

# **VOM AVEA DEFLAȚIE ȘI SURPLUSURI DE CONT CURENT?**

Preliminar

Lucian Croitoru

6 August 2013

Mulțumesc pentru comentarii utile colegilor mei Elena Iorga, Livia Rotaru, Mihai Copaciu și Tudor Grosu. Evident, responsabilitatea pentru eventuale erori îmi revine în întregime. Opiniile prezentate în această lucrare aparțin în întregime autorului și ele nu implică sau angajează în vreun fel Banca Națională a României.

## SUMAR

În acest studiu arătăm că rata inflației și contul curent s-au comportat conform unor regularități istorice, odată ce criza internațională a atins România, în a doua parte a anului 2008. Inflația a scăzut relativ accelerat pentru o bună perioadă de timp, iar deficitul contului curent s-a redus drastic, transformându-se (pentru prima dată în ultimii 23 de ani) în surplus în prima parte a anului 2013.

Gap-ul de producție a scăzut de la 9 la sută din PIB potențial în T2 2008 la minus 3,7 la sută în T1 2010. Șocurile pe partea ofertei și anticipațiile inflaționiste relativ mari au împiedicat ca această ajustare a gap-ului să se reflecte în scăderea inflației la niveluri care ar fi adus în discuție posibilitatea deflației. Inflația anticipată nu a coborât decât în puține situații sub limita de sus a benzii țintite de BNR. În consecință, în perioada analizată, banca centrală nu a putut să reducă rata dobânzii de politică monetară decât gradual.

Arătăm că în perioadele de boom economic, când gap-ul producției a fost pozitiv, contribuția cumulată a exporturilor nete la creșterea economică a fost negativă. Invers, în perioadele în care gap-ul producției a fost negativ, exporturile nete au avut o contribuție cumulată pozitivă la creșterea economică. Aceste date arată forța extrem de puternică a canalului exporturilor nete la creșterea economică.

Am folosit această relație pentru a arăta că economia ar putea opera cu deficite de cont curent relativ mici sau chiar cu surplusuri până în 2018 și că economia va reveni la rate de creștere relativ înalte și stabile abia în anul 2016.

De asemenea, arătăm că dacă țările dezvoltate vor continua să rămână în capcana lichidității, probabil că va deveni necesară o relaxare a politicii monetare în România. Dacă Fed, BCE și Banca Angliei vor renunța la politicile de relaxare cantitativă, atunci s-ar putea să devină necesară o întărire a politicii monetare.

În sfârșit, arătăm că este necesar ca politica fiscală în România să continue politica deficitelor bugetare relativ mici și să revină la politica de creștere mai rapidă a cheltuielilor de capital, în particular a celor dedicate infrastructurii, comparativ cu cheltuielile cu transferurile și cheltuielile curente. Aceasta ar asigura reducerea datoriei publice și ar contribui la creșterea productivității pe termen lung.

## 1. Introducere

Criza a produs o schimbare importantă pentru foarte multe țări: diferența dintre producția actuală și cea potențială (gap-ul PIB) a devenit negativă și a rămas așa în ultimii ani, reflectând prăbușirea cererii agregate<sup>1</sup>. La rândul ei, această schimbare exercită presiuni pentru reducerea inflației (sau chiar presiuni deflaționiste) și pentru ajustarea masivă a deficitului de cont curent.

În timp ce în unele țări aceste schimbări au fost foarte clar în linie cu predicțiile teoretice, în România, unii factori pe care îi vom menționa au făcut ca inflația să meargă în sens contrar, iar ajustarea contului curent să pară insuficientă în raport cu căderea cererii sau cu ajustări similare înregistrate în alte țări.

Totuși, în mod neașteptat pentru mulți, recent, contul curent a intrat pe surplus, iar datele arată că anul acesta inflația anuală va coborî de la aproape 6 la sută în ianuarie la aproape 3 la sută în decembrie. Este pentru prima dată în istoria ultimilor 23 de ani când economia va avea, la sfârșitul anului, atât inflația cât și deficitul de cont curent la niveluri relativ joase.

În mod firesc, apare întrebarea dacă aceasta este o nouă cale pe care se înscrie economia noastră sau este doar o situație temporară. Dintr-o perspectivă opusă se poate ridica întrebarea dacă gap-ul negativ al producției va duce la apariția de presiuni deflaționiste și la surpluse de cont curent pentru perioada următoare.

## 2. Inflația

Unul dintre principiile care ghidează politica monetară este acela că, pe termen scurt, fluctuațiile producției sunt determinate de cererea agregată, care este sensibilă la modificările în rata dobânzii<sup>2</sup>. Ținând cont de acest principiu, pentru claritate, vom porni de la

---

<sup>1</sup> Întotdeauna cererea agregată și producția agregată sunt egale. Evident, un șoc care mută cererea agregată în jos mută și producția agregată în același sens, pentru a rămâne egale. Până la restabilirea noului echilibru dintre cererea și oferta agregată, gap-ul producției va fi negativ.

<sup>2</sup> În mai 1997, The American Economic Review a publicat lucrările unui simpozion dedicat principiilor care ghidează politicile macroeconomice și modelarea macroeconomică. Au participat Robert Solow, John B. Taylor, Alan Blinder, Olivier Blanchard, Martin Eichenbaum. După citirea mea, ei au discutat următoarele idei: (i) trendul producției este determinat de factorii ofertei; (ii) pe termen scurt, oscilațiile în jurul acestui trend sunt determinate de cererea agregată; (iii) aceasta răspunde în mod direct la politica fiscală, existând un multiplicator fiscal pozitiv, și este sensibilă la modificările în rata dobânzii; (iv) există o legătură liniară simplă între schimbările procentuale ale produsului real și nivelul absolut al șomajului (legea lui Okun); (v) pe termen lung nu există un compromis între inflație și șomaj, adică orice încercare de a crește ocuparea utilizând politica monetară va rezulta în inflație; (vi) invers, niveluri scăzute ale inflației nu se asociază cu niveluri mai mari ale șomajului; (vii) astfel, inflația este întotdeauna un fenomen monetar iar obiectivul pe termen lung al politicii monetare trebuie să fie stabilizarea prețurilor; (viii) totuși, pe termen scurt, există un compromis între inflație și șomaj, posibil datorită existenței rigidităților reale și nominale, inclusiv a prețurilor și salariilor; (ix) fricțiunile financiare joacă un rol important în ciclurile de afaceri, putând duce la perioade de recesiune sau stagflație. Cele mai multe fluctuații economice agregate nu sunt datorate șocurilor de politică monetară; (x) anticipațiile publicului reacționează la politici și de aceea politicile trebuie să fie credibile și transparente în legătură cu obiectivele lor (un alt fel de a spune acest lucru este că abilitatea agenților privați de a discerne acțiuni sistematice de politică contribuie la eficiența politicii monetare); (xi) evaluarea politicilor trebuie făcută pe baza unei serii de schimbări în instrumentul de politică monetară legate printr-o regulă. În 1999, Clarida, Gali și

descompunerea inflației în două componente: inflația de bază, care este mai sensibilă la variațiile cererii agregate (sensibilă, la rândul ei, la modificările ratelor dobânzii) și inflația bunurilor ale căror prețuri sunt volatile, administrate sau sunt în mod semnificativ influențate de reglementări fiscale (de exemplu, accize). În această a doua categorie sunt combustibilii, legumele, fructele, ouăle, tutunul și alcoolul etc.

Legătura inflației cu gap-ul producției, care reflectă modificările în cererea agregată, se face prin intermediul inflației de bază, printr-o curbă Phillips *neo-keynesistă*. În forma *standard* a acestei curbe, inflația la un moment dat depinde de gap-ul costurilor marginale, de anticipațiile agenților economici privind inflația și de factori neexplicați (șocuri pe partea ofertei).

În practică, pentru a face estimarea curbei Phillips mai simplă, în locul gap-ului costurilor marginale, multe modele utilizează gap-ul producției<sup>3</sup>. Pentru a introduce mai mult realism se adaugă și alte variabile, cum ar fi inflația bunurilor de consum din import sau componenta inerțială a inflației, obținându-se o curbă Phillips *hibridă*<sup>4</sup>, astfel ca influența factorilor neexplicați să fie cât mai mică.

Din perspectiva neokeynesistă, dacă economia operează la potențial și nu apar șocuri, inflația de bază este egală cu inflația anticipată. Evident, această condiție nu este strict îndeplinită în practică<sup>5</sup>, dar în general inflația anticipată tinde să fie componenta principală a inflației de bază. Și în România, în ultimul deceniu, contribuția cea mai mare la formarea inflației de bază au avut-o anticipațiile inflaționiste, în pofida faptului că economia nu a funcționat, în toată această perioadă, la potențial.

---

Gertler (1999), au identificat 13 rezultate cu un grad relativ mare de generalitate. Mai recent, Mishkin (2007) a ajuns la concluzii similare când a analizat principiile care ar trebui să guverneze conducerea politicii monetare: •*nu există compromis pe termen lung între șomaj și inflație*; •*inflația persistentă este întotdeauna un fenomen monetar*; •*politica monetară nu este neutră pe termen scurt*; •*anticipațiile joacă un rol crucial în determinarea inflației și în transmiterea politicii monetare în economie*; •*politica monetară este eficientă pentru că anticipațiile publicului reacționează la aceasta*; •*evaluările credibile ale politicii monetare sunt cele bazate pe reguli relativ permanente referitoare la instrumentul de politică*; •*pe termen scurt fluctuațiile output-ului sunt determinate de cererea agregată, care este sensibilă la rata dobânzii*; •*cele mai multe fluctuații economice agregate nu sunt datorate șocurilor de politică monetară*; •*fricțiunile financiare joacă un rol important în ciclurile de afaceri*. Blinder a spus că acest nucleu de model "nu este perfect" dar este "atât util cât și utilizat extensiv în analiza politicilor, unde contactul cu realitatea este necesar, și nu poți să lupți împotriva a ceva cu nimic" (Blinder, 1997).

<sup>3</sup> Utilizarea în practică a gap-ului de producție nu este lipsită de riscuri. În modelul neo-keynesist, deviația producției este considerată față de nivelul producției care s-ar obține dacă prețurile ar fi total flexibile, adică în lipsa rigidităților nominale. Deviația PIB de la trendul său este diferită, conceptual, de deviația producției de la nivelul său potențial (vezi Gali, 2000).

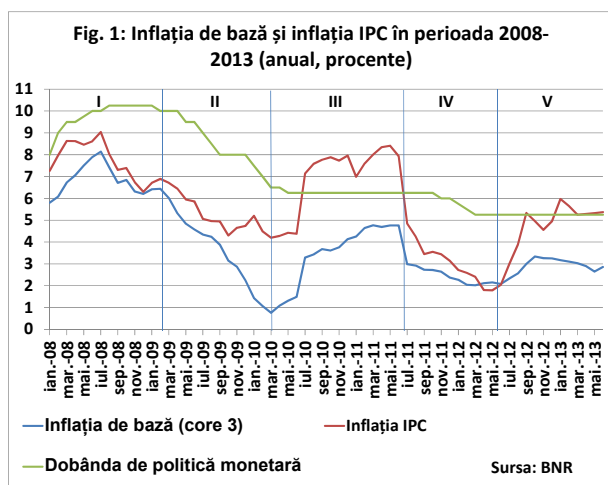
<sup>4</sup> Termenul de hibrid arată aici faptul că ecuația Phillips neo-keynesistă este extinsă prin adăugarea componentei inerțiale ca pe un appendix, nu pentru că rezultă din modelul neo-keynesist de bază. Blanchard și Gali (2005) au modificat cadrul neo-keynesist standard prin introducerea rigidităților reale în stabilirea salariilor. Aceste rigidități devin o sursă de inflație inerțială, în plus față de cea care apare din fluctuațiile gap-ului de producție. Alte explicații pentru inerția inflației privesc *indexările întârziate* (Christiano, Eichenbaum și Evans, 2005), *preocuparea privind salariile relative* (Fuhrer și Moore, 1995) și *informațiile rigide* (Mankiw și Reis, 2002).

<sup>5</sup> De exemplu, în stabilirea prețurilor lor de vânzare, agenții economici nu operează modificări bruște ale acestora de la o perioadă la alta. Motivele sunt multiple: imperfecțiunea informațiilor (Friedman, 1968, Lucas, 1973, Mankiw și Reis, 2001); costul ajustării prețurilor (Rotemberg, 1982, Mankiw, 1985), abaterile de la raționalitate (Akerlof și Yellen, 1985). Din acest motiv, persistența inflației este unul din elementele care pot face ca în practică inflația de bază să fie diferită de cea anticipată.

În scopul analizei noastre, merită însă menționată o excepție: cu ceva timp înainte ca efectele crizei mondiale să apară și în România, contribuția cumulată a gap-ului de producție și a prețurilor importurilor la formarea inflației de bază a întrecut semnificativ contribuția anticipațiilor inflaționiste. Gap-ul pozitiv al producției a devenit mai mare decât anticipațiile inflaționiste încă de la sfârșitul anului 2006, menținând această poziție până spre sfârșitul anului 2008.

Această excepție a fost consecința faptului că economia noastră opera cu mult peste potențial în anii 2006-2008<sup>6</sup>. Și contribuția inflației importurilor a fost în linie cu așteptările, dacă avem în vedere două evoluții: (i) creșterea prețurilor la petrol, cupru și alte bunuri, determinată de ritmul înalt de creștere economică la nivel mondial înainte de criză; (ii) deprecierea treptată a leului începând din august 2007 și până la parafarea acordului cu UE, FMI și Banca Mondială în martie 2009.

Existența excepției amintite permite identificarea a două etape în evoluția inflației în perioada iulie 2008-mai 2013. Prima etapă este cuprinsă între iulie 2008 și martie 2010 (benzile I și II în Fig.1). Aceasta a fost o etapă de scădere a inflației. De la 8,2 la sută în iulie 2008, inflația de bază (cea dependentă de cererea agregată) a scăzut la 0,8 la sută în martie 2010, adică de 10 ori în 22 de luni. În aceeași perioadă a scăzut și inflația totală a prețurilor de consum (inflația IPC), de la 9,04 la sută la 4,2 la sută.



A doua etapă a început în aprilie 2010 și se întinde până în prezent. În această etapă inflația a oscilat (benzile III-V în Fig. 1), având variații de sens contrar relativ mari.

În etapa de scădere a inflației, componenta care a împins inflația în jos, a fost inflația de bază. Forțele principale care au redus inflația de bază au fost ajustarea gap-ului de producție și ajustarea inflației importate. Componenta din urmă a fost însă permanent

caracterizată de o volatilitate relativ ridicată, nefiind specifică etapei de scădere a inflației.

Specifică pentru această perioadă a fost însă evoluția gap-ului de producție, care a scăzut continuu și abrupt începând din trimestrul II 2008 pentru a deveni negativ începând din T II 2009 (Fig. 2). Ajustarea sa în perioada iulie 2008-martie 2010 a fost de 12,8 puncte procentuale din PIB potențial. Spre comparație, inflația anticipată a scăzut în mod continuu în

<sup>6</sup> După declanșarea crizei globale și evidențierea efectelor adverse ale acesteia, a avut loc o reevaluare a PIB-ului potențial al economiei românești din perioada pre și post-criză. Noile valori estimate au relevat o dinamică mult redusă a PIB potențial în perioada pre-criză comparativ cu cea estimată în timp real. Prin urmare, gap-ul producției a fost re-estimat pentru perioada de dinainte de 2009 la valori pozitive mai mari. După cum se știe, *datele în timp real* referitoare la gap-ul producției au o putere informativă relativ redusă pentru prognoza inflației (Orphanides și van Norden, 2002, 2005; Marcelino și Musso, 2010).

perioada 2009-T2 2010, dar ajustarea ei a fost de doar 2,3 puncte procentuale. Magnitudinea foarte diferită a ajustărilor a făcut ca inflația anticipată să rămână principala contribuție la formarea inflației de bază.

În principiu, variațiile ratei de creștere a PIB se pot descompune în variațiile ratei de creștere a gap-ului de producție și în variațiile în rata de creștere a trendului.

Forțele care au produs variațiile în rata de creștere trimestrială a PIB în perioada menționată au fost, în principal, șocurile în cererea agregată și șocurile permanente și temporare în productivitate (conform simulărilor lui Mihai Copaciu (2012, p. 53) pe baza modelului lui Christiano, Trabandt și Walentin (2011)). Cineva ar putea spune că și politica monetară a contribuit semnificativ la modificarea ratei de creștere a PIB, dar estimările arată că influența șocului de politică monetară a fost relativ mică la adresa variației PIB (Copaciu, 2012, p. 53).

Contribuția cumulată a factorilor menționați pe baze trimestriale poate fi identificată și dacă considerăm variația totală a PIB în perioada T2 2008-T1 2010. Pe această bază, este de presupus că scăderea menționată a gap-ului de producție a fost influențată de aceiași factori. De altfel, este intuitiv că prăbușirea cererii a contribuit la modificarea gap-ului în perioada menționată.

*În etapa în care inflația a oscilat*, modificările în nivelul inflației de bază au rezultat din combinația dintre gap-ul negativ al producției, șocurile pe partea ofertei, anticipațiile inflaționiste, inerția inflației și inflația importată. În această combinație, factorii care au influențat cel mai mult modificarea inflației de bază au fost șocurile adverse pe partea ofertei, cum ar fi creșterea TVA, și inflația bunurilor de consum din import. Puterea lor se vede din faptul că au „compensat” în bună măsură (banda III din Fig. 1) scăderea inflației determinată de ajustarea menționată a gap-ului producției. Tot șocurile de ofertă și inflația importată sunt responsabile și pentru accelerarea inflației în a doua parte a anului 2012 (banda V din Fig. 1).

Efectele șocurilor au fost mai puțin vizibile la adresa inflației de bază și în mod sistematic mult mai pregnante la nivelul celorlalte componente ale inflației, cum ar fi alimentele cu prețuri volatile, combustibilii etc. În banda II din Fig.1 se poate vedea că în perioada octombrie 2009-martie 2010, inflația de bază și-a accelerat scăderea, în timp ce inflația IPC s-a plafonat între 4,2 la sută și 5,2 la sută. Această diferență de comportament între cele două inflații este explicată de șocurile în inflația bunurilor cu prețuri volatile, precum și de majorările importante ale accizelor la produsele din tutun.

Șocurile pe partea ofertei și anticipațiile inflaționiste relativ mari au prevenit scăderea inflației IPC spre niveluri care ar fi adus în discuție, poate doar temporar, deflația. Pentru a înțelege mai bine acest aspect, să presupunem că politicile economice înainte de criză ar fi menținut egalitatea dintre PIB actual și cel potențial, iar șocurile nu ar fi existat. În acest caz, inflația anticipată și cea efectivă ar fi fost egale. Să presupunem că aceste anticipații ar fi fost egale cu limita de sus a benzii țintită de BNR începând din 2013, care este egală cu 3,5 la sută. În acest caz, deschiderea gap-ului de producție de la zero în T2 2008 la -3,75 în T1 2010, ar fi dus la o inflație de -0,25 la sută.

Chiar dacă modificările în anticipații nu au avut contribuții majore la modificarea inflației, ele au continuat să fie principalul factor care au determinat nivelul inflației de bază în întreaga perioadă. Aceasta explică, de exemplu, de ce în intervalul iulie 2008-aprilie 2009, când atât inflația de bază cât și inflația IPC au coborât de la aproximativ 8 la sută la aproximativ 6 la sută, rata dobânzii de politică monetară nu a coborât sub 10 la sută. Nivelurile persistent ridicate ale ratei dobânzii de politică monetară au fost justificate de evoluția anticipațiilor inflaționiste (de exemplu, inflația anticipată a crescut în T4 2008 față de T3 2008 cu un punct procentual). Mai mult, inflația anticipată nu a coborât decât în puține situații sub limita de sus a benzii țintite de BNR. În consecință, banca centrală nu a putut să reducă rata dobânzii de politică monetară decât gradual.

### 3. Ce se va întâmpla în viitor?

Principalele influențe asupra modificării inflației de bază vor veni în continuare de la inflația importată și de la șocurile pe partea ofertei, pe care banca centrală nu le poate controla.

#### *Anticipațiile*

Ca și până acum, modificările anticipațiilor inflaționiste, pe care banca centrală le poate influența, vor continua cel mai probabil să producă variații mici în inflație, având în vedere și caracterul predominant adaptiv al anticipațiilor. Atâta timp cât nu vor dezancora anticipațiile, eventualele șocuri nu vor influența politica ratei dobânzii. În schimb, câtă vreme producția este sub potențial și inflația anticipată în coborâre, o relaxare cu pași relativ mari a politicii monetare nu va fi posibilă până când anticipațiile nu vor coborî la niveluri relativ joase, compatibile cu țintele de inflație stabilite de banca centrală.

Stabilizarea anticipațiilor inflaționiste la niveluri relativ mici, în anii care urmează, va fi prima mare schimbare în evoluția inflației, după coborârea acesteia din urmă sub 10 la sută la sfârșitul anului 2004. Dacă anticipațiile inflaționiste se vor stabiliza la niveluri joase, orice șoc care ar împinge gap-ul de producție la niveluri negative mai mari decât anticipațiile inflaționiste ar putea produce, ceteris paribus, deflație. În acest caz, pentru ca anticipațiile inflaționiste să nu se transforme în anticipații deflaționiste, ar putea fi necesar ca reducerile în rata dobânzii să fie rapide și semnificative, putându-se ajunge chiar și la relaxări cantitative. În condițiile menționate, diferența dintre o țintă de inflație de 2,5 la sută și una de 3 la sută ar putea fi hotărâtoare în evitarea unei astfel de ipostaze a politicii monetare.

#### *Gap-ul producției*

În lipsa unor șocuri viitoare pe partea cererii, variațiile gap-ului negativ al producției vor rămâne mici și vor influența relativ puțin modificarea inflației de bază. Totuși, mai devreme sau mai târziu, gap-ul de producție se va închide, astfel că influențele gap-ului negativ vor fi în sensul creșterii inflației.

Prelungirea perioadei în care economia va continua să opereze sub potențial depinde însă atât de factori externi cât și de factori interni. România are particularitatea că nu poate crește la rate relativ înalte, care să accelereze închiderea gap-ului negativ, fără intrări substanțiale de capitaluri străine. La rândul lor, intrările de capitaluri depind de (i) evoluțiile din economiile

dezvoltate și de schimbările de politică monetară pe care acestea le vor determina în țările respective și de (ii) coerența politicilor macroeconomice ale autorităților naționale. Înainte de a vizita acești doi factori, vom analiza legătura dintre contul curent și gap-ul de producție.

#### 4. Contul curent și gap-ul producției

Legătura dintre gap-ul producției și contul curent se face prin intermediul balanței comerciale, care este atât principala componentă a contului curent, cât și una din componentele PIB.

Deși balanța comercială este doar o componentă a contului curent, de obicei, în economiile emergente, deficitul său este mai mare decât cel al contului curent. În România, raportul dintre cele două deficite s-a situat în perioada 1997-2012 între 1,04 și 1,7, indicând că modificarea deficitului de cont curent a reflectat și, probabil va continua să reflecte, în mare măsură, modificarea deficitului balanței comerciale.

Pentru economiile emergente, în perioada în care economia este în boom (expansiune rapidă) și gap-ul producției este pozitiv, de regulă, deficitul balanței comerciale și cel al contului curent cresc, iar contribuția exportului net la formarea ritmului de creștere economică este negativă. Practic, pentru aceste economii, cererea internă crescută este finanțată din exterior, ceea ce se reflectă în deteriorarea poziției contului curent. Intrările de capitaluri care finanțează cererea internă în exces apreciază moneda, stimulând importurile, care cresc, astfel, mai repede decât exporturile.

Invers, când în economie se manifestă un deficit de cerere (gap negativ al producției), într-o primă fază importurile și exporturile se ajustează în sensul scăderii. Ulterior, *ceteris paribus*, deprecierea care apare într-o astfel de criză are și un efect stimulativ asupra exporturilor, într-o măsură mai mare decât efectul restrictiv la adresa importurilor, astfel încât exporturile cresc mai repede decât importurile și deficitul balanței comerciale se reduce. Contribuția exportului net la formarea ritmului de creștere economică devine pozitivă sau, depinzând de evoluția altor componente ale PIB, își reduce contribuția negativă.

În concluzie, când gap-ul producției devine pozitiv, este de așteptat ca deficitul balanței comerciale și, astfel, deficitul contului curent, să crească (exportul net scade), iar când gap-ul producției este negativ, este de așteptat ca deficitul balanței comerciale și al contului curent să se reducă.

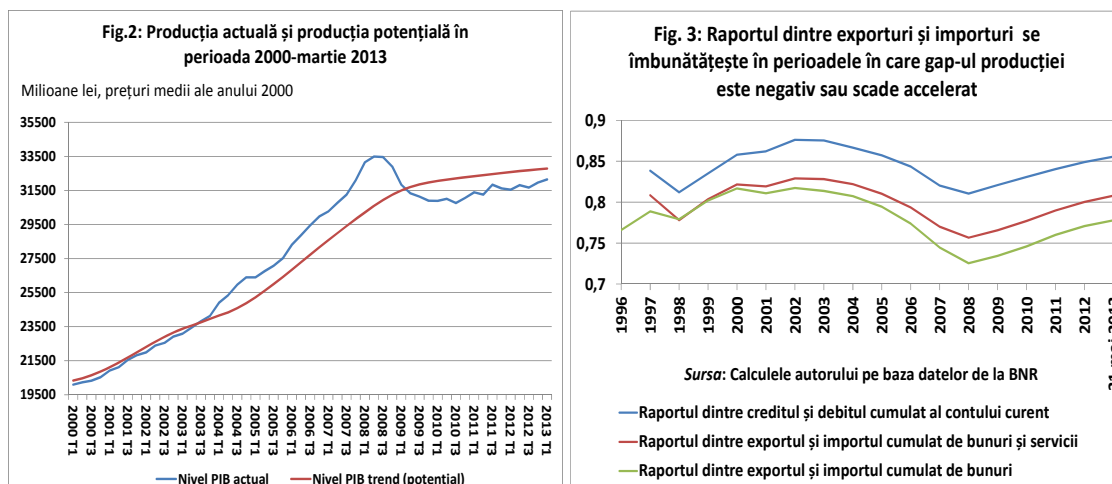
La nivelul individual al fiecărui an putem spune cu certitudine cu cât a contribuit exportul net la creșterea economică și dacă contribuția sa a fost mai mare sau mai mică decât a celorlalte componente ale PIB. Pentru România, datele arată contribuții pozitive sau contribuții negative substanțial diminuate ale exporturilor nete în cei mai mulți ani din perioadele în care gap-urile producției au fost negative (perioada post-criză, de după 2008). Invers, contribuțiile exporturilor nete sunt negative în perioadele de boom economic (pre-criză).

#### *Puternicul canal al exporturilor nete*

Pentru a vedea dacă exporturile nete au contribuit pozitiv la creșterea economică a unei întregi perioade cu gap de producție negativ, am calculat raportul dintre exporturile și importurile



cumulate de bunuri și servicii. Din Fig.2 și Fig.3 se vede că acest raport a crescut în perioadele în care gap-ul pozitiv al producției s-a redus în mod accelerat sau a fost negativ, adică în perioada de după 1997 și până în trimestrul al doilea al anului 2003 și în perioada iulie 2008-martie 2013.



Datele prezentate permit două concluzii. Prima este aceea că, în perioadele în care gap-ul de producție este negativ, exporturile nete de bunuri și servicii și-au sporit contribuția la atenuarea efectelor recesioniste, așa cum ne-am așteptat. De asemenea, deprecierea reală cumulată a leului în perioada iulie 2007-mai 2013 a fost semnificativă, ceea ce a stimulat exporturile.

Aceste date arată că exporturile nete, ca și deprecierea monedei, sunt canale foarte puternice de stimulare a producției<sup>7</sup>, contribuind astfel semnificativ în direcția închiderii gap-ului negativ al producției<sup>8</sup>. Din moment ce producția pentru export crește, capacitățile de producție ale componentelor domestice ale exporturilor tind să fie utilizate în mai mare măsură. În acest fel, exporturile nete tind să contribuie la închiderea gap-ului negativ al producției. Astfel, *ceteris paribus*, anticipațiile inflaționiste rămân mai mari decât inflația până când gap-ul producției se închide și inflația devine egală cu anticipațiile<sup>9</sup>.

Compararea canalului exporturilor nete cu politica fiscală nu are sens deoarece, în România, politica fiscală a fost contracționistă după izbucnirea crizei, cu un impuls fiscal descrescând, dar permanent negativ începând din 2009, determinat de efortul de consolidare fiscală

<sup>7</sup> Trebuie menționat că pe lângă efectele stimulative la adresa activității economice interne asociate unei depreciere a monedei naționale, nivelul ridicat de îndatorare în valută al sectorului privat induce și unele efecte de sens opus, contracționiste, asupra PIB intern, asociate efectului de avuție și bilanț al evoluției cursului de schimb.

<sup>8</sup> Pentru economiile aflate în prezent în capcana lichidității, în care inflația este sub nivelul anticipațiilor dorite de autoritățile monetare respective, exporturile nete sau deprecierea ajută la revenirea inflației la nivelul anticipațiilor.

<sup>9</sup> Situația poate fi diferită pentru economiile mari, cum sunt SUA sau Japonia. În aceste țări, în teorie, crearea de anticipații inflaționiste ar trebui să stimuleze firmele să producă mai mult pentru a încasa la prețuri crescute în viitor. Această dorință ar trebui să ducă la utilizarea mai intensă a capacităților de producție. Când capacitățile sunt suprautilizate, apare inflația răsplătitoare. Totuși, în economiile mari, acest lanț causal s-ar putea să nu funcționeze la capătul din stânga: este foarte dificil de creat anticipații inflaționiste și, din această cauză este dificil de atins nivelul dorit al inflației.

implementat în acest interval. În schimb, el se poate compara cu politica monetară, care a fost treptat relaxată începând din 2009, în linie cu politica de țintire a inflației.

Rata reală a dobânzii a scăzut începând din a doua jumătate a anului 2009 până la sfârșitul anului 2010, fiind negativă în perioada T4 2010-T2 2011. Relaxarea politicii monetare a contribuit la scăderea contribuției negative a consumului și a formării brute de capital fix la ritmul de creștere a PIB de la -6,0 la sută și respectiv -9 la sută în 2009 la -1,1 la sută și, respectiv, -0,4 la sută în 2010. În aceeași perioadă, contribuția exporturilor nete la ritmul de creștere a PIB a scăzut de la +7 la sută la zero la sută.

Rata reală a dobânzii a devenit pozitivă crescătoare în perioada T3-T4 2011 și a început să scadă din nou în 2012, apropiindu-se de zero în T4 2012 și rămânând sub 1 la sută până în prezent. În mod corespunzător, contribuțiile consumului și a formării brute de capital la ritmul anual de creștere a PIB au crescut la niveluri ușor pozitive în 2011 și 2012. În compensație, contribuțiile exporturilor nete au devenit ușor negative. Datele disponibile la acest moment arată că, din nou, în 2013, contribuția pozitivă principală la ritmul de creștere economică îl vor avea exporturile nete<sup>10</sup>.

#### *Tiparul ajustării componentelor contului curent*

A doua concluzie este aceea că datele din perioada 1997-2003 (Fig. 3) pun în evidență un anumit tipar de ajustare a componentelor contului curent în perioada gap-ului negativ al producției. Acest tipar are trei trăsături specifice. Prima, pentru *bunuri*, exporturile cumulate tind să depășească importurile cumulate în mod mai puțin ferm comparativ cu alte componente ale contului curent.

A doua, fermitatea crește atunci când este vorba despre *bunuri și servicii*. În perioada 1997-2002 au existat doi ani (1998 și 2001) în care raportul dintre exporturile și importurile cumulate de bunuri a scăzut. Pentru *bunuri și servicii*, raportul menționat a scăzut numai în anul 1998. Cu alte cuvinte, exportul cumulat de servicii a depășit în mai multe ocazii importul cumulat de servicii, îmbunătățindu-și mai mult contribuția la creșterea economică.

În sfârșit, a treia trăsătură, fermitatea crește și mai mult în cazul contribuției cumulate pozitive a *transferurilor curente* (venituri de la lucrătorii din străinătate) și a *veniturilor din străinătate ale factorilor de producție*. Această particularitate a determinat ca raportul dintre creditul și debitul cumulat al contului curent să crească mai rapid decât raportul dintre exporturile și importurile cumulate de bunuri și servicii în perioada gap-ului negativ al producției.

Contraintuitiv, contribuția cumulată a transferurilor curente nete și a veniturilor nete ale factorilor la ameliorarea poziției contului curent a crescut de la 6,3 miliarde euro în perioada de boom (2004-2008) la 6,7 miliarde euro în perioada 2009-2012. Această creștere este efectul unei ajustări induse de criză, reflectată în scăderea mai rapidă a deficitului contului veniturilor factorilor comparativ cu scăderea surplusului contului de transferuri curente.

---

<sup>10</sup> De această dată, pe seama unor schimbări structurale relativ importante în evoluția exporturilor și importurilor de bunuri și servicii, coroborat cu orientarea în mai mare măsură a exporturilor domestice către piețe de desfacere din zona extra-comunitară, cu potențial de creștere mai ridicat.

Acesta din urmă s-a redus de la aproape 6 miliarde euro în 2008 la 3,4 miliarde euro în 2012 și la 1,6 miliarde în primele 5 luni din 2013.

#### *Ce ne spune tiparul de ajustare*

Modelul descris anterior a funcționat în perioada 1997-trimestrul II 2003. El s-a repetat fără greșală în perioada 2009-2012, dacă ne referim la forța cu care exporturile nete contribuie la creșterea economică în perioada în care gap-ul producției este negativ.

Dacă și tiparul de ajustare a componentelor contului curent este robust, cu precădere cel care se referă la evoluția balanței bunurilor și serviciilor, atunci primele semne despre revenirea fermă la o creștere economică mai înaltă vor fi date de scăderea raportului dintre creditul și debitul cumulat al *contului curent*, raport care s-a dovedit cel mai stabil. Dacă modelul identificat pentru perioada 1997-2003 se repetă, gap-ul producției se va închide în anul în care acest raport va începe să scadă.

Putem folosi această relație între gap-ul producției și raportul menționat pentru a estima perioada pentru care raportul amintit va rămâne crescător. Presupunând că după criza declanșată în România în 1997, gap-ul producției a devenit negativ cu aceeași întârziere ca și în actuala criză (trimestrul II 2009) și că actualul gap negativ al producției va necesita același număr de ani pentru a se închide, rezultă că gap-ul negativ s-ar putea închide cândva în 2015<sup>11</sup>. Totuși, având în vedere numărul mare de economii lovite de criza curentă și faptul că multe din problemele zonei euro nu au fost încă rezolvate, nu este exclus ca gap-ul să se închidă spre sfârșitul deceniului.

Dacă modelul care a lucrat în perioada 1997-trimestrul II 2003 privind raportul dintre creșterile cumulate ale exportului și importului va lucra din nou până la închiderea gap-ului de producție, atunci este posibil ca deficitul balanței comerciale, și astfel deficitul de cont curent, să se reducă și să rămână la niveluri relativ joase până spre sfârșitul deceniului. Este chiar posibil, ca până la acest orizont, contul curent să aibă în mod continuu sau alternativ surplusuri.

Dacă avem în vedere că, la precedenta criză, ratele de creștere economică s-au mutat în mod stabil la niveluri relativ înalte cu doi ani înainte de închiderea gap-ului negativ, atunci probabil că economia noastră va părăsi etapa de creștere „târătoare” la niveluri joase cel mai devreme în 2016.

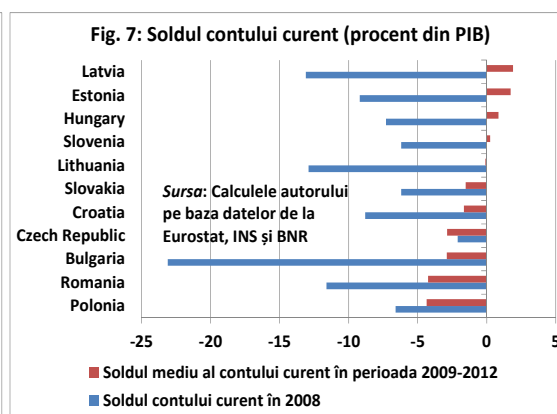
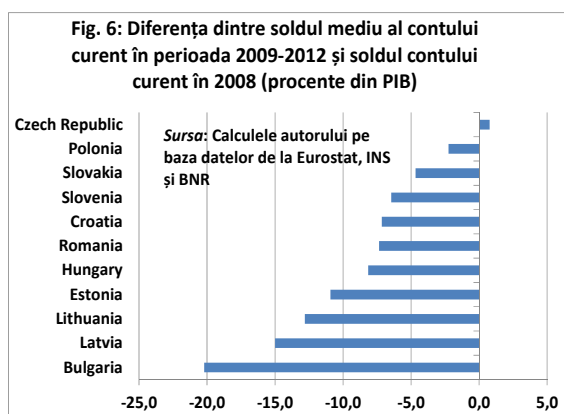
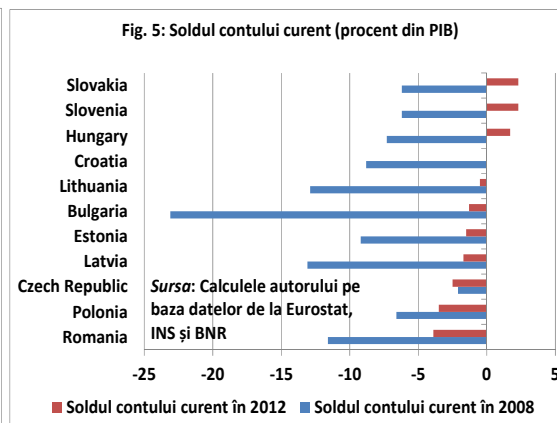
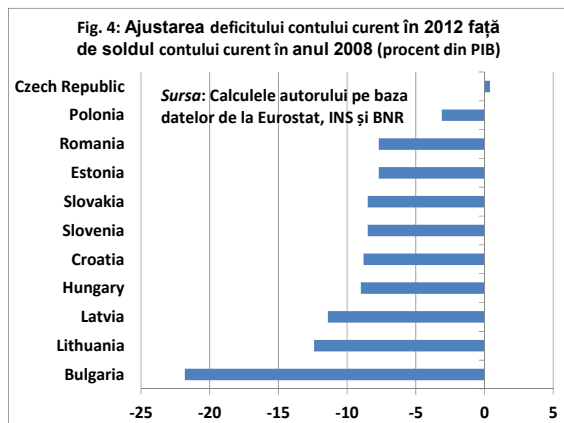
#### 5. O „surpriză” așteptată

Apariția surplusului de cont curent pentru prima dată în ultimii 23 de ani a fost o surpriză dacă judecăm după prognozele de la începutul anului. După o ajustare puternică în 2009, deficitul de cont curent a rămas la niveluri relativ înalte (peste 4 la sută din PIB în medie în perioada 2010-2012) și se estima că în 2013 deficitul de cont curent va fi aproape 4 la sută din PIB.

---

<sup>11</sup> Trebuie menționat, totuși, faptul că actuala criză economică globală și cea din intervalul 1997-2003 au avut naturi diferite, implicând, astfel, o oarecare relativitate în extrapolarea unor regularități economice din intervalul menționat asupra evoluțiilor curente.

Este dificil de indicat cu precizie de ce în România deficitul de cont curent a rămas relativ mare după criză, în timp ce în alte țări, care ca și România au gap-uri negative ale producției, conturile curente au avut deficite semnificativ mai mici sau chiar surplusuri. De exemplu, în România soldul contului curent în 2008 a fost de -11,6 la sută din PIB, iar media aritmetică a soldurilor contului curent din perioada 2009-2012 a fost de -4,3 la sută din PIB.



Pentru țările menționate în Fig. 4-7, magnitudinea ajustărilor este, în majoritatea cazurilor, mai mare decât cea înregistrată în cazul României. Dar, pentru toate țările menționate, nivelul mediu al soldului contului curent exprimat ca procent din PIB în perioada 2009-2012 este mai mic comparativ cu cel calculat pentru România. Aceste date arată că România rămăsese „datoare” cu o ajustare, care, așa cum arată surplusul contului curent pe primele 5 luni din 2013, este în curs de desfășurare. Din această perspectivă, apariția surplusului de cont curent în primele cinci luni din 2013 nu este deloc o surpriză.

Probabil că arieratele la buget și rezervele de eficiență din interiorul firmelor românești au contribuit la menținerea unor deficite externe relativ mari. Este posibil ca unele firme exportatoare să fi amânat unele plăți către furnizori interni sau către stat pentru a putea importa mai mult. Este de asemenea posibil ca unele firme exportatoare, care produc și pentru a vinde pe piața internă, să fi utilizat complet sau parțial rezervele de eficiență pe care le aveau pentru că operau și pe piețe interne cu grad redus de concurență.

## 6. Contextul extern și România

Unele țări dezvoltate, inclusiv din zona euro, au datorii mai mari de 100 procente din PIB, iar șomajul este mare. De aceea, deflația nu poate fi o soluție. Pentru a o preveni, băncile centrale din aceste țări au redus ratele dobânzii aproape de zero (intrând în capcana lichidității) și au trecut la stimularea cererii prin relaxări cantitative. Se speră astfel ca din deflaționiste, anticipațiile să devină inflaționiste<sup>12</sup>. În acest scop, băncile centrale au cumpărat active financiare ale sectorului privat și bonduri guvernamentale totalizând aproape 12 trilioane de dolari până în decembrie 2012.

Una dintre consecințele acestor politici este migrarea unor cantități importante de bani privați spre țări cu economii mai dinamice și cu randamente mai bune. Stimulată de corecțiile fiscale derulate în perioada 2010-2012, o parte din acești bani a fost orientată spre cumpărarea de datorie publică românească. Stoparea sau inversarea acestor politici va avea un impact important și asupra finanțării României.

Anul 2013 pare să fie un an al marilor decizii pentru relaxările cantitative. Pe de o parte, guvernatorul Bernanke a anunțat că s-ar putea să reducă în mod gradual cumpărările de active financiare de la guvern și de la sectorul privat. Aceasta înseamnă că anticipațiile inflaționiste în SUA au crescut în linie cu nivelul dorit de Fed.

Pe de altă parte, de aproape 20 de ani, Japonia se străduiește să producă anticipații inflaționiste, dar fără succes. În 1937, SUA au învățat din proprie experiență ce consecințe contracționiste severe poate avea întreruperea prematură a programelor de stimulare a inflației. Decizia de stopare sau inversare a relaxărilor cantitative nu este ușoară, iar revenirea lui Bernanke pentru a nuanța declarația inițială este o dovadă în acest sens. Declarația sa a dus la scăderea prețului titlurilor americane, provocând îngrijorări printre deținătorii bondurilor.

În ipoteza în care economiile dezvoltate nu vor ieși prea curând din capcana lichidității, este posibil ca, în absența șocurilor inflaționiste pe partea ofertei, presiunile deflaționiste să apară și în unele economii emergente, inclusiv în România. În acest scenariu este posibil ca producția să continue să rămână sub potențial pentru încă câțiva ani, dincolo de anul 2016.

Pe de o parte, gap-ul negativ al producției va presa pentru ameliorarea în continuare a deficitului de cont curent sau pentru consolidarea surplusului apărut în 2013. Pe de altă parte, presiunile dezinflaționiste vor împinge randamentele la titlurile de stat în jos, pe toată plaja de maturități.

Cu randamente joase, apropiate de cele din țările dezvoltate, finanțările private disponibile pentru România vor scădea. Stimulentele pentru a investi în bonduri românești vor veni doar de la o politică fiscală strictă și de la menținerea datoriei publice la un nivel scăzut. În acest caz, probabil că băncile centrale din economiile emergente vor fi nevoite să reducă rata dobânzii spre zero, nivel de la care măsurile neconvenționale vor fi singurele instrumente

---

<sup>12</sup> În unele dintre aceste țări, inflația s-a apropiat destul de mult de zero, dar anticipațiile inflaționiste s-au situat în jurul țintei de inflație. Aceasta arată că gap-ul negativ al producției a fost apropiat, ca mărime, în modul, de anticipațiile inflaționiste.

disponibile. Efectul lor va fi însă limitat, dat fiind gradul relativ mare de euroizare a economiei.

În ipoteza în care economiile dezvoltate ar ieși totuși curând din capcana lichidității, băncile centrale respective vor începe să inverseze operațiile de relaxare cantitativă. În consecință, prețurile bondurilor guvernamentale vor scădea, iar randamentele vor crește, inclusiv în țările dezvoltate, unde aceste randamente sunt în prezent, relativ scăzute. Ambele tendințe vor duce, din nou, la scăderea finanțărilor disponibile pentru piețele emergente, inclusiv pentru România. Operațiunea s-ar putea să conducă la pierderi ale băncilor centrale, dar și la pierderi ale altor deținători de bonduri.

Anticipând pierderile ce pot rezulta din stoparea de către Fed, ECB și BOE a relaxărilor cantitative, mulți se vor grăbi să vândă bondurile pe care le dețin în portofolii, inclusiv bonduri românești emise în lei. Presiunea pentru deprecierea leului rezultată din aceste vânzări va crește, așa cum s-a văzut, de altfel, în episodul de la finele lunii mai-începutul lunii iunie din acest an. Chiar dacă ajustările fiscale făcute în anii 2010-2012 au dus la un deficit bugetar relativ mic și la o pondere redusă a datoriei publice în PIB, problemele vor apărea.

Sursa problemelor este gradul înalt de îndatorare a sectorului privat. Datoria externă totală a României este de aproximativ 100 miliarde de euro, din care cea privată reprezintă aproximativ 64 la sută. Valoarea în lei a datoriei externe mari va crește odată ce leul se va deprecia. Efectul contracționist apărut pe ruta creșterii valorii în lei a datoriei externe va fi greu de contracarat de creșterea exporturilor pe care ar putea-o determina deprecierea leului. În aceste condiții, creșterea ratelor dobânzii ar fi, depinzând și de magnitudinea deprecierei, principala opțiune a politicii monetare: ea va tempera deprecierea prin atragerea de noi capitaluri, producând efecte nete contracționiste relativ mici.

#### 7. Coincidență de timp benefică

Nevoile de finanțare anuale ale României sunt date de datoriile externe scadente într-un an și de deficitul contului curent. Eventuala scădere a finanțărilor disponibile pentru România s-ar potrivi mai bine cu deficite de cont curent mai mici sau cu surplusuri. Dacă, conform tiparului identificat, gap-ul de producție rămâne negativ până în 2016 cel puțin, determinând scăderea deficitului de cont curent sau surplusuri, atunci acestea vor compensa parțial scăderea finanțării externe cauzată de contextul extern.

Reducerea nevoii de finanțare externă este în sine un lucru bun. Dacă vor fi mai puțini bani străini disponibili pentru România în cazul stopării relaxărilor cantitative în țările dezvoltate, cu atât mai bună va fi această reducere. O diminuare semnificativă a capitalurilor străine este vizibilă chiar și comparativ cu nivelurile ce păreau stabilizate la nivelurile mai joase după primii ani de criză. Această tendință ar fi amplificată în cazul materializării scenariilor de reducere graduală a relaxărilor cantitative.

Surplusul de cont curent apărut în 2013 informează însă și despre faptul că în sectorul privat economisirile depășesc investițiile cu o sumă mai mare decât deficitul bugetar. Pe de o parte, faptul că sectorul privat economisește relativ mult, are implicații pentru creșterea economică,

pe care o reduce. Pe de altă parte, surplusul extern mare al sectorului privat îi poate face pe politicieni să creadă că se poate renunța la politica de menținere a deficitelor bugetare mici pentru a stimula creșterea economică. Această interpretare ar fi însă greșită.

#### 8. Cum ar trebui să arate politica fiscală

Am arătat mai sus cum s-ar putea schimba politica monetară în România în funcție de evoluția unor economii dezvoltate aflate în capcana lichidității. Pe scurt, am avut trei concluzii: (i) până în prezent reducerea ratei dobânzii nu a fost posibilă decât cu pași mici, datorită șocurilor mari și anticipațiilor inflaționiste; (ii) dacă economiile dezvoltate vor rămâne în capcana lichidității și nu apar noi șocuri, atunci este posibil ca în România să fie nevoie de relaxarea politicii monetare, poate chiar de trecerea la relaxări cantitative; (iii) dacă țările dezvoltate își revin și reversează relaxările cantitative, atunci în România ar putea fi nevoie de o întărire a politicii monetare.

Rămâne însă de văzut în ce sens se poate schimba politica fiscală în țara noastră. Presiunile politice pentru relaxarea politicii fiscale au crescut. O sursă a acestor presiuni vine din efectul de imitație. Ideea terminării austerității fiscale se răspândește cu rapiditate în zona Euro și este, fără legătură cu realitățile, îmbrățișată și la noi. La aceasta s-a adăugat prelungirea peste așteptările publicului a perioadei în care creșterea economică a rămas joasă. Mai nou, un „sprijin” pentru îndepărtarea de la disciplina fiscală vine de la performanța contului curent. Apariția surplusului de cont curent ar putea fi văzută de unii politicieni ca o oportunitate pentru a relaxa politica fiscală.

Dar relaxarea politicii fiscale nu va stimula creșterea economică și nu va produce noi locuri de muncă. Atât timp cât gap-ul de producție se menține negativ, un deficit bugetar crescut va produce concomitent trei lucruri: presiuni pentru creșterea cererii agregate, creșterea ratelor dobânzii și, în sfârșit, creșterea datoriei publice.

Primele două efecte se vor anula reciproc, astfel că nu va apărea creștere economică și noi locuri de muncă. Nivelul datoriei publice nu este mare, dacă judecăm după standardele țărilor dezvoltate, dar toleranța investitorilor față de creșterea datoriei publice în România este scăzută, astfel că o creștere a dobânzilor și a datoriei se pot combina pentru a crea o criză fiscală. În concluzie, chiar dacă gap-ul producției va continua să fie negativ, creșterea deficitelor bugetare nu va fi o soluție.

Creșterea deficitului bugetar nu ar fi o soluție nici după ce gap-ul de producție se va închide. O creștere a cheltuielilor publice va accelera inflația, astfel că banca centrală va trebui să crească rata dobânzii pentru a păstra inflația în banda țintită. Cu rate ale dobânzii mai mari, consumul și investițiile private se vor reduce, iar rata de schimb se va aprecia, producând și pe această rută contracția cheltuielilor private. În final, modificarea pe care o va produce relaxarea fiscală asupra cererii agregate va fi cvasi nulă.

Soluția poate fi o continuare a politicii deficitelor bugetare reduse combinată cu o rafinare a politicii de cheltuieli. În principiu, ponderea relativ mare a transferurilor în total cheltuieli trebuie redusă, iar cheltuielile cu investițiile trebuie crescute. Aceasta a fost filozofia

planurilor fiscale ale anilor 2010-2011 în România, filozofie pe care economiști prestigioși, de exemplu Martin Felstein (2013) de la Harvard University, o recomandă astăzi și pentru țări din zona euro.

Această politică înseamnă creșterea mai înceată a transferurilor și creșterea mai rapidă a investițiilor publice în infrastructură, pe măsură ce veniturile bugetului vor crește. Pe ruta transferurilor, ea s-ar reflecta în reducerea creșterii datoriei publice, inclusiv prin diminuarea deficitului bugetului de pensii, iar pe ruta investițiilor ea s-ar reflecta în creșterea PIB și a productivității în sectorul privat. Această politică este o garanție a creșterii pensiilor în viitor, pe când politica inversă (a creșterii mai rapide a transferurilor, inclusiv a pensiilor, comparativ cu investițiile) nu este sustenabilă.

În România, în 2010, transferurile reprezentau 55 la sută din bugetul general consolidat (BGC), iar cheltuielile de capital<sup>13</sup> erau de 9,6 la sută din același buget. În 2011 s-a făcut un progres semnificativ, cele două ponderi mergând în direcția corectă pentru a ajunge la 53,5 la sută din BGC și respectiv la 11 la sută din același buget.

În execuția bugetului pe 2012 politica corectă a reducerii ponderii cheltuielilor cu transferurile a fost continuată, ponderea transferurilor ajungând la 52 la sută din BGC. Dar ponderea cheltuielilor de capital a scăzut la 9,3 la sută din BGC, sub valoarea din 2010.

Implementarea planurilor fiscale ale anilor 2010 și 2011 a fost dificilă, dată fiind majoritatea parlamentară fragilă care sprijinea guvernul. În prezent, majoritatea parlamentară care sprijină guvernul ar avea forța să continue politica de creștere mai înceată a transferurilor și de creștere mai accelerată a cheltuielilor de capital.

---

<sup>13</sup> Cheltuielile de capital sunt acele cheltuieli pe care guvernul le poate face pentru investiții în mod discreționar, fără să negocieze. Cheltuielile guvernului pentru investiții pot fi mai mari dacă se fac împrumuturi în acest sens, negociate cu finanțatori, sau dacă se absorb fonduri europene.



## BIBLIOGRAFIE

- Blanchard, Olivier; Galí, Jordi (Real Wage Rigidities And The New Keynesian Model) Working Paper 11806; <http://www.nber.org/papers/w11806>.
- Blinder, Alan S., (1997), „Is There a Core of Practical Macroeconomics That We Should All Believe?, *The American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meeting of the American Economic Association, May, pp. 240-243.
- Copaciu, Mihai (2013), „Estimations of an Open economy DSGE Model with Financial and Employment Frictions for Romania”, *manuscript*.
- Christiano, Lawrence J., Martin, Eichenbaum, and Charles L. Evans (2001), ”Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy”, *Journal of Political Economy*, vol. 113, no. 1.
- Christiano, Lawrence J; Trabandt, Mathias; Walentin, Karl (2011), „Introducing Financial Frictions and Unemployment into a Small Open Economy Model”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, Elsevier B. V., vol. 35, No. 12, pp. 1999-2041.
- Clarida, Richard, Jordi Galí; Mark Gertler (1999) „The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVII (December ), pp. 1661–1707.
- De Mesi, Paula R. (1997), „IMF Estimates of Output Gap: theory and Practice”, IMF working Papers No. 177, December.
- Eichenbaum, Martin (1997), „Some Thoughts on Practical Stabilization Policy” *The American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meeting of the American Economic Association, May, pp. 236-239.
- Feldstein, Martin (2013), „An end to austerity will not boost Europe”, *FT com.*, July 2013.
- Fuhrer, Jeffrey C., and George R. Moore (1995): ”Inflation Persistence”, *Quarterly Journal of Economics*, No. 440, February, pp 127-159.
- Galí, Jordi (2000), „New Perspective on Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle” Paper presented at the World of the Econometric Society, Seattle, August 11-16.
- Orphanides, Athanasios; van Norden, Simon (2002), „The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time”, *The Review of Economics and Statistics* , Vol. LXXXIV, Number 4, November.
- Orphanides, Athanasios; van Norden, Simon (2005), „The Reliability of Inflation Forecasts Based on Output Gap Estimates in Real Time”, Center for Economic Policy Research, *Discussion Paper* 4830, January.
- Mankiw, N. Gregory and Ricardo Reis (2002): ”Sticky Information vs. Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve,” *Quarterly*

*Journal of Economics*, vol. CXVII, issue 4, 1295-1328.

Marcelino, Massimiliano; Musso, Alberto (2010), „Real Time Estimates of the euro Area Output Gap: Reliability and Forecasting Performance”, *ECB Working Paper Series* No. 1157, February.

Mishkin, Frederik (2007), „Will Monetary Policy Become More of a Science?”, *NBER Working Paper* 13566, October.

Solow, Robert M., (1997), „Is There a Core of Usable Macroeconomics We Should all Believe In?”, *The American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meeting of the American Economic Association, May, pp. 230-232.

Taylor, John B. (1997), „A Core of Practical Macroeconomics”, *The American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meeting of the American Economic Association, May, pp. 233-235.