

## ĂȘTEPTĂRILE INFLAȚIONISTE DIN PERSPECTIVA EFICIENTIZĂRII POLITICII MONETARE

*Prof. univ. dr. Oleg STRATULAT, ASEM  
Dr. Andrei ROTARU, ASEM*

*Credibilitatea și responsabilitatea unei bănci centrale care promovează politica monetară bazată pe regim de țintire a inflației sunt esențiale, fiindcă stimulează ancorarea de durată a așteptărilor inflaționiste ale agenților economici și persoanelor fizice. Deciziile și comportamentul acestora trebuie să se bazeze, într-o măsură tot mai mare, pe informațiile furnizate de către banca centrală, în special, dacă aceasta este transparentă în procesul decizional. În realitate, anticipările inflaționiste ale agenților economici și, în special, ale persoanelor fizice sunt de multe ori adaptive sau chiar iraționale.*

*Evoluția inflației în Republica Moldova, pe parcursul ultimilor ani, și promovarea unei politici monetare previzibile și transparente permite agenților economici să-și formeze așteptările inflaționiste pentru un ciclu economic, de producție, totodată, ținând cont de prognoze inflaționiste ale Băncii Naționale a Moldovei și așteptările neoficiale pe piața internă și externă.*

**Cuvinte-cheie:** așteptări inflaționiste, politică monetară, obiectiv fundamental, bancă centrală, evaluarea așteptărilor inflaționiste.

**JEL:** E5, E52, E58

**Introducere.** Evoluțiile economice recente denotă tot mai multe riscuri, deficiențe, incertitudini, fapt care impune necesitatea eficientizării politicilor macroeconomice de natură financiară. Această exigență este valabilă și pentru politica monetară.

Politica monetară, privită prin prisma obiectivelor urmărite și gama instrumentelor aplicate, se reaflă în diferite tipuri, genuri, regimuri etc. Trecerea în revistă a strategiilor de politică monetară, consimțite de băncile centrale în ultimele decenii, relevă predominanța celor de țintire a inflației. Respectiva situație provoacă interes sporit față de tot ce se află în conexiune directă și indirectă cu inflația. În acest sens, un nou impuls privind cercetarea teoretică și valorificarea practică a resimțit și fenomenul așteptărilor<sup>1</sup> inflaționiste (eng. *inflation expectations*).

Conceptul de „așteptări”, în gândirea economică, apare la mijlocul secolului al XX-lea, meritul

## INFLATION EXPECTATIONS FROM THE PERSPECTIVE OF MONETARY POLICY EFFECTIVENESS

*Professor, PhD Oleg STRATULAT, ASEM  
PhD Andrei ROTARU, ASEM*

*Credibility and responsibility of a central bank, which promotes the monetary policy based on inflation target strategy, are essential because they stimulate long-term anchoring of inflation expectations of the legal entities and natural persons. Their decisions and behaviour must be increasingly based on the information presented by the central bank, especially if it is transparent in the decision-making process. In fact, the inflation expectations of legal entities and, especially of natural persons, are often adaptive or even irrational.*

*The evolution of the inflation rate in the Republic of Moldova during the last years and promotion of a predictable and transparent monetary policy give an opportunity for legal entities to create inflation expectations for an economic cycle, while at the same time taking into consideration the inflation forecasts of the National Bank of Moldova and non-official internal and external market expectations.*

**Key words:** inflation expectations, monetary policy, main objective, central bank, appreciation of inflation expectations.

**JEL:** E5, E52, E58

**Introduction.** Recent economic developments involve an increasing number of risks, deficiencies, uncertainties that call for the necessity to improve the macroeconomic financial policies. The monetary policy is not an exception.

The monetary policy, viewed through the objectives to be achieved and the range of instruments applied, can be identified in various types, groups, regimes etc. While considering the strategies of the monetary policy approved by the central banks in the last decades, one can reveal the dominant position of those that target inflation. The respective state of affairs draws increased interest in everything that is either directly or indirectly related to inflation. Thus, the phenomenon of inflation expectations<sup>1</sup> has also urged for theoretical research and practical implementation.

<sup>1</sup> În literatura de specialitate de limbă română, frecvent, se întâlnește, în sensul respectiv, cuvântul *anticipație* (ceea ce este echivalent cu *anticipare* – acțiunea de a anticipa, respectiv „a face sau a spune ceva înainte de o anumită dată (fixată) sau înaintea timpului convenit”). În articolul prezent, preferăm utilizarea cuvântului *așteptare* – „acțiunea de a (se) aștepta și rezultatul ei”. / In the present article the word „expectation” means „the action of expectation and its result”.

fiind atribuit, după relatările unor cercetători<sup>1</sup>, lui John R. Hicks<sup>2</sup>.

Într-o interpretare sugestivă, se poate afirma că așteptarea, în sens economic, este rezultatul explicit și măsurabil al previziunii evoluției viitoare ale prețurilor, vânzărilor, veniturilor, taxelor și altor indicatori micro- și macroeconomici. În așa mod, așteptările inflaționiste reprezintă o rată a inflației, care, în opinia indivizilor și agenților economici (consumatori, investitori, intermediari etc.), va predomina în perioadele viitoare.

Așteptările inflaționiste determină atât comportamentul economic al persoanelor fizice și juridice, influențând direct evoluția investițiilor și consumului, cât și direcția evoluției economiei naționale, cuantificând valoarea viitoare a fluxurilor financiare și proceselor economice reale.

Așteptările inflaționiste joacă un rol important și major în realizarea politicii monetare. Întrucât numeroase bănci centrale au adoptat, în mod explicit sau implicit, un regim de țintire a inflației, asigurarea stabilității așteptărilor inflaționiste a devenit co-obiectiv principal. Existența decalajului între acțiunile de politică monetară și efectul lor asupra țintei, impune autoritățile monetare să se ghideze după previziuni și prognoze. Acest lucru face ca previziunile și prognozele inflației să fie esențiale pentru o politică monetară eficientă. De aici, devine înțeleasă opinia lui Michael Woodford, de altfel, suficient de răspândită, potrivit căreia politica monetară, în general, și țintirea inflației, în particular, poartă numele de „gestionare a așteptărilor”<sup>3</sup>.

Procesul inflaționist, fiind unul cu o anumită doză de inerție determinată atât de mărimea țării, cât și de nivelul de dezvoltare economică a ei, poate fi prognozat mai precis prin proiecții pe termen lung, decât în baza celor pe termen scurt. În această ordine de idei, comunicarea asupra așteptărilor inflaționiste capătă importanță majoră. Comunicarea se poate realiza în două moduri. Pe de-o parte, decalajul dintre inflația înregistrată și cea prognozată poate fi explicată de către banca centrală, inclusiv prin evidențierea factorilor, cauzelor, circumstanțelor etc., a tendințelor formate. Pe de altă parte, informațiile băncii centrale pot influența, în mod direct, formarea așteptărilor inflaționiste.

**Material și metodă.** Argumentele în favoarea unei mai mari transparențe în politica monetară se bazează pe doi piloni: responsabilitate și eficiență. Primul subliniază importanța transparenței în asigura-

The concept of “expectations” in economic thinking appeared in the middle of the XX century and, according to some researchers<sup>1</sup>, thanks to John R. Hicks<sup>2</sup>.

We suggest interpreting “expectation” economically as the explicit and measurable outcome of a forecast on further evolution of prices, sales, incomes, and fees/taxes and other micro and macroeconomic indicators. Consequently, we can state that inflation expectations represent a rate of inflation which, from the point of view of individuals and economic agents (consumers, investors, middlemen etc.) will hold a leading position in the times to come.

The inflation expectations determine both the economic behaviour of natural persons and legal entities, influencing directly the evolution of investments and consumption, and the trend of the national economy evolution quantifying the future value of the financial flows and of the real economic processes.

The inflation expectations play a major important role in carrying out the monetary policy. As many central banks adopted, either explicitly or implicitly, a strategy to target inflation, ensuring stable inflation expectations has become the main co-objective. The discrepancy between monetary policy actions and their impact on the target makes the monetary authorities follow forecasts. This fact determines inflation forecasts to be essential for an efficient monetary policy. Therefore, it becomes clear why, in Michael Woodford’s opinion, that is widely spread, the monetary policy, in general, and targeting inflation, in particular, bear the name of “management of expectations”<sup>3</sup>.

The inflationary process having a certain degree of inertia caused both by the size of the country and its level of economic development, may be forecasted with accuracy through long-term rather than short-time forecasts. This further leads to the idea that communication on inflation expectations becomes increasingly important. Communication can be carried out in two ways. On the one hand, the gap between the registered inflation and the one forecasted can be accounted for by the central bank by pointing out factors, causes, circumstances etc. of the established trends. On the other hand, the information of the central bank can directly influence the formation of inflation expectations.

**Materials and methods.** The arguments to support more transparency in the monetary policy rely on two factors: responsibility and efficiency. The for-

<sup>1</sup> BEAUD M.; DOSTALER G. *La pensee economique Keynes*/Published by SEUIL POCHE. 1996. ISBN 10: 2020289695 ISBN 13: 9782020289696. P. 293.

<sup>2</sup> HICKS, John R. *Value and Capital: An Inquiry Into Some Fundamental Principles of Economic Theory*. Oxford, Clarendon Press, 1946.

<sup>3</sup> WOODFORD, Michael. *Central-Bank Communication and Policy Effectiveness*”, in *The Greenspan Era: Lessons for the Future: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2005, pp. 399-474, Federal Reserve Bank of Kansas City.

rea controlului și penalizării factorilor de decizie din partea publicului. Al doilea relevă transparența ca factor de îmbunătățire a capacității politicii monetare de țintire exactă a inflației prin sincronizarea obiectivului fundamental cu așteptările inflaționiste.

De altfel, ambele argumente în favoarea transparenței au fost contestate. Criticii țintirii inflației susțin că orice regim, care limitează bancă centrală la un singur obiectiv fundamental, cum ar fi cel de menținere a stabilității prețurilor, poate determina banca centrală să ignore efectele deciziilor sale asupra altor indicatori care caracterizează bunăstarea economică.

În plus, unii experți și analiști sunt de părere că transparența poate reduce, de fapt, capacitatea băncii centrale de a participa la politicile de stabilizare economică. Aceștia afirmă că politica monetară are efecte reale, doar în măsura în care ea poate surprinde publicul. Prin crearea unei inflații „surpriză”, banca centrală este în măsură să stimuleze sectorul real. Întrucât publicul nu poate fi surprins, în mod sistematic, în ceea ce privește așteptările raționale, încercarea de a concepe o expansiune economică conduce doar la modificarea inflației medii. În cazul în care transparența reduce capacitatea băncii centrale de a genera surprize, aceasta slăbește aspirațiile ei de a se angaja în politica expansionistă. În consecință, scade rata de echilibru a inflației.

Transparența în politica monetară este apreciată, de unii autori, ca avantaj evident<sup>1</sup>. Cu toate acestea, dacă scopul băncii centrale de a se angaja în politicile de stabilizare este tot o funcție a capacității acesteia de a genera o inflație-surpriză, atunci transparența reduce această capacitate. Acest lucru limitează potențialul politicii de a reduce fluctuațiile economice. Transparența poate lăsa banca centrală în imposibilitatea de a amortiza șocurile macroeconomice asupra economiei reale. În prezent, economiștii apreciază, în mod diferit, rolul pe care îl poate avea politica sistematică și predictibilă asupra economiei reale. Surprizele nu sunt singurele care contează. Efectele transparenței pot să difere considerabil atunci când predictibilitatea politicii monetare joacă un rol important în economie.

Politica monetară influențează inflația și economia reală mai ales prin impactul său asupra așteptărilor din sectorul privat cu privire la ratele viitoare ale dobânzilor, inflației și creșterii producției. Așteptările cu privire la evoluția instrumentelor (traectoria așteptată a instrumentelor utilizate) contează și afectează rentabilitatea activității economice și ratele dobânzii nominale pe termen lung. La rândul său, așteptările privitoare la dezvoltările viitoare ale economiei reale și ale ratelor dobânzii reale pe termen lung afectează deciziile curente și planurile pentru economia reală.

mer emphasizes the importance of transparency to ensure control and penalty of the decision-making factors by the public. The latter reveals transparency as a factor to improve the monetary policy capacity to accurately target inflation by synchronizing the fundamental objective and the inflation expectations.

Nevertheless, both arguments in favour of transparency have been formally opposed. The critics of targeting inflation claim that any regime that limits the central bank to a single fundamental objective, such as the one to maintain price stability, can determine the central bank to ignore the effects of its decisions on other indicators that depict the economic welfare.

Moreover, some experts and analysts believe that transparency can reduce, as a matter of fact, the capacity of the central bank to take part in the policies for economic stability. They state that the monetary policy has real effects only to the extent of its surprise effect on the public. By generating “a surprise” inflation, the central bank is in the position to stimulate the real sector. As the public cannot be taken by surprise systematically with regard to rational expectations, the attempt to conceive an economic expansion leads only to the modification of the average inflation. In case that transparency reduces the central bank’s capacity to generate surprises, this fact lowers its aspirations to engage in the expansion policy. Consequently, the rate of inflation equilibrium decreases.

Transparency in the monetary policy is appreciated as a clear advantage by some authors<sup>1</sup>. Despite all that, if the objective of the central bank to engage in policies for stability is also a function of its capacity to yield a surprise-inflation, then transparency diminishes this capacity. This fact limits the potential of the policy to reduce economic fluctuations. Transparency can prevent the central bank from depreciating the macroeconomic shocks on the real economy. At present, economists appreciate differently the impact that the systematic and predictable policy can have on the real economy. Surprises are not the only ones that matter. The effects of transparency can differ considerably when the monetary policy predictability plays an important role in the economy.

The monetary policy influences inflation and the real economy especially through its impact on the expectations in the private sector with regard to future rates of inflation, interests and production growth. The expectations on the evolution of instruments (the expected trend of the instruments applied) matter and affect the economic activity profitability and the long-term nominal interest rates. In their turn, expectations on further development of the real economy and of the long-term real interest rates have an impact on the current decisions and the plans for the real economy.

<sup>1</sup> FAUST, Jon; SVENSSON, Lars E. O. The Equilibrium Degree of Transparency and Control in Monetary Policy. *Journal of Money, Credit, and Banking*, May 2002, v. 34, iss. 2, pp. 520-539.

Astfel, transparența face ca politica monetară să fie mai previzibilă, în mod direct, prin eficientizarea gestionării așteptărilor din sectorul real. Publicarea previziunilor inflaționiste și prognozelor economice este deja o obișnuință în rândul băncilor centrale cu o strategie de țintire a inflației. Pentru realizarea acțiunilor preconizate în contextul inflației sau referitoare la sectorul real este nevoie de previziunea ratei dobânzii sau a unei ipoteze referitoare la traiectoria ratei dobânzii. Evoluțiile ratei dobânzii pot duce la sporirea inflației și la descreșterea sectorului real al economiei.

Unele contraargumente din literatura de specialitate, referitoare la publicarea evoluțiilor instrumentelor utilizate<sup>1</sup>, par inventate. Acestea susțin că informațiile publice pot diminua bunăstarea socială. În demonstrarea tezei, se spune că, deoarece informațiile publice sunt cunoscute de întregul sector real și pot influența comportamentul tuturor agenților economici, este logic ca fiecare agent să dea o mai mare importanță informațiilor publice decât opiniei proprii. În cazul în care informațiile publice sunt cu un nivel de încredere scăzut, sectorul real are o încredere mai mare în informațiile de proastă calitate, ceea ce poate duce la deteriorarea bunăstării sociale. Cu toată coerența sa, raționamentul expus este mai mult în favoarea modelării așteptărilor.

În acest sens, cercetările recente cu privire la formarea așteptărilor introduc noțiunea de învățare, ce presupune o evoluție în timp a gândirii agenților care formează așteptările inflaționiste. Totodată, pe lângă importanța formării așteptărilor inflaționiste de societate și agenții economici, impactul acestora asupra indicatorilor macroeconomici este tot mai resimțit.

Importanța practică a așteptărilor inflaționiste, ca un factor determinant al cererii agregate, s-a evidențiat prin rata inflației ascendentă pe parcursul anilor '70 ai secolului al XX-lea, atestată în țările cu economie de piață. Inflația creștea constant, în pofida faptului că se promova o politică fiscală restrictivă. Societatea era în permanentă așteptare a majorării prețurilor. Odată cu evidențierea acestei conexiuni, pentru reducerea inflației, în anii '80, a fost utilizată manipularea așteptărilor inflaționiste. În consecință, pe parcursul anilor '90 inflația a fost menținută la nivel scăzut.

Cu toate că autoritățile monetare caută să stabilizeze așteptările inflaționiste pe termen lung, monitorizarea inflației pe termen scurt și mediu este la fel de importantă. În plus, promovarea politicii monetare axate pe continuarea procesului dezinflaționist necesită, pe lângă prognoze pe termen mediu și scurt, și evaluarea opiniei persoanelor fizice și juridice asupra situației economice curente și așteptărilor inflaționiste.

În acest sens, pornind de la faptul că obiectivul fundamental al Băncii Naționale a Moldovei este asigurarea menținerii stabilității prețurilor, autoritatea mone-

Consequently, transparency makes the monetary policy more predictable directly via an efficient management of the real sector expectations. Publishing inflation forecasts and future economic trends is customary among the central banks whose priority is to target inflation. In order to undertake actions designed for inflation or related to the real sector, one must forecast the interest rate or hypothetically refer to the evolution of the interest rate. The evolution of the interest rate can lead to an increase of inflation and a decrease of the real sector of the economy.

Some counter-arguments provided in the specialty literature with regard to the publication of the evolution of the applied instruments seem<sup>1</sup> unreal. They support the idea that public information can lower social welfare. Thus, as public information is made available to the whole real sector and can influence the behaviour of all the economic agents, it is logical to suppose that every agent will value public information more than his personal opinion. When public information is not fully reliable and accurate, the real sector appreciates more low quality information that may further lead to a tarnished social welfare. The above-mentioned arguments speak more in favour of shaping expectations.

Furthermore, recent study on creating expectations launches the notion of learning, which implies a time evolution of agents' thinking with regard to creating inflation expectations. Moreover, along with the importance of creating inflation expectations by the society and the economic agents, their impact on macroeconomic indicators is on the increase.

The practical importance of the inflation expectations as a decisive factor for the aggregated demand stood out due to the increasing rate of inflation during the '70s of the XX century, in market economy countries. Inflation went up steadily, despite a restrictive fiscal policy. The society always expected price increases. Thus, in order to reduce inflation in the '80s they manipulated the inflation expectations. As a result, in the '90s inflation was kept at a low level.

Although monetary authorities attempt to level off the long-term inflation expectations, monitoring short and medium-term inflation is also very important. In addition, promoting the monetary policy focused on a sustainable non-inflation process does not only call for short and medium-term forecasts, but also for the evaluation of natural persons' and legal entities' opinion on the current economic situation and inflation expectations.

Further on, as the main objective of the National Bank of Moldova is to ensure price stability, the national monetary body takes into account the inflation expectations in the process of developing and promoting the monetary policy.

<sup>1</sup> MORRIS, S.; SHIN H.S. Social Value of Public Information. In: *American Economic Review*, 92(5), 2002, pp. 1521-1534.

tară națională, în contextul elaborării și promovării politicii monetare, ia în considerare așteptările inflaționiste.

Promovarea politicii monetare orientate spre încadrarea ratei inflației, în intervalul declarat, necesită, pe lângă prognoze pe termen mediu și scurt, și evaluarea opiniei persoanelor fizice și juridice asupra situației economice curente și așteptărilor inflaționiste. În luna mai 2011, Banca Națională a Moldovei a lansat pe pagina oficială *Chestionarul pentru studiul consumatorilor și mediului de afaceri*, având drept scop acumularea informației cu privire la evaluarea situației curente în economia națională și prognoze pe termen mediu și scurt ale diferitelor segmente ale societății.

Chestionarul a fost elaborat în corespundere cu recomandările Directoratului general pentru afacerile economice și financiare al Comisiei Europene și se bazează pe cele mai bune practici internaționale. Scopul Chestionarului pentru studiul consumatorilor și mediului de afaceri constă în evaluarea și estimarea așteptărilor inflaționiste pe termen scurt și mediu ale consumatorilor și mediului de afaceri.

Chestionarul este destinat interviuării persoanelor fizice și juridice. Completarea Chestionarului de către agenții economici, care dețin cote substanțiale în diferite ramuri, va îmbunătăți calitatea rezultatelor obținute și va prezenta opinia autentică a sectorului real al economiei Republicii Moldova.

Chestionarul pentru studiul consumatorilor și mediului de afaceri este elaborat pentru consumatori și agenți economici, după ramuri: industrie, servicii, comerț cu amănuntul, construcții, investiții și servicii financiare. Completarea chestionarului are loc în baza benevolă și anonimă lunar și/sau trimestrial.

În baza informației obținute din chestionarul pentru studiul consumatorilor și mediului de afaceri, se determină așteptările inflaționiste, care, în esență, reprezintă prognoze pe termen scurt și mediu ale consumatorilor și agenților economici cu privire la rata inflației.

**Concluzii.** Experiența băncilor centrale, care promovează politica monetară bazată pe strategia de țintire a inflației confirmă că politica monetară are o contribuție esențială în crearea și ancorarea așteptărilor inflaționiste.

Totodată, având în vedere perioada de transmisie a deciziilor de politică monetară, dar și șocurile externe și interne neașteptate ce pot interveni în economie, țintirea inflației devine țintirea inflației prognozate (eng. *inflation forecast targeting*), punându-se astfel un accent important pe caracterul anticipativ al strategiei și pe capacitatea acesteia de stabilizare a inflației în intervalul de încredere a țintei pe un orizont de timp mediu.

Banca Națională a Moldovei are o experiență modestă referitor la crearea așteptărilor inflaționiste, elaborarea unor instrumente de influență asupra acestora, coordonarea politicii monetare cu așteptările inflaționiste înregistrate și cuantificarea acestor așteptări în prognoze etc.

Promoting the monetary policy aimed at stabilizing the inflation rate does not require only short and medium-term forecasts, but also the appreciation of natural persons' and legal entities' opinion on the current economic situation and inflation expectations. In May 2011, the National Bank of Moldova launched *The consumer and business environment survey questionnaire* on its official site with the view to collecting information on the evaluation of the current situation in the national economy and short and medium-term forecasts of different layers of the society.

The questionnaire was designed in compliance with the recommendations of the Directorate-General for Economic and Financial Affairs of the European Commission and is based on the best international practices. Its purpose is to evaluate and estimate the short-term and medium-term inflation expectations of consumers and the business environment.

The Questionnaire is designed to interview natural persons and legal entities. Filling out the Questionnaire by the economic agents who hold considerable market shares in different branches will generate quality results and reveal the genuine opinion of the real sector of the national economy.

The consumer and business environment survey questionnaire is developed for consumers and economic agents as per branches: industry, services, retailing, constructions, investments and financial services.

Filling out the Questionnaire is a free, anonymous choice made monthly and/or quarterly. Thus, the collected information is used to determine the inflation expectations that, as a matter of fact, represent short-term and medium-term forecasts of consumers and economic agents with regard to the rate of inflation.

**Conclusions.** The experience of the central banks which promote the monetary policy targeting inflation confirms the fact that the monetary policy has a major contribution in creating and anchoring inflation expectations.

At the same time, while considering the time period when monetary policy decisions are further communicated and the external and internal shocks likely to occur unexpectedly in the economy, targeting inflation becomes inflation forecast targeting.

In this way, one can observe that a major emphasis is placed on the anticipative character of the strategy and its capacity to stabilize inflation within reliable target limits in the medium run.

The National Bank of Moldova has a modest experience in creating inflation expectations, developing some instruments to exercise influence on them, coordinating the monetary policy with the registered inflation expectations and quantifying these expectations into forecasts etc.

Cu toate acestea, pe fundalul sporirii credibilității politicii monetare în societate, activitățile respective se amplifică, fiind orientate la îndeplinirea obiectivului fundamental de menținere a nivelului prețurilor.

Despite all that, while the monetary policy credibility is on the increase in the society, the respective activities expand, aiming at price level stability as a major objective to be reached.

**Bibliografie/Bibliography:**

1. BEAUD M.; DOSTALER G. *La pensee economique Keynes*. Published by SEUIL POCHE. 1996.
2. BLINDER, A.S.; EHRMANN, M.; FRATZSCHER, M.; De HAAN, J.; JANSEN, D. *Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence*. In: *Journal of Economic Literature*, 46, 2008, pp. 910-945.
3. CARPENTER, S.B. *Transparency and Monetary Policy: What Does the Academic Literature Tell Policymakers?*. In: *Finance and economics discussion series*, 35, 2004, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
4. CUKIERMAN, A. *Accountability, Credibility, Transparency, and Stabilization Policy in the Eurosystem*. In: *The Impact of EMU on Europe and the Developing Countries*, edited by C. Wyplosz, pp. 40-75, Oxford University Press, 2001.
5. HICKS, John R.. *Value and Capital: An Inquiry Into Some Fundamental Principles of Economic Theory*. Oxford, Clarendon Press, 1946.
6. FAUST, Jon; SVENSSON, Lars E. O. *The Equilibrium Degree of Transparency and Control in Monetary Policy*. In: *Journal of Money, Credit, and Banking*, May 2002, v. 34, iss. 2, pp. 520-539.
7. WALSH, C. *Accountability, Transparency, and Inflation Targeting*. In: *Journal of Money, Credit, and Banking*, 35(5), October 2003, pp. 829-849.
8. MORRIS, S.; SHIN H.S. *Social Value of Public Information*. In: *American Economic Review*, 92(5), 2002, pp. 1521-1534.
9. WOODFORD, Michael. *Central-Bank Communication and Policy Effectiveness*. In: *The Greenspan Era: Lessons for the Future: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2005, pp. 399-474, Federal Reserve Bank of Kansas City.