.com/1998/11/06/business/worldbusiness/IHT-bundesbank-rejects-pressure-for-easing.html>

# Sai o Bundesbank, entra o ECB

The New York Times

## *EUROPEAN BANKS, ACTING IN UNISON, CUT INTEREST RATE*

 Share full article



By **Edmund L. Andrews**

Dec. 4, 1998

In the most coordinated action yet toward European monetary union, 11 nations simultaneously cut their interest rates today to a nearly uniform low level.

The move came a month before the nations adopt the euro as a single currency and marked a drastic shift in policy. As recently as two months ago, European central bankers had adamantly resisted demands from political leaders to lower rates because they were intent on establishing the credibility of the euro and the fledgling European Central Bank in world markets.

Today's decision will probably reduce the political pressure on Mr. Duisenberg, the former Dutch central banker who has been fixated on demonstrating his political independence ever since European political leaders named him president of the new European bank in May.

Because today's rate cuts were led by Mr. Tietmeyer, an undisputed monetary hard-liner who has stared down political leaders time and again, they will almost certainly provoke less second-guessing than if they had been pushed through by the still-untested Mr. Duisenberg.

"I think it was a pretty smart move to do it earlier, because it takes political pressure off the European Central Bank," Mr. Fahrinkrug said.

# Sai Trichet, entra Draghi

Agravamento da crise e aperto de liquidez vão influenciar BCE. Por **Carlos Viana de Carvalho**

## Transferindo reputação

A reunião de hoje do Banco Central Europeu (BCE) será a última sob o comando do seu atual presidente, Jean Claude Trichet, construiu sólida reputação de banqueiro central comprometido com inflação baixa. Essa postura se reflete na condução recente da política de juros do banco. Por conta da inflação acima da meta, o BCE vinha elevando as taxas de juros até recentemente, a despeito da crise que assola a região.

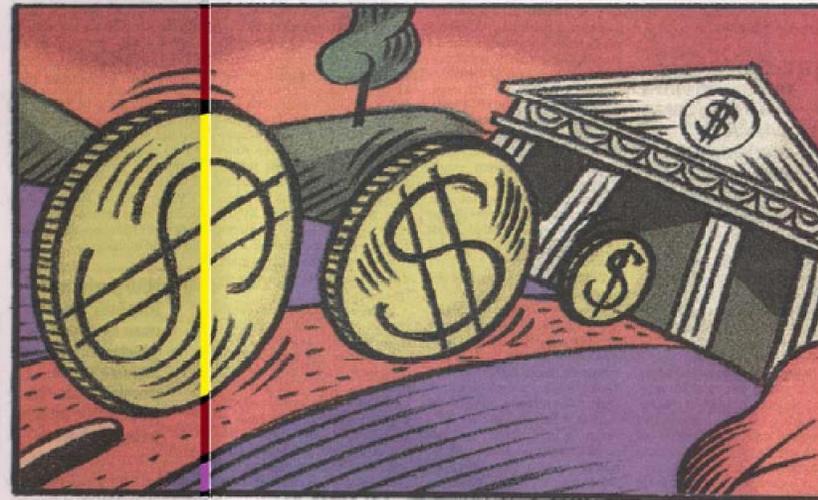
Essa conjunção de fatores — crise, inflação acima da meta e troca de comando — dificulta o trabalho de se antever a decisão a ser tomada pelo BCE na reunião de hoje, e nos próximos meses. Talvez um episódio passado, que guarda algumas similaridades, seja útil neste contexto.

Nos últimos meses de 1998, o Bundesbank (banco central alemão) estava sob forte pressão política para reduzir os juros. O seu crítico mais vocal era ninguém menos do que o recém-empossado ministro das Finanças. Aquela altura, a economia alemã dava sinais de desaceleração e a inflação vinha caindo sensivelmente. Entretanto, até novembro, o Bundesbank havia mantido sua meta de taxa de juros constante e havia sinais de que isso não mudaria até o fim do ano.

Em virtude da reputação de forte comprometimento com a estabilidade de preços, tentativas políticas de influenciar as decisões do Bundesbank não eram muito frequentes e, em todo caso, não deveriam ser grande fonte de preocupação. Entretanto, o fim de 1998 não era um período usual.

Afinal, a partir de janeiro do ano seguinte, as decisões de política monetária para a zona do euro passaram a ser tomadas pelo BCE. E uma das grandes preocupações dos alemães em relação a essa mudança era justamente garantir que as decisões do novo banco central fossem tão isentas de influência política e tão focadas na estabilidade de preços quanto as do Bundesbank.

O que o banco central alemão poderia fazer naquelas circunstâncias? Reduzir as taxas de juros. Essa resposta não parecia ser compatível com os padrões históricos de atuação do Bundesbank. Mas ao se desviar do seu padrão usual e optar por um corte de juros naquele momento, o BC alemão poderia de certa forma facilitar o trabalho do BCE.



**Circunstâncias são propícias para um corte de juros na reunião de hoje. Além de atenuar os efeitos contracionistas dos apertos fiscais, a decisão poderia facilitar o trabalho de construção de reputação do comando de Mario Draghi**

Com alguma probabilidade, o novo banco central não precisaria mais reduzir as taxas de juros nos meses seguintes. Ainda que isso se fizesse necessário, a pressão política para tal poderia esmorecer em decorrência do corte inesperado pelo Bundesbank. Em qualquer um dos casos, o ambiente seria mais propício à construção de reputação do BCE como um banco central vigilante em relação à inflação. Para o banco alemão a decisão não chegaria a ser um passo embaraçoso na direção errada, mas sim a antecipação de uma decisão que ele próprio provavelmente tomaria um pouco adiante.

Apesar do contexto distinto, alguns aspectos da conjuntura atual sugerem uma analogia com o episódio de 1998. Em tempos normais, e sob o comando de Trichet, seria razoável supor que o BCE continuaria com o aperto monetário por mais alguns meses. Entretanto, a situação na Europa está claramente longe da normalidade.

Os apertos fiscais impostos aos governos dos países mais afetados pela crise, aliados à perda de confiança na zona do euro, estão tendo forte efeito contracionista sobre a atividade econômica da região. Somem-se a isso as evidências de problemas de liquidez e/ou solvência

no setor bancário de alguns países, e a meu ver passa a ser mais razoável prever que o próximo movimento do BCE será de redução da taxa de juros.

Além disso, a partir de novembro o BCE passará a ser presidido pelo italiano Mario Draghi. Infelizmente, como a Itália vem enfrentando dificuldades para rolar sua dívida pública, já surgiram especulações acerca do tratamento que o BCE do futuro presidente dispensará ao seu país de origem. De um lado, há os que antecipam que o BCE será retoricamente mais duro com os países que vêm enfrentando dificuldades para obter financiamento nos mercados, incluindo a Itália, para não parecer leniente. De outro lado, há os que preveem maior disposição do BCE de Draghi para ajudar esses países, e os que temem que um eventual corte nas taxas de juros com a inflação correndo acima da meta possa abalar a sua reputação.

As circunstâncias parecem propícias para um corte de juros "antecipado" pelo BCE já nesta reunião. Além de atenuar os efeitos contracionistas dos apertos fiscais ora discutidos, tal decisão poderia facilitar o trabalho de preservação (construção) de reputação do BCE de Mario Draghi, pelas mesmas razões que o corte de juros pelo Bundesbank em de-

zembro de 1998 pode ter ajudado o BCE nos seus primeiros meses (sim, o Bundesbank reduziu os juros na ocasião).

Um episódio recente envolvendo o Banco Central brasileiro (BC) talvez se preste a uma análise semelhante. Refiro-me à manutenção dos juros na última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) sob o comando do seu ex-presidente Henrique Meirelles, seguida de elevação já na primeira reunião do Copom sob o comando do atual presidente, Alexandre Tombini. A manutenção dos juros na última reunião de 2010 surpreendeu a maioria dos analistas econômicos, que advogavam aperto monetário para combater a inflação em alta.

Com a mudança de comando no Banco Central brasileiro, os juros foram elevados em cinco ocasiões, até o corte inesperado da Selic na última reunião do Copom. Será que houve uma tentativa de "transferência de reputação" na transição do BC de Meirelles para o BC de Tombini? Bem, mas nesse caso há uma série de considerações adicionais a serem feitas. É melhor deixar essa análise para uma outra ocasião.

**Carlos Viana de Carvalho** é professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e sócio da Kyros Investimentos

<https://valor.globo.com/opinia0/coluna/transferindo-reputacao.shtml>

# Transitions in Central Bank Leadership: 1st draft

## Transitions in Central Bank Leadership: Empirics and a Simple Theory\*

Carlos Carvalho<sup>†</sup>  
PUC-Rio

Tiago Flórido<sup>‡</sup>  
PUC-Rio

Eduardo Zilberman<sup>§</sup>  
PUC-Rio

February 2015

(In Progress: Preliminary Version)

### Abstract

The importance assigned to the identity of a central banker suggests that transitions in central bank leadership are important times for monetary policymaking. We analyze such transitions empirically using a country panel that we assemble specifically for that purpose. We provide evidence that transition periods are associated with a more contractionary monetary policy stance, and empirically assess a few natural explanations. Our findings cannot be explained by electoral cycles or endogenous transitions. Results are stronger when the central bank has less independence, is less transparent, and when the country's regulatory quality is lower. Results are weaker when the new governor was previously in the committee, and are stronger when the outgoing governor had more power. We offer an explanation based on reputation transfer. To that end we develop a simple model of monetary policy with time inconsistency in which a departing central banker can, by distorting his final decisions, affect the public's beliefs about his successor and engender a reputation transfer.

# Tiago Tavares Flório

22 MAY 2019

## Tiago Flório Obituary

Comments 0 Email Print Share

Recommend 0

Share



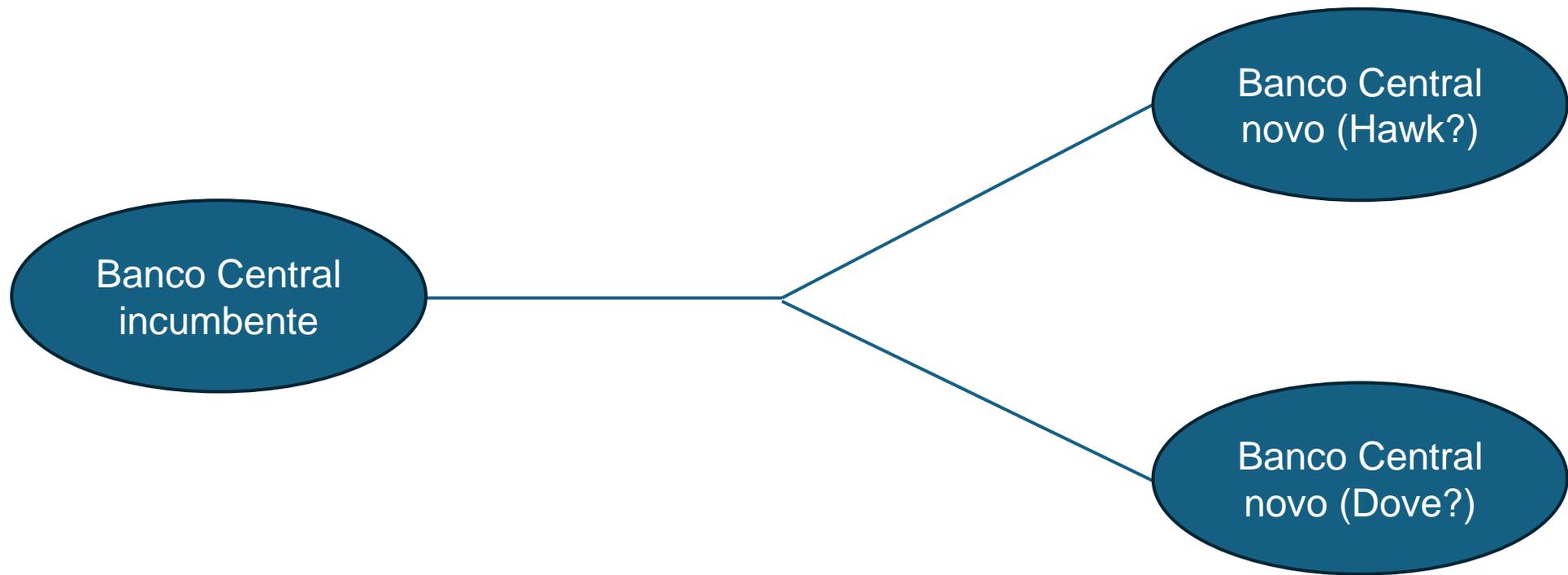
Tiago Flório

Tiago Flório

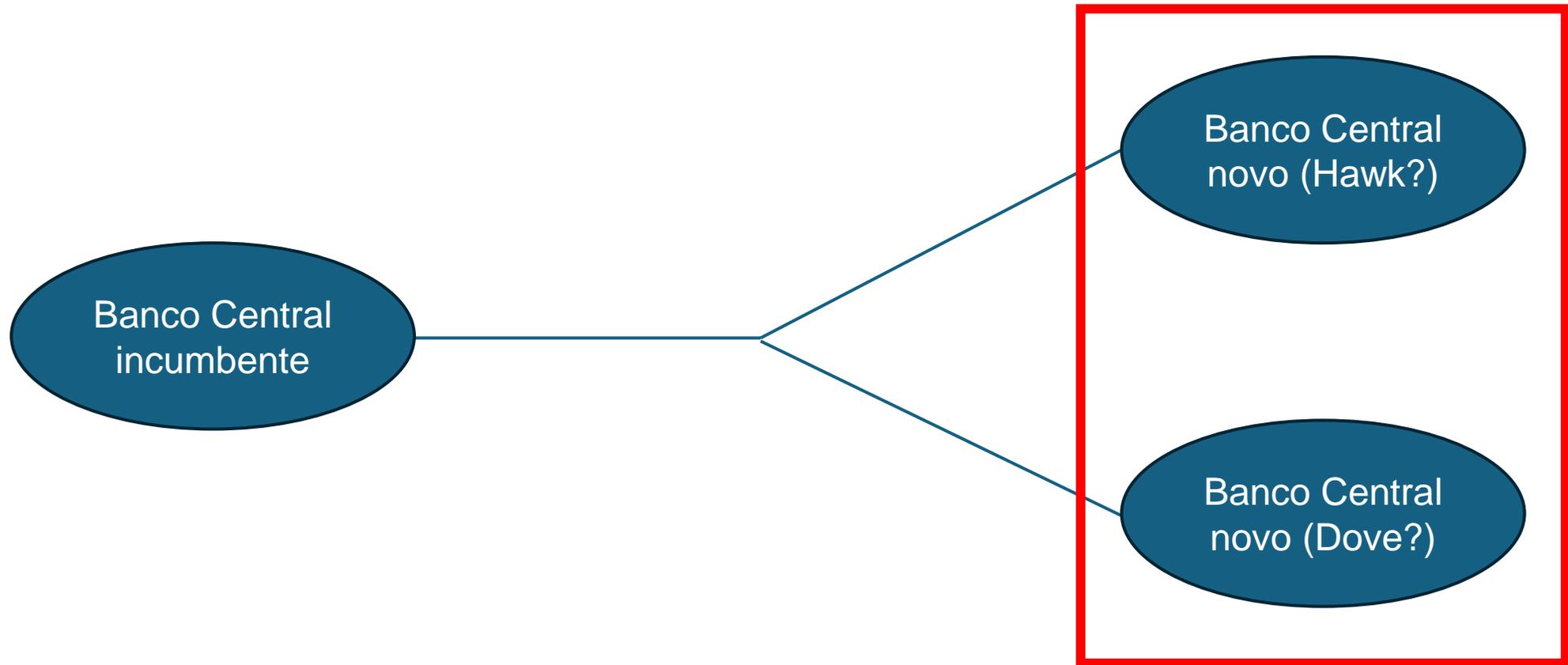
July 9, 1991 – May 8, 2019

Tiago Flório, a fourth-year doctoral student in Business Economics at Harvard, died at Beth Israel Deaconess Medical Center from cancer at the age of 27. A native of Rio de Janeiro, Tiago had been on a path to making an impact on the world through ideas. From his childhood dream of being a diplomat to a burgeoning career in macroeconomics research, he had hoped to eventually use his studies to guide policy in Brazil, and few doubted that he could. His friends remember his university professors describing him as “our best bet to lead our top institutions and change Brazil one day.”

<https://www.hbs.edu/news/articles/Pages/tiago-florido-obituary.aspx>

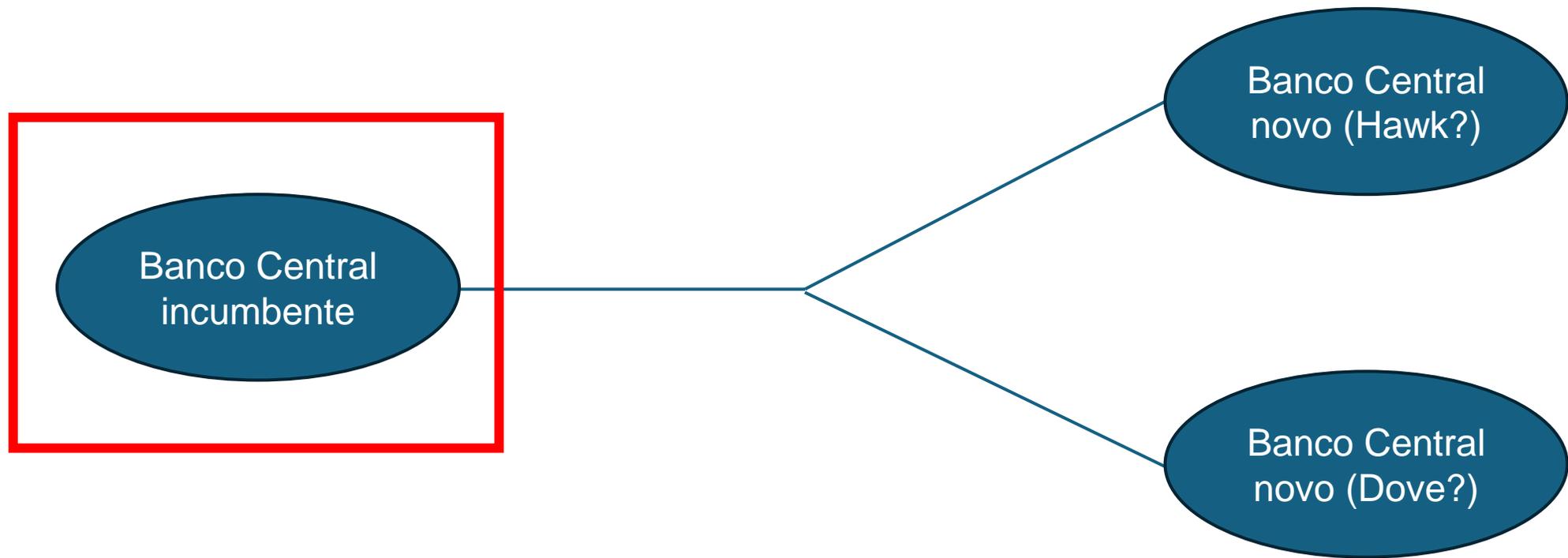


**Informação incompleta:** o tipo do banqueiro central novo pode ser Hawk ou Dove



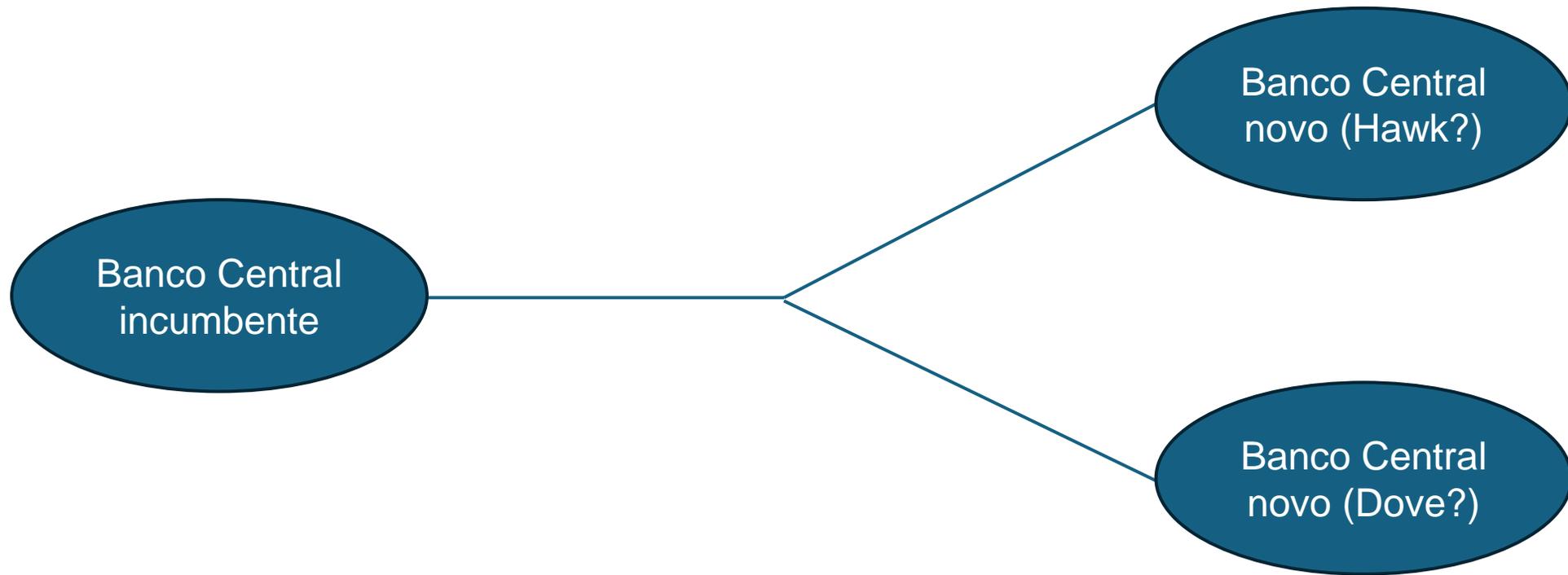
## Incentivos na largada?

- Sinalizar que é Hawk, independente de ser Dove ou Hawk.
  - Racional: influenciar expectativas de inflação para melhorar *trade-off*



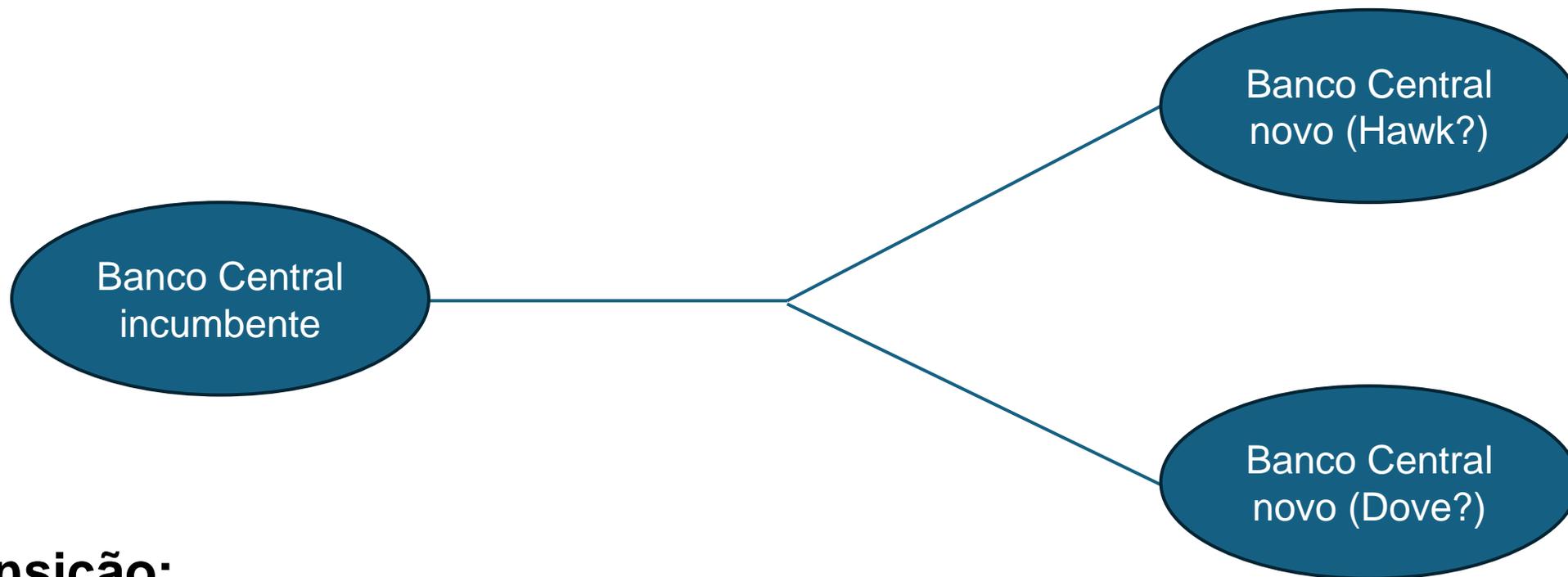
## Incentivos na saída?

- *Career concerns*



## E na transição?

- **Jogo não-trivial entre incumbente e entrante**, decisão da taxa de juros hoje afeta as decisões futuras de taxa de juros



## Na transição:

- Incumbente pode apertar mais ou menos os juros, dependendo de sua percepção se o entrante é relativamente mais Dove ou Hawk
- Intuição “ex-ante” (transferência de reputação): incumbente aperta a política monetária menos que o necessário, e entrante aperta mais
- Após formalizar o jogo: se o objetivo é revelar o tipo do novo Banco Central, incumbente tem que restringir ainda mais a política monetária

# Em resumo

- Incentivos na largada: sinalizar que é Hawk
- Incentivos na saída: *career concerns*
- Incentivos gerados pela transição
  - Incumbente “antecipa” decisões que cabem ao sucessor
  - Incumbente aperta menos, e tenta ajudar o entrante a construir reputação
  - Incumbente aperta mais, o que ajuda ao verdadeiro Hawk revelar seu tipo

# Breve digressão sobre transições no BCB

- Sai Armínio Fraga, entra Henrique Meirelles

# Breve digressão sobre transições no BCB

- Sai Armínio Fraga, entra Henrique Meirelles
- Sai Henrique Meirelles, entra Alexandre Tombini

# Breve digressão sobre transições no BCB

- Sai Armínio Fraga, entra Henrique Meirelles
- Sai Henrique Meirelles, entra Alexandre Tombini
- Sai Alexandre Tombini, entra Ilan Goldfajn

# Breve digressão sobre transições no BCB

- Sai Armínio Fraga, entra Henrique Meirelles
- Sai Henrique Meirelles, entra Alexandre Tombini
- Sai Alexandre Tombini, entra Ilan Goldfajn
- Sai Ilan Goldfajn, entra Roberto Campos Neto

# Breve digressão sobre transições no BCB

- Sai Roberto Campos Neto, entra alguém:
  - Maduro, calejado.
  - Que não se submeta a pressões de mercado / imune aos nervosismos momentâneos do mercado.
  - Com compromisso com desenvolvimento do país, com controle da inflação, mas que também tenha na cabeça que a gente não tem que pensar só no controle da inflação, mas numa meta de crescimento.