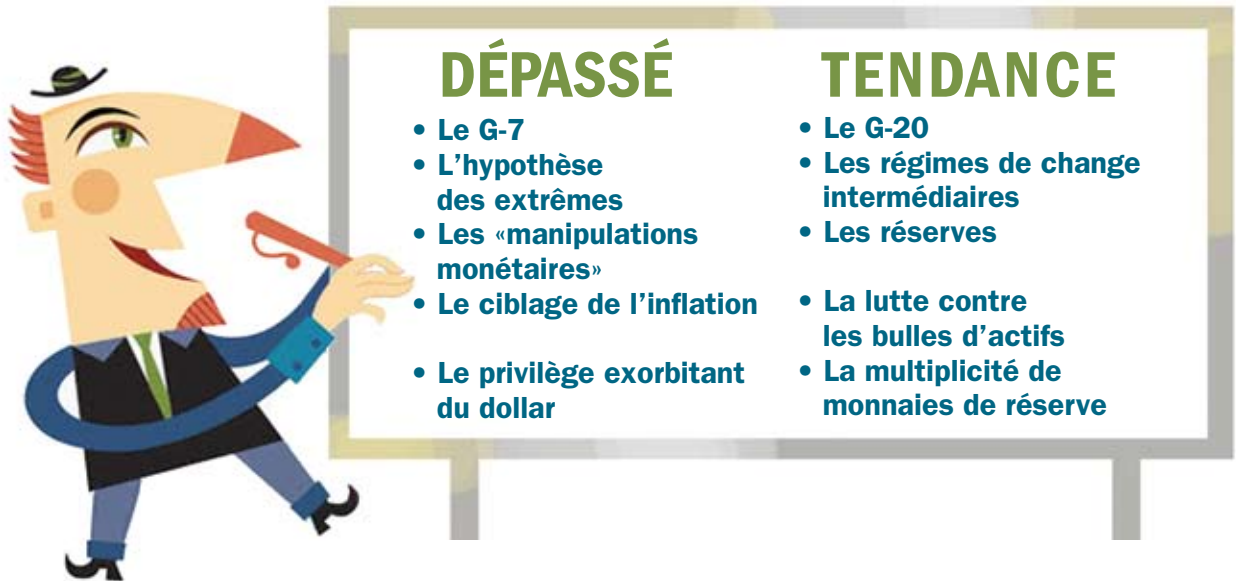


Question de **mode** dans la finance mondiale

En matière de finance internationale, aucune vérité n'est éternelle



Jeffrey A. Frankel

DANS le domaine de l'économie monétaire internationale, les questions d'examen sont toujours les mêmes, seules les réponses changent, d'une décennie à l'autre. Je vais évoquer cinq concepts qui faisaient quasiment l'unanimité il y a peu et qui sont désormais dépassés, et j'en évoquerai cinq autres qui n'étaient pas à l'ordre du jour il y a quelques années et qui figurent à présent sur ma liste des concepts en vogue.

1 Dépassé : Le G-7 Tendance : Le G-20

Dépassé : Le G-7 (Groupe des Sept) s'est réuni la première fois en France, en 1975, pour ratifier l'adoption *de facto* du flottement des changes après la fin du système de Bretton Woods. En 1985, les ministres des finances du G-7 ont signé les accords du Plaza pour faire redescendre le dollar, qui s'était envolé à des hauteurs stratosphériques. En 1987, ce sont les accords du Louvre qui ont permis d'enrayer sa dépréciation. Le G-7, composé de l'Allemagne, du Canada, des États-Unis, de la France, de l'Italie, du Japon et du Royaume-Uni, était alors le principal groupe de pilotage du système monétaire mondial. Mais il a ensuite connu une croissance anachronique : l'arrivée de la Russie, en 1997, qui l'a transformé en G-8, était insuffisante et trop tardive. L'absence de la Chine et

d'autres grandes économies en développement ou émergentes en a fait une instance obsolète. Quels résultats peuvent bien espérer les ministres des finances lorsqu'ils traitent d'une monnaie qui n'est même pas représentée à la table des discussions?

Tendance : Le G-20 est le G-7 augmenté de 12 grandes économies (Afrique du Sud, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Chine, Corée du Sud, Inde, Indonésie, Mexique, Russie et Turquie) et de l'Union européenne. Le G-20, qui s'est réuni à Londres en avril 2009, a quelques beaux succès à son actif et un certain nombre d'échecs. Quoi qu'il en soit, il a marqué un tournant dans la mesure où, plus que le G-8, il débouche sur des décisions importantes et permet enfin aux pays émergents d'être représentés.

2 Dépassée : L'hypothèse des extrêmes Tendance : Les régimes de change intermédiaires

Dépassée : L'hypothèse des extrêmes selon laquelle les pays optaient ou devaient opter pour l'un des deux extrêmes en matière de régime de change : soit la flexibilité à part entière, soit des engagements institutionnels stricts en faveur de taux fixes (caisses d'émission, dollarisation, unions monétaires, etc.). Pour les tenants de cette hypothèse, plus aucune formule médiane ne semblait viable.

Cette hypothèse a vu le jour (Eichengreen, 1994) en marge de la crise qui a frappé le Mécanisme de change européen (MCE) en 1992–93. Le MCE permettait aux taux de change des monnaies européennes de fluctuer dans une bande étroite. Néanmoins, les tensions ont contraint l'Italie, le Royaume-Uni et d'autres économies à dévaluer leur monnaie ou à sortir du système. Le franc n'a dû son maintien qu'à l'élargissement de la bande de fluctuation. C'est apparemment vers 1998–99, quand le passage de bandes élargies à une union monétaire en bonne et due forme s'est révélé positif, que de nombreux observateurs ont conclu à l'absence de juste milieu entre flottement et fixité. Après les crises est-asiatiques de la période 1997–98, l'hypothèse s'est également appliquée aux économies émergentes. Dans un contexte marqué par la volonté de «réformer l'architecture financière» pour réduire la fréquence et la gravité des crises ultérieures, l'alternative «fixe ou flottant» est vite devenue la nouvelle sagesse populaire (Obstfeld and Rogoff, 1995; Summers, 1999; Meltzer, 2000).

L'ennui est que sa validité n'a jamais été réellement démontrée, ni par l'expérience ni par la théorie. En 2001, l'échec du plan de convertibilité argentin, qui liait strictement le peso au dollar, a sonné le début de la fin. Aujourd'hui, il est clair que la majorité des pays se situent toujours dans une vaste zone comprise entre le flottement pur et l'arrimage institutionnel, et l'on entend rarement dire que les régimes intermédiaires sont, de manière générale, un mauvais choix.

Tendance : Les régimes de change intermédiaires. L'hypothèse des extrêmes étant passée de mode, les régimes intermédiaires sont donc en vogue. Ces régimes incluent les zones-objectifs (bandes de fluctuation), les parités mobiles, le rattachement à un panier, les parités ajustables et diverses combinaisons de ces formules. Selon le FMI, plus de la moitié de ses membres ont un régime de change situé quelque part entre le flottement pur et l'ancrage fixe. Les économistes qui, comme Frankel et Wei (2008), tentent de classer les régimes effectivement appliqués — parfois différents des régimes déclarés — constatent généralement que les régimes intermédiaires sont même encore plus répandus.

3

Dépassées : Les «manipulations monétaires»

Tendance : Les réserves

Dépassées : Les «manipulations monétaires». Depuis 2007, le FMI est censé surveiller les taux de change de ses membres, ce que les États-Unis ont interprété comme un feu vert pour dire à la Chine que sa monnaie était sous-évaluée. La manipulation des changes à des fins déloyales existe en droit américain depuis vingt ans et, malgré sa connotation protectionniste, depuis plus longtemps encore dans les Statuts du FMI. En pratique, les pays affichant des excédents ne se sont presque jamais vus contraints de réévaluer leur monnaie, à la différence des pays déficitaires qui eux ont été pressés de dévaluer. D'aucuns diraient qu'il est temps de corriger l'asymétrie (Goldstein and Lardy, 2009). Pour ma part, j'estime qu'il est temps d'admettre deux réalités : d'abord, il est normalement impossible de mesurer de manière fiable la valeur exacte d'une monnaie, et encore moins sa «juste» valeur; ensuite, le rapport de force est et sera toujours plus favorable aux créanciers qu'aux débiteurs. Il est temps de renoncer à l'argument des manipulations déloyales.

Le législateur américain a jugé que le renminbi était sous-évalué et qu'un assouplissement du régime de change chinois aurait des effets positifs. Ce sont là deux propositions raisonnables. Mais les responsables politiques ont surestimé leur importance. Les demandes constantes pour que les autorités chinoises cessent d'intervenir sur le marché des changes pour maintenir la parité du renminbi par rapport au dollar risquent de faire plus de tort que de bien.

En 2007, la Chine est allée plus loin qu'on ne le lui demandait, en abandonnant l'arrimage au dollar, ce qui a eu pour effet d'augmenter le poids de l'euro. Cependant, au printemps 2008, elle a tourné le dos à sa politique de 2007 pour revenir à un objectif en dollars. Cette volte-face de la Chine était à l'évidence une réponse à ses exportateurs, qui se plaignaient d'avoir perdu en compétitivité en 2007, quand l'euro s'était apprécié face au dollar. Le retournement devait soutenir la compétitivité des exportations chinoises au détriment des États-Unis. Or l'euro, contre toute attente, s'est déprécié vis-à-vis du dollar. Si la Chine s'en était tenue à sa politique de 2007 au lieu de se réarrimer au dollar, le

«Il est temps de renoncer à l'argument des manipulations déloyales.»

renminbi vaudrait moins, et non davantage, qu'aujourd'hui et les producteurs de biens libellés en dollars seraient dans une situation de concurrence plus défavorable.

Néanmoins, la question fondamentale est à plus long terme. Les États-Unis dépendent de la Chine pour le financement de leurs déficits. Bien que le déficit courant américain ait diminué de moitié, la dette intérieure continue de progresser à un rythme inquiétant. Si la Chine et d'autres pays asiatiques exportateurs de produits de base cessaient d'acheter des bons du Trésor américain, la valeur du dollar chuterait fortement, tandis que les taux d'intérêt américains bondiraient. Le Congrès américain devrait donc faire attention à ce qu'il exige, parce qu'il pourrait l'obtenir.

Tendance : Les réserves. Si intervenir pour atténuer l'appréciation d'une monnaie n'est plus un péché, constituer des réserves devient donc un acte vertueux.

Le nombre de régimes de flottement et de flottement dirigé n'a cessé d'augmenter depuis 1973. Pour de nombreux marchés émergents, l'assouplissement du régime de change a été une réponse aux crises monétaires de 1994–2001.

Théoriquement, les pays où les changes sont flottants n'ont pas besoin de constituer de réserves et encore moins de s'en servir. Pourtant, les économies en développement et émergentes ont profité de la phase d'expansion de 2003–07 pour accumuler des réserves d'un montant record. Au lieu de choisir entre un assouplissement du régime de change et une augmentation de leurs réserves, elles ont opté pour *les deux*. Les économistes occidentaux ont délivré des messages aux accents persuasifs, suggérant que les réserves étaient souvent très supérieures aux besoins (2.000 milliards de dollars EU pour la Chine, par exemple). Ils ont souligné que l'essentiel des réserves était constitué de bons du Trésor américain à faible rendement (Summers, 2006; Jeanne, 2007).

Mais peut-être les pays à marché émergent connaissaient-ils mieux leur affaire que les économistes? Les réserves en devises qu'ils

avaient accumulées leur ont fourni une autoassurance pendant la crise financière mondiale. Les pays ayant constitué des réserves de précaution ont réussi à éviter d'importantes dépréciations pendant la «panique de 2008» (Obstfeld, Shambaugh, and Taylor, 2009).

4 **Dépassé : Le ciblage de l'inflation** **Tendance : La lutte contre les bulles d'actifs**

Dépassé : Le ciblage de l'inflation. La dernière décennie a été celle du ciblage de l'inflation (Svensson, 1995; Bernanke *et al.*, 1999). *Stricto sensu*, le ciblage contraint les banques centrales à respecter un taux de référence annuel d'inflation, toujours mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC), et à être jugées sur leur capacité à s'y tenir. Le ciblage «flexible» leur permet de se fixer des cibles tant en termes de production que d'inflation (fameuse règle de Taylor). L'orthodoxie voudrait que les banques centrales ne se soucient quasiment pas du prix des actifs, du taux de change ou des prix à l'exportation tant qu'ils ne sont pas des signes avant-coureurs d'inflation.

Je pense que le ciblage de l'inflation, tout au moins dans l'acception étroite du terme, a plus ou moins fait son temps.

Premièrement, il est probable que l'injonction d'ignorer le taux de change ne peut être suivie par personne, sinon par une poignée de partisans zélés du flottement. La plupart des pays déclarant laisser flotter leurs changes ne le font pas. Au contraire, ils ont la «phobie du flottement» et ressentent le besoin d'intervenir pour modérer les variations de la demande de monnaie nationale (Calvo and Reinhart, 2002).

Deuxièmement, il y a la question des prix des actifs, un aspect très important pour les principales économies avancées. Il y a une dizaine d'années, la plupart des économistes monétaires

«La politique consistant à secourir les marchés après leur effondrement a engendré un problème d'aléa moral qui a aggravé les bulles.»

étaient d'accord avec la doctrine de l'ex-président de la Réserve fédérale américaine, Alan Greenspan, qui affirmait qu'il était vain de vouloir identifier et crever les bulles spéculatives boursières ou immobilières et qu'il suffisait de diminuer les taux d'intérêt après leur éclatement pour protéger l'économie. Depuis, vu les récents événements, ils ont changé d'avis.

Troisièmement, choisir l'IPC comme indice de référence a des effets inutilement déstabilisants sur la comptabilité internationale des pays qui subissent des chocs commerciaux importants. L'utilisation d'une autre mesure, par exemple l'indice des prix à la production ou à l'exportation, permettrait de mieux s'adapter à de fortes fluctuations des termes de l'échange (Frankel, 2005).

Tendance : La Lutte contre les bulles d'actifs. Pendant 30 ans, la surexpansion monétaire a été associée à une inflation incontrôlée, finissant par nécessiter une contraction monétaire

et, généralement, une récession pour que les prix se stabilisent. Ceci était vrai pour les récessions de 1974, 1980, 1981–82 et 1990–91. Néanmoins, l'histoire du XX^e siècle est pleine d'épisodes d'euphorie spéculative qui ont débouché sur des krachs dévastateurs et durant lesquels la politique monétaire s'est révélée *a posteriori* trop peu restrictive, et ce sans que jamais l'inflation ne se profile. Cette logique est parfaitement illustrée par le boom de l'immobilier en Floride et l'emballlement boursier à New York dans les années 20, et la crise de 1929 qui a suivi, par les bulles immobilières et boursières observées au Japon en 1986–89, qui ont abouti à une décennie de stagnation, par l'Asie des années 90, où la crise avait été précédée d'une phase de surchauffe, ou encore par l'expérience américaine des dix dernières années. (Borio, 2005, l'a mis en lumière *avant* la survenue de la crise financière de 2007.)

Quatre contre-arguments peuvent être opposés à la doctrine de Greenspan. Premièrement, il n'est pas plus difficile d'identifier des bulles que d'identifier des tensions inflationnistes dix-huit mois à l'avance. Deuxièmement, les autorités monétaires disposent d'outils pour percer les bulles spéculatives. Troisièmement, la politique consistant à secourir les marchés après leur effondrement a engendré un problème d'aléa moral qui a aggravé les bulles. Quatrièmement, comme l'expérience nous l'a appris récemment, le coût du manque à produire peut être considérable même si la banque centrale relâche fortement sa politique.

5 **Dépassé : Le privilège exorbitant du dollar** **Tendance : La multiplicité de monnaies de réserve**

Dépassé : Le privilège exorbitant du dollar. Le déficit courant des États-Unis est-il viable sans une dépréciation majeure du billet vert? Les États-Unis vont-ils continuer à jouir du privilège exceptionnel d'emprunter des montants quasiment illimités dans leur propre monnaie? Le cas échéant, ce privilège mérite-t-il d'être qualifié d'exorbitant, c'est-à-dire de privilège exclusivement lié au poids de l'économie américaine et à l'histoire plutôt qu'à un comportement vertueux se caractérisant par une maîtrise budgétaire et une stabilité des prix et des taux de change? Depuis 1980, les États-Unis ont contracté une dette de 10.000 milliards de dollars. Entre janvier 1973 et mai 2009, le dollar a reculé de 30 % par rapport à l'indice des principales monnaies de la Réserve fédérale. Les États-Unis ne semblent pas avoir conservé leur privilège au prix de leur discipline macroéconomique.

Certains considèrent que l'économie américaine conserve ce privilège parce qu'elle exploite son avantage comparatif en fournissant des actifs de premier rang au reste du monde (Caballero, Farhi, and Gourinchas, 2008; Forbes, 2008; Gourinchas and Rey, 2007; Ju and Wei, 2008; Mendoza, Quadrini, and Rios-Rull, 2007).

Dans ce cas, la cause fondamentale des déséquilibres courants est un engorgement de l'épargne en Asie et dans d'autres pays en quête de bons placements. Mais ce raisonnement pourrait ne pas résister face à la médiocre qualité des avoirs américains, brusquement révélée en 2007, et à la perte de crédibilité des institutions financières américaines provoquée par la crise qui a suivi.

Bien que les arguments plus «exotiques» concernant la qualité irréprochable des actifs américains *privés* aient été mis à mal,

l'idée fondamentale que les États-Unis détiennent un privilège exorbitant reste vivace : le dollar est LA devise de réserve mondiale simplement en raison de la taille et de l'histoire des États-Unis. La question qui se pose dès lors est de savoir si le rôle unique joué par le dollar est éternel, ou si une succession suffisamment longue de déficits et de dépréciations pourrait pousser les investisseurs à aller voir ailleurs (voir «L'avenir des monnaies de réserve»).

Tendance : La multiplicité de monnaies de réserve. Le dollar a-t-il des concurrents sérieux? Les deux candidats putatifs des années 70 et 80, le yen et le deutsche mark, n'avaient qu'un poids limité. L'euro, en revanche, est une option plausible. Il existe également des avoirs de réserve nouveaux ou remis au goût du jour, comme les droits de tirage spéciaux (DTS) du FMI. Le plus probable est que l'on s'achemine vers un système à plusieurs monnaies de réserve plutôt que vers un système reposant presque exclusivement sur le dollar.

Comment s'acquiert le statut de monnaie de réserve? Les facteurs déterminants sont la taille de l'économie, la profondeur des marchés financiers, le taux de rendement et l'inertie de l'histoire. L'euroland est à peu près de la taille des États-Unis. Pour la première fois, une crise a remis en question la crédibilité des marchés financiers américains réputés illimités, profonds et fiables. De plus, tant le niveau que la volatilité du taux de change du dollar ont montré qu'il n'était guère apte à garder une valeur stable dans le temps.

L'époque actuelle rappelle effectivement celle du système de Bretton Woods, dans les années 60 : les banques centrales étrangères achètent les excédents de dollars pour empêcher leurs propres monnaies de s'apprécier. Mais nous sommes plus proches de la fin que du début. Les conditions sont comparables à celles de 1971, quand les politiques monétaire et budgétaire expansionnistes des États-Unis avaient provoqué une détérioration de la balance commerciale et de la balance des paiements globale qui avait entraîné l'effondrement du système. Aujourd'hui, il n'y a aucune raison de s'attendre à une issue différente. Les États-Unis ne pourront pas forcément compter sur un soutien de leurs créanciers étrangers.

Le choix des monnaies de réserve évolue lentement, mais un point d'inflexion finit toujours par être atteint. L'épisode historique qui se rapproche le plus du contexte actuel est celui où la livre sterling a été détrônée par le dollar, entre 1931 et 1945. Menzie Chinn et moi-même (2008) avons calculé que le point d'inflexion à partir duquel l'euro doublera le dollar pourrait être atteint en 2022. Néanmoins, cette simulation avec deux monnaies ne doit pas être prise trop au pied de la lettre : l'ère de la domination unipolaire par le dollar risque plus vraisemblablement d'être suivie par un système à plusieurs monnaies de réserve.

Cette année, outre l'euro, de nouveaux avoirs de réserve internationaux ont fait leur apparition dans les portefeuilles des banques centrales. Tout d'abord, les DTS. Nés à la fin des années 60, ils avaient été prescrits, mais trop tard, pour stopper la détérioration



COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu

rapide de l'état de santé du patient Bretton Woods. Les émissions du début des années 70 ont entériné leur statut d'instruments de réserve internationaux, mais les quantités étaient bien trop faibles pour compter vraiment. À la fin des années 90, cette unité avait pratiquement disparu du système monétaire mondial (Eichengreen and Frankel, 1996).

Les DTS ont étonnamment ressuscité à la réunion du G-20 qui s'est tenue en avril dernier, lorsque les dirigeants ont décidé non seulement de tripler la taille du FMI, mais également de procéder à une nouvelle allocation générale de DTS pour la première fois depuis des années. Là dessus, la Chine a proposé de substituer les DTS aux dollars comme monnaie internationale. Comme aucune grande région ni aucun grand pays n'utilisent les DTS comme monnaie nationale, ils n'ont guère de chance de rivaliser avec l'euro ou le yen, sans parler du dollar. Toutefois, il paraît probable que les DTS figureront désormais sur la liste des sérieux candidats à un système de monnaies de réserve multiples, surtout si le FMI approuve l'idée de créer un «compte de substitution» permettant à ses membres d'échanger une partie de leurs dollars contre des DTS.

Deuxièmement, après des décennies pendant lesquelles la détention d'innombrables piles de lingots poussiéreux destinés à

être progressivement écoulés par les banques était communément considérée comme anachronique, le métal jaune revient lui aussi à la mode. On a appris cette année que la Banque populaire de Chine avait fortement augmenté ses stocks d'or au lieu de continuer à accroître sans fin ses réserves en dollars.

Troisièmement, le yen a commencé à acquérir le statut de monnaie refuge.

Enfin, il faut citer le renminbi. Même s'il fallait pour cela développer et ouvrir beaucoup plus les marchés financiers chinois, le renminbi pourrait devenir une monnaie internationale d'ici dix ans, voire l'une des plus importantes dans trente ans. Mais elle ne serait qu'une des nombreuses monnaies du système, aux côtés du dollar, de l'euro, du yen, de la livre sterling, du franc suisse, des DTS, voire de l'or.

Un système fonctionnant avec plusieurs monnaies de réserve est inefficace, au même titre qu'une économie de troc est inefficace. Mais l'existence de monnaies concurrentes protège le reste du monde contre une économie qui se sert de sa position dominante pour contracter une dette excessive en espérant s'en remettre à l'inflation ou à la dépréciation pour qu'elle diminue. ■

Jeffrey Frankel est titulaire de la chaire Harpel à l'université Harvard.

Bibliographie :

Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin, and A. Posen, 1999, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

Borio, Claudio, 2005, "Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?" *National Institute Economic Review*, Vol. 192, No. 1, p. 84–101.

Caballero, R., E. Farhi, and P. Gourinchas, 2008, "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates," *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, p. 358–93.

Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart, 2002, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, p. 379–408.

Chinn, Menzie, 2005, "Getting Serious About the Twin Deficits," *Council Special Report No. 10* (New York: Council on Foreign Relations).

———, and Jeffrey Frankel, 2008, "Why the Euro Will Rival the Dollar," *International Finance*, Vol. 11, No. 1, p. 49–73.

Eichengreen, Barry, 1994, *International Monetary Arrangements for the 21st Century* (Washington: Brookings Institution).

———, and Jeffrey Frankel, 1996, "The SDR, Reserve Currencies, and the Future of the International Monetary System," in *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System*, ed. by M. Mussa, J. Boughton, and P. Isard (Washington: International Monetary Fund).

Forbes, Kristin, 2008, "Why Do Foreigners Invest in the United States?" *NBER Working Paper 13908* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).

Frankel, Jeffrey, 2005, "Peg the Export Price Index: A Proposed Monetary Regime for Small Countries," *Journal of Policy Modeling*, Vol. 27, No. 4, p. 495–508.

———, and Shang-Jin Wei, 2008, "Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of The Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights," *IMF Staff Papers*, Vol. 55, p. 384–416.

Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy, 2009, *The Future of China's Exchange Rate Policy* (Washington: Peterson Institute for International Economics).

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, 2007, "From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege," in *G7 Current Account Imbalances*, ed. by R. Clarida (Chicago: University of Chicago Press), p. 11–66.

Jeanne, Olivier, 2007, "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?" *Brookings Papers on Economic Activity*: 1, *Brookings Institution*, p. 1–55.

Ju, Jiandong, and Shang-Jin Wei, 2008, "When Is Quality of Financial System a Source of Comparative Advantage?" *NBER Working Paper 13984* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).

Meltzer, Allan, 2000, *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, Submitted to the U.S. Congress, March.

Mendoza, E., V. Quadrini, and J. Rios-Rull, 2007, "Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances," *NBER Working Paper 12909* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).

Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, 1995, "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, p. 73–96.

Obstfeld, M., J. Shambaugh, and A. Taylor, 2009, "Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008," *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, p. 480–86.

Summers, Lawrence, 1999, *Testimony before the Senate Foreign Relations Subcommittee on International Economic Policy and Export/Trade Promotion*, January.

———, 2006, "Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation," *L.K. Jha Memorial Lecture*, Reserve Bank of India, March 24.

Svensson, Lars, 1995, "The Swedish Experience of an Inflation Target," in *Inflation Targets*, ed. by L. Liederman and L. Svensson (London: Centre for Economic Policy Research).