



BANCO CENTRAL DO BRASIL

XIV Seminário Anual de Metas para a Inflação

**Pronunciamento do Presidente do
Banco Central do Brasil**

Ministro Alexandre A. Tombini

Rio de Janeiro, 10 de maio de 2012

1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Senhoras e Senhores

É com grande prazer que dou início ao Seminário de Metas para a Inflação do Banco Central do Brasil, parte integrante da comunicação do nosso Regime de Metas, que também tem se mostrado um importante fórum de divulgação de estudos, debates e troca de experiências, e que este ano está na sua décima quarta edição. São eventos que ampliam a rede de intercâmbio sobre o tema e contribuem no aperfeiçoamento da condução da política monetária.

Nesse sentido, gostaria de agradecer, em nome do Banco Central do Brasil, todos os expositores e coordenadores que prontamente aceitaram o convite para participar deste Seminário.

Gostaria de parabenizar também o diretor Carlos Hamilton, a chefe do departamento de pesquisas, Adriana Sales, o secretário executivo, Luiz Edson Feltrim, e as respectivas equipes pelo empenho na organização do evento.

No pronunciamento de hoje apresentarei algumas reflexões a respeito da política monetária e da regulação prudencial, tendo como divisor de águas a atual crise financeira internacional.

Crises são períodos difíceis para as sociedades, mas também são oportunidades para extrair lições e iniciar reflexões que podem resultar em mudanças, inclusive no campo dos debates acadêmicos. A observação atenta dos novos debates, entretanto, não deve levar a improvisos de política econômica ditados por modismos. É fato que as crises colocam-nos o desafio de entender suas origens, formular hipóteses sobre novas políticas preventivas e aperfeiçoar políticas conhecidas.

Uma questão central posta pela recente crise tem sido a complexa relação entre estabilidade de preços e estabilidade financeira. O sucesso no alcance da primeira não foi suficiente para garantir a observância da segunda. Tendo como pano de fundo essa constatação, como deve ser a condução das políticas monetária e prudencial? Dito de outra forma: como utilizar da melhor maneira os diversos instrumentos na caixa de ferramentas dos bancos centrais?

Adiantando a resposta, em breves linhas, os debates parecem estar apontando na direção de que a política monetária deve ser conduzida focando o objetivo de assegurar a estabilidade de preços, o combate e o controle da inflação. Enquanto as políticas micro e macro prudenciais devem ser conduzidas com o objetivo de assegurar a estabilidade financeira. Isso não significa, entretanto, ignorar interconexões dessas políticas; as repercussões que as ações de uma têm sobre a outra. Isso o Banco Central do Brasil reconhece e leva em conta nos distintos processos decisórios.

Em seguida, falarei sobre o regime de metas para a inflação no pós-crise. Os debates confirmam o meu entendimento que esse regime continua sendo o melhor arcabouço de política monetária. Contudo, isso não impede que os elementos que compõem o regime sejam aperfeiçoados com as lições aprendidas na crise. Como por exemplo, incorporando nos modelos macroeconômicos informações sobre o segmento financeiro, inclusive sobre preços de ativos, bem como sobre política fiscal.

Finalmente, abordarei a comunicação dos bancos centrais, que se torna mais complexa e mais crítica com a volatilidade nos mercados oriunda da crise.

2. A ESTABILIDADE DE PREÇOS E A ESTABILIDADE FINANCEIRA

A pergunta que se coloca é: como víamos a relação entre a estabilidade de preços e a estabilidade financeira antes da crise?

2.1. A VISÃO PRÉ-CRISE

Nos anos que precederam a crise, a academia e os banqueiros centrais tinham chegado a um consenso teórico com implicações práticas: mirando um só objetivo – a inflação — e utilizando apenas um instrumento – a taxa básica de juros — poder-se-ia conduzir a economia a um equilíbrio estável de preços e de atividade, uma coincidência divina, como ficou conhecida a obtenção desses dois equilíbrios¹. Era uma construção elegante que, de certa forma, ignorava a evolução de preços de ativos financeiros. Questões relacionadas à estabilidade financeira, à saúde dos bancos, à assunção de riscos pelos agentes e à dinâmica dos mercados de crédito e de capitais eram objeto das políticas prudenciais e regulatórias: uma versão extremada do princípio da separação entre as funções de supervisão e de gestão macroeconômicas das autoridades monetárias e financeiras. O sucesso inicial desse período que ficou conhecido como o da “Grande Moderação”, marcado por inflação baixa e estável, e crescimento econômico com baixa volatilidade, sem dúvida alguma contribuiu para o fortalecimento dessa visão limítrofe do princípio da separação.

Ou seja, no período pré-crise prevalecia o entendimento de que a estabilidade de preços, representada por inflação baixa e estável no curto prazo, era condição e garantia de estabilidade macroeconômica.

E prevalecia o entendimento também, principalmente nas economias avançadas, de que a regulação prudencial não era um instrumento de política macroeconômica. Nesse contexto, a regulação financeira era focada quase que exclusivamente em regras micro-prudenciais. Era baseada no pressuposto de que a solvência das instituições financeiras individualmente asseguraria a estabilidade de todo o sistema financeiro. As implicações sistêmicas e macroeconômicas da intermediação financeira, e as dinâmicas dos mercados, em geral, eram pouco exploradas pelos modelos macroeconômicos que orientavam a condução da política monetária. Apesar de haver certo reconhecimento da tendência pro-cíclica dos mercados financeiros, a regulação prudencial não contemplava regras contra-cíclicas.

No período pré-crise, alguns riscos eram conhecidos e se debateu intensamente a necessidade de a política monetária antecipar-se e se contrapor à formação de bolhas de ativos (“lean against”) ao invés de esperar o seu arrefecimento para agir sobre seus efeitos (“clean after”). Mas a dificuldade de se identificar uma bolha com precisão, o sucesso da aplicação da visão não-intervencionista “clean after” no episódio da ruptura da bolha da internet em 2000, assim como a aceitação de que um aumento preventivo de juros era nocivo ao conjunto da economia acabaram por prevalecer. Os custos da limpeza *ex-post* de crises financeiras eram avaliados como pequenos, relativamente aos custos de suavização do ciclo na economia como um todo. Portanto, não se justificava a ação preventiva. Essa visão prevaleceu até a crise atual...²

¹ Blanchard (2010) e Borio (2011), entre outros, resumem as visões predominantes nos períodos pré-crise financeira internacional de 2008.

² Stark (2010), bem como outros autores, reconhece que no período pré-crise havia um certo ceticismo com relação ao “leaning against the wind”, mas que os resultados da crise justificam uma reavaliação sobre as vantagens de uma ação preventiva.

Foi nesse contexto também que se observou um processo de desregulamentação dos sistemas financeiros em importantes economias avançadas. A visão de que esse era o caminho, era reforçada pela bonança do período da grande moderação, e embasada por diversos estudos acadêmicos sobre a capacidade auto-reguladora e eficiente dos mercados.

Consolidou-se então o entendimento de que deveria prevalecer a independência e a separação das políticas monetária e de estabilidade financeira. Vários países optaram por esse caminho. Em alguns países a missão de zelar pela estabilidade financeira continuou no âmbito do banco central, mas com um grau menor de importância institucional. Outros países promoveram mudanças institucionais, deslocando do banco central para outras entidades as atribuições de regulação e supervisão do sistema financeiro.

2.2. A VISÃO PÓS-CRISE

A crise financeira jogou por terra a aplicabilidade da versão restrita do princípio da separação. Fez naturalmente ressurgir um debate³ sobre a visão de que a estabilidade de preços garantia quase que automaticamente a estabilidade macroeconômica. A esse respeito, algumas observações podem ser feitas desde já.

A primeira observação é de que a estabilidade de preços é condição necessária para a estabilidade macroeconômica, mas não é condição suficiente.

Hoje é muito debatido se o longo período de inflação baixa e estável, com crescimento econômico pouco volátil, combinado com baixas taxas de juros, pode ou não ter levado os agentes econômicos a assumir riscos excessivos. Foi entre outros fenômenos, o que observamos durante a grande moderação. Por exemplo, sabemos que muitas decisões financeiras, por razões diversas, algumas ligadas a incentivos, imperfeição e assimetria de informação, tendem a ser excessivamente pró-cíclicas. Em períodos de expansão econômica, os agentes flexibilizam seus critérios de concessão de crédito, fomentando ainda mais o crescimento, muitas vezes ignorando a acumulação de riscos. Em períodos de retração, por outro lado, tornam-nos excessivamente rígidos, dificultando ainda mais a recuperação da economia.

A segunda observação deriva da primeira: a pró-ciclicidade da intermediação financeira pode afetar a estabilidade macroeconômica.

Depois da exuberância excessiva, vem o pânico à la Kindleberger, que afeta de maneira depressiva a estabilidade macroeconômica. Na crise, mudanças bruscas na dinâmica dos preços de ativos financeiros tiveram repercussões imediatas, e fortes, nos balanços das instituições financeiras, e também nos das empresas e das famílias. A conseqüente desalavacagem desordenada teve implicações importantes na confiança e nas decisões de todos os agentes econômicos, com repercussões na estabilidade macroeconômica.

Mesmo em ambiente de estabilidade de preços, o mercado financeiro tem dinâmica pró-cíclica, muitas vezes marcada por um nível de volatilidade maior do que a média dos demais setores econômicos, e com um potencial de ampliar a direcionalidade e a magnitude dos choques.

O que fazer então? Uma ideia muito debatida depois da crise é revisitar o princípio da separação e identificar a possibilidade de coordenação com outras políticas macroeconômicas. Ou seja, abandonar a visão limítrofe em favor de uma mais flexível, mais conciliadora. Adicionalmente, é

³ Committee on International Economic Policy and Reform (2011), entre outros, resume os principais temas debatidos no pós-crise.

preciso monitorar melhor potenciais riscos de cauda, assim como dispor de um conjunto de instrumentos variado, e agir tempestivamente para prevenir ou mitigar consequências negativas dos choques financeiros.

A terceira observação é de que a regulação financeira e prudencial pode desempenhar o papel de suavizar a pro-ciclicidade do setor financeiro, com implicações positivas para a estabilidade macroeconômica.

Por um lado, é importante lembrar que a regulação financeira e prudencial pode criar incentivos para que as instituições financeiras adotem as melhores práticas. Mudanças regulatórias podem incentivar a expansão ou retração da concessão de crédito do sistema financeiro o que, naturalmente, tem implicações macroeconômicas.

Mas, por outro lado, a crise demonstrou que apenas as regras micro-prudenciais, aplicadas isoladamente, não necessariamente têm alcance sistêmico. E os riscos sistêmicos, quando se concretizam, criam espiral negativa que pode levar instituições ou mesmo o sistema à insolvência, com implicações macroeconômicas desastrosas.

Nesse contexto, a crise financeira chamou a atenção para a necessidade de a regulação prudencial estendida a uma dimensão macro-prudencial poder desempenhar um papel de suavização do ciclo, ou mesmo agir de maneira contra-cíclica, ao incentivar as instituições a constituir reservas (de capital e liquidez, por exemplo) no período de bonança para serem usadas em períodos de retração.

Por fim, a quarta observação não é nova. A crise propiciou um debate saudável sobre a necessária coordenação de políticas fiscal, monetária e prudencial-regulatória para uma eficiente prevenção de desequilíbrios e, portanto, preservação da estabilidade.

3. BANCOS CENTRAIS, A POLÍTICA MONETÁRIA E A REGULAÇÃO PRUDENCIAL NO PÓS-CRISE

Essas quatro observações, isolada ou conjuntamente, têm diversas implicações diretas e indiretas para os bancos centrais. Implicações na forma de como eles devem se organizar; na definição de suas responsabilidades; e no modo como devem conduzir suas políticas visando ao cumprimento de seus mandatos legais.

Hoje vou me ater a apenas dois aspectos: (a) a responsabilidade dos bancos centrais com a estabilidade financeira e (b) a interação da política monetária e da política de regulação prudencial, aqui abrangendo os aspectos micro e macro prudenciais.

3.1. A RESPONSABILIDADE DOS BANCOS CENTRAIS COM A ESTABILIDADE FINANCEIRA

Como mencionei, no período anterior à crise houve uma tendência de afastar a responsabilidade pela manutenção da estabilidade financeira dos bancos centrais, seguindo uma leitura rígida do princípio da separação.

Com isso, alguns países retiraram dos seus bancos centrais a responsabilidade direta de monitoramento e manutenção da estabilidade financeira. Outros a mantiveram como uma de suas atribuições; mas colocaram-na em segundo plano institucional. E outros ainda foram além. Transferiram tal atribuição para uma entidade independente, na maioria dos casos denominadas Autoridade de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Authority*).

A crise atual, no entanto, levou à reflexão sobre esses modelos que minimizaram ou mesmo afastaram dos bancos centrais a responsabilidade pela estabilidade financeira.

Dessas reflexões conseguimos extrair até o momento que:

- a estabilidade financeira é condição necessária para a estabilidade macroeconômica;
- a regulação prudencial, em vários aspectos, pode ter implicações macroeconômicas, e
- a pró-ciclicidade da intermediação financeira pode comprometer a estabilidade macroeconômica e, portanto, deve ser suavizada pelos instrumentos prudenciais e regulatórios.

Adicionalmente, a crise explicitou também as dificuldades de coordenação, comando e definição de responsabilidades desses modelos com duas agências autônomas, principalmente nos momentos mais críticos, que demandam diagnósticos rápidos e ações tempestivas.

O debate no pós-crise, portanto, está ocasionando uma revisão dos modelos de coordenação entre agências e, aparentemente aponta para a unificação. Assegurar a estabilidade financeira passou a ser visto também como atribuição prioritária do banco central⁴, e movimentos concretos estão sendo observados, no sentido de coordená-la com a missão de estabilidade de preços, de trazê-la de volta para dentro dos bancos centrais. No mínimo, esses movimentos visam ampliar e fortalecer a coordenação entre o banco central e a autoridade responsável pela supervisão financeira.

Na Inglaterra, por exemplo, o regulador prudencial passará a ser uma subsidiária integral do banco central inglês (*Bank of England - BoE*). E foi criado um comitê de política financeira presidido pelo presidente do banco central com a missão de identificar, monitorar e adotar ações visando assegurar a estabilidade financeira.

Na Zona do Euro foi criado o Conselho Europeu de Avaliação de Risco Sistêmico (*European Systemic Risk Board - ESRB*), comandado pelo presidente do Banco Central Europeu (*European Central Bank - ECB*), com a participação de todos os presidentes de bancos centrais da Zona do Euro.

No nosso caso, o Banco Central do Brasil sempre teve como missão assegurar a estabilidade de preços e a estabilidade financeira. Esse modelo se mostrou eficaz no auge da crise. O comando único exercido pela Diretoria Colegiada sobre ambas as atribuições foi crucial na coordenação das ações que foram adotadas de forma tempestiva, permitindo que o Brasil superasse a crise e retomasse a trajetória de crescimento mais rápido do que muitos de nossos pares.

Não obstante isto, em 2011, criamos o Comitê de Estabilidade Financeira (Comef), ampliando a coordenação do processo interno de avaliação da estabilidade financeira e de definição de diretrizes e estratégias para mitigar riscos ao Sistema Financeiro Nacional.

3.2. A INTERAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA E DA POLÍTICA DE REGULAÇÃO (MACRO E MICRO) PRUDENCIAL

Passo agora ao segundo aspecto: a interação da política monetária com as políticas micro e macro prudenciais.

⁴ Bernanke (2010), por sua vez, reconhece que as funções de estabilidade financeira e monetária são complementares e atualmente são vistas como tendo o mesmo grau de importância no âmbito dos bancos centrais.

A visão preponderante do papel dos bancos centrais no que concerne à estabilidade financeira no pós-crise de 2008 tem motivado um intenso debate nos meios acadêmicos e nos fóruns internacionais de como os bancos centrais devem conduzir as políticas monetária e de regulação micro e macroprudenciais. Esse debate tem sido intenso e em várias dimensões, em especial, no que diz respeito à interação dessas duas políticas e de seus respectivos instrumentos.

Ainda não observo um consenso. O que está surgindo nos debates é um pragmatismo que respeita o princípio de Tinbergen: dois instrumentos para dois objetivos.

Por isso, gostaria aqui de reiterar o que disse anteriormente sobre o meu ponto de vista, levando em consideração as missões institucionais do Banco Central do Brasil.

Primeiro, considero que a política monetária deve ser conduzida focando o objetivo de assegurar a estabilidade de preços.

Segundo, avalio que as políticas micro e macro prudenciais devem ser conduzidas com o objetivo de assegurar a estabilidade financeira.

Contudo, não podemos ignorar que suas ações, seus objetivos e seus impactos apresentam fortes interconexões. E essa foi uma das lições mais contundentes da crise. Por isso, posso afirmar que a existência dessas interconexões é hoje reconhecida, tanto na academia quanto nos fóruns que reúnem os banqueiros centrais.

Logo, mesmo que conduzidas com o foco em objetivos distintos, as políticas monetária e prudencial são complementares. As ações de uma afetam os objetivos da outra, no curto, no médio e no longo prazo. E vice e versa⁵.

É difícil imaginar um sistema financeiro estável em um cenário macroeconômico de alta volatilidade. Assim como é difícil imaginar que um sistema financeiro instável não traga repercussões para o ambiente macroeconômico.

Mais do que isso, o uso do principal instrumento de manejo da política monetária, a meta da taxa de juros de curto prazo, tem implicações nos preços dos ativos e nas políticas de crédito das instituições financeiras. E dependendo do contexto, implicações sobre a estabilidade financeira. Por outro lado, regras micro e macro prudenciais repercutem sobre as políticas de crédito das instituições financeiras, com reconhecidas externalidades macroeconômicas.

A complementaridade permeia também os trabalhos das equipes diretamente responsáveis pelas políticas monetária e de regulação prudencial⁶. Por um lado, informações macroeconômicas, inclusive quanto a cenários prováveis, são utilizadas nos exercícios de teste de estresse do sistema financeiro, os quais orientam as políticas micro e macro prudenciais. Por outro lado, informações sobre as condições e perspectivas do mercado de crédito colhidas junto à área de supervisão são utilizadas nos modelos macro-econômicos, orientando as decisões de política monetária.

Logo, a condução dessas políticas – monetária e prudencial – não implica que suas ações não tenham repercussões uma sobre a outra. Também que haja um intenso intercâmbio de informações e análise entre as distintas equipes. O reconhecimento da importância dessa interação, inclusive, tem motivado a reincorporação nos bancos centrais das atribuições relacionadas à estabilidade financeira.

⁵ De Gregório (2011) faz uma sucinta relação das interações direta e indireta das políticas de estabilidade macroeconômica e financeira.

⁶ Bernanke (2010) ressalta a interação entre os macroeconomistas e os supervisores na condução dos respectivos trabalhos.

E exatamente nesse sentido que o Banco Central vem trabalhando. As ações de política monetária têm como objetivo a estabilidade de preços. As ações micro e macroprudenciais têm como objetivo a estabilidade financeira. Mas o Banco Central reconhece, e mais do que isso, considera nos distintos processos decisórios, que as ações adotadas no âmbito de cada uma dessas políticas têm repercussões sobre os objetivos da outra.

4. O REGIME DE METAS PARA A INFLAÇÃO

Como mencionei anteriormente, a crise atual promoveu várias mudanças, tanto na forma de pensar da academia, quanto na prática dos reguladores e dos mercados. Mas não mudou o entendimento majoritário de que o regime de metas para a inflação é o mais adequado arcabouço para a condução da política monetária⁷. E isso se deve à sua simplicidade, fácil aferição e transparência.

O regime de metas para a inflação é um arcabouço que combina um compromisso claro com a estabilidade de preços, mas com flexibilidade suficiente para absorver choques econômicos, minimizando assim desvios abruptos do produto em relação ao seu potencial.

O regime de metas para a inflação saiu fortalecido da crise, inclusive com novos adeptos, mesmo que não tenham reconhecido a adoção do regime explicitamente. É o caso, por exemplo, do Banco Central dos Estados Unidos (*Federal Reserve - FED*), que, no comunicado da reunião do seu comitê de política monetária de janeiro de 2012, explicitou seu entendimento de que uma inflação de 2% ao ano é consistente com o seu mandato estatutário. Decisão parecida adotou o Banco Central do Japão (*Bank of Japan - BoJ*), que em fevereiro deste ano, explicitou o compromisso com uma inflação ao consumidor igual a 1% ao ano.

Não obstante isto, a crise trouxe desafios adicionais para os bancos centrais que adotam o regime de metas para a inflação. O mais consensual deles é a necessidade de aperfeiçoar o entendimento teórico, empírico e operacional da forma como os desenvolvimentos no âmbito dos mercados financeiros influenciam os canais de transmissão, e em particular o canal do crédito. Hoje, como nunca, é preciso incorporar nos modelos macroeconômicos utilizados na condução da política monetária informações representativas do setor financeiro e de preços de ativos. Nessa mesma linha, há também o desafio de inserir nos modelos macroeconômicos, de forma mais explícita e completa, a questão fiscal. Os estudos tanto na academia quanto nos departamentos de pesquisas dos bancos centrais já trilham esses caminhos.

A crise também explicitou que os bancos centrais precisam avançar em termos de comunicação.

5. A COMUNICAÇÃO

Em um mundo ainda em crise, é fundamental que a comunicação, um componente importante do regime de metas, seja também debatida e aperfeiçoada. Quero fazer aqui algumas breves observações.

Em primeiro lugar, estamos observando uma evolução à la Blinder para uma maior transparência na comunicação, avançando na saída do hermetismo que prevaleceu no passado⁸. Muitos bancos centrais, mesmo antes da crise, evoluíram para uma comunicação mais direta, inclusive em alguns casos com indicações explícitas sobre a evolução quantitativa projetada de suas taxas básicas. Não

⁷ Svensson (2010) contém uma discussão ampla do regime de metas para a inflação no pós-crise.

⁸ Blinder (2009) apresenta uma abrangente discussão sobre a literatura e a prática da comunicação de bancos centrais.

se trata apenas de fortalecer os mecanismos de formação de expectativas dos agentes, mas também de evitar que interpretações com variância excessiva possam afetar o funcionamento dos mercados.

Em segundo lugar, estamos vivendo um período excepcionalmente complexo para a economia global: é possível que estejamos nessa fase da crise com equilíbrios múltiplos e com uma grande variância no cenário internacional. Basta observar a rapidez com a qual se modificou nas últimas semanas a perspectiva de crescimento nos EUA, a probabilidade de resolução da crise na Zona do Euro ou até os dados, por vezes contraditórios sobre o pouso suave na China. Para quem projeta dados macroeconômicos a vida está mais difícil. Por essa razão, todos os bancos centrais têm buscado fornecer indicações e comunicações explícitas ou “forward guidance”, acompanhadas com uma repetida mensagem de que esses indicativos sempre estão condicionados ao conjunto de informações disponível a cada momento. E se esse conjunto é mais volátil, naturalmente isso se reflete na necessidade de ajustar-se mais frequentemente aos desdobramentos do cenário existente.

Ou seja, ao benefício de uma maior transparência na comunicação se contrapõem mudanças mais frequentes nas sinalizações. Mas não penso que por conta disso vamos ou devemos retornar ao hermetismo do passado ou a um estilo de comunicação que permanece em generalidades e perde em precisão. Nesse momento de transição, esse *trade-off* apenas tende a acarretar um custo reputacional um pouco maior para os bancos centrais.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Senhoras e Senhores

O programa do seminário deste ano foi especialmente preparado para que possamos explorar ainda mais as lições da crise.

Espero que os debates sejam proveitosos e contribuam para o fortalecimento do regime de metas para a inflação no Brasil. Em especial, para aperfeiçoarmos o entendimento teórico, empírico e operacional da forma como os fatores financeiros influenciam os canais de transmissão, e em particular, o canal do crédito. Com um entendimento mais amplo e preciso do papel do mercado financeiro, poderemos compreender melhor a interação dos objetivos de estabilidade macroeconômica e financeira.

Por fim, gostaria de agradecer novamente a todos os expositores e coordenadores que prontamente aceitaram o convite para participar deste Seminário. Bem como parabenizar todos que participaram na sua construção e coordenação.

Muito obrigado.

Alexandre A. Tombini

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bernanke, Ben (2010). “The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice”. Discurso no *56th Economic Conference Federal Reserve Bank of Boston*, Boston, Massachusetts.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro (2010). “Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF Staff Position Note SPN/10/03, fevereiro de 2010.
- Blinder, Alan S. (2009). “Talking about monetary policy: the virtues (and vices?) of central bank communication”. BIS Working Papers, nº 274, março de 2009.
- Borio, Claudio (2011). “Central banking post-crisis: What compass for uncharted Waters ?”. BIS Working Papers Nº 353, setembro de 2011.
- Committee on International Economic Policy and Reform (2011). “Rethinking Central Banking”, setembro de 2011.
- De Gregório, José (2011). Capital flows and the interaction between macroprudential policy and monetary policy”. Discurso no *Central Bank of Chile Annual Conference on Capital Mobility and Monetary Policy*, Santiago, Chile.
- Stark, Jürgen (2010). “In search of a robust monetary policy framework”. Discurso na 6th ECB Central Banking Conference, Frankfurt, Alemanha, 19 November 2010.
- Svensson, Lars E. O (2010). “Inflation Targeting”. NBER, Working Paper 16.654.