

Что актуально и неактуально в мире международных денег?

Капризы мировой валютно-финансовой системы



НЕАКТУАЛЬНО

- Группа семи
- Гипотеза крайних точек
- Манипулирование валютными курсами
- Установление целевых показателей инфляции
- Чрезмерная привилегия доллара

АКТУАЛЬНО

- Группа двадцати
- Промежуточные режимы валютных курсов
- Резервы
- Борьба с вздутыми ценами на активы
- Мультивалютные международные резервные активы

Джеффри А. Фрэнкел

В ЭКОНОМИЧЕСКОЙ теории международных валютных отношений экзаменационные вопросы остаются неизменными. С годами меняются лишь ответы. Я предлагаю включить в список того, что утратило актуальность, пять концепций, которые совсем недавно считались практически традиционными. Я также предлагаю пять концепций, которые еще несколько лет назад не пользовались популярностью, но в настоящее время приобрели актуальность.

1 Неактуально: Группа семи
Актуально: Группа двадцати

Неактуально: Группа семи ведущих стран мира провела первую встречу во Франции в 1975 году, чтобы утвердить фактический переход к плавающим валютным курсам после краха Бреттонвудской системы. Министры финансов Группы семи совместными усилиями спустили доллар с заоблачных высот в 1985 году (соглашение «Глаза»), а в 1987 году остановили падение доллара в рамках «Луврского соглашения». Страны Группы семи — Канада, Франция, Германия, Италия, Япония, Великобритания и США — представляли собой наиболее важную координационную группу мировой валютной системы. Однако состав членов постепенно начинал выглядеть как анахронизм. Присоединение России в 1997 году и переименование группы в «Группу восьми» было слишком

незначительным и слишком запоздалым шагом. Отсутствие участия Китая и других ведущих развивающихся стран или стран с формирующимся рынком сделало Группу неактуальной. Чего могли добиться министры финансов, обсуждая валюту, никем не представляемую за столом переговоров?

Актуально: В рамках Группы двадцати к «семерке» присоединились 12 ведущих стран мира и Европейский союз — Аргентина, Австралия, Бразилия, Китай, Индия, Индонезия, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, Южно-Африканская Республика, Южная Корея и Турция. На совещании Группы двадцати, состоявшемся в апреле 2009 года в Лондоне, были отмечены ощутимые успехи, но были и неудачи. Тем не менее, совещание стало поворотным пунктом в отношении способности Группы двадцати — в отличие от «восьмерки» — принимать существенные решения и наконец-то обеспечить представительство ведущих стран с формирующимся рынком.

2 Неактуально: гипотеза крайних точек
Актуально: промежуточные режимы валютных курсов

Неактуально: Согласно Гипотезе крайних точек страны в своем выборе валютных режимов устанавливают, или должны устанавливать, тот или иной крайний вариант: либо полная гибкость, либо жесткие институциональные обязательства по

фиксированным валютным курсам в виде долларизации, механизма валютного управления или валютного союза. В соответствии с этой гипотезой, все, что находится в промежутке между такими полярными крайними точками, более не может осуществляться на практике.

Гипотеза крайних точек возникла (Eichengreen, 1994) в контексте кризиса Европейского механизма валютных курсов (МВК) в 1992–1993 годах. МВК допускал колебания курсов европейских валют в пределах узкого коридора. Но, оказавшись под давлением, Италия, Великобритания и некоторые другие страны были вынуждены пойти на девальвацию или отказаться от участия, и лишь из-за расширения коридора Франция смогла удержаться в рамках механизма. Многие сделали из кризиса вывод о том, что между плавающим и фиксированным курсом нет промежуточного состояния (суждение, которое, скорее всего, было вынесено после того, как переход от широких коридоров к полному валютному союзу в 1998–1999 годах оказался успешным). После кризисов 1997–1998 годов в Восточной Азии гипотеза стала применяться и в отношении стран с формирующимся рынком. На фоне усилий по «реформированию финансовой архитектуры» и ограничению частоты и остроты будущих кризисов дихотомия «фиксированный или плавающий курс» быстро превратилась в традиционную истину (Obstfeld and Rogoff, 1995; Summers, 1999; Meltzer, 2000).

Однако сложность заключается в том, что данная концепция так и не получила необходимого теоретического или эмпирического обоснования. Крах плана конвертируемости Аргентины в 2001 году, который жестко привязывал песо к доллару, обозначил начало конца. В настоящее время очевиден тот факт, что большинство стран остается в широком пространстве между плавающим режимом и жесткими институциональными привязками, и редко можно услышать мнение о том, что промежуточные режимы являются изначально неудачным выбором.

Актуально: промежуточные режимы валютных курсов. Коль скоро гипотеза крайних точек отпала, актуальными стали промежуточные режимы. К промежуточным режимам относятся целевые зоны (коридоры), скользящие курсы, привязки к корзине, корректируемая привязка и различные сочетания этих вариантов. По классификации МВФ более половины его членов придерживаются режимов, которые лежат где-то между свободно плавающим курсом и жесткой привязкой. Попытки экономистов классифицировать режимы, которых в действительности придерживаются страны (например, Frankel and Wei, 2008), порой вопреки официальным заявлениям, обычно выявляют еще более высокую долю промежуточных режимов.

3

Неактуально: манипулирование валютными курсами

Актуально: резервы

Неактуально: манипулирование валютными курсами. В 2007 году на МВФ была формально возложена обязанность осуществлять надзор за валютными курсами государств-членов, что, по мнению США, означало возможность указывать Китаю на то, что стоимость его валюты гораздо ниже той, которая должна быть. Несмотря на протекционистские коннотации, формулировка «недобросовестное манипулирование валютными курсами» в течение 20 лет имела официальный статус в законодательстве США и еще более продолжительное время — в Статьях соглашения МВФ. На практике формальное предписание странам с профицитом провести ревальвацию в сторону повышения почти никогда не применялось, в отличие от давления, оказываемого на страны с дефицитом провести девальвацию. Некоторые считают, что при-

шло время устранить подобную асимметрию (Goldstein and Lardy, 2009). Я же полагаю, что пора признать две реальности: во-первых, обычно невозможно с уверенностью определить точную стоимость валюты и, тем более, ее «справедливую» стоимость, а во-вторых, позиция кредиторов является (и всегда будет) более сильной, чем позиция должников. Пришло время отказаться от формулировки о недобросовестном манипулировании валютными курсами.

Законодатели США утверждали, что стоимость китайского юаня занижена и что более гибкий валютный режим Китая принесет выгоды. Эти утверждения не лишены смысла. Однако политики преувеличивают их значение. Представляется нецелесообразным продолжать настаивать на том, чтобы Китай прекратил интервенции на валютном рынке для сохранения фиксированного курса юаня к доллару.

В 2007 году Китай продолжал действовать в соответствии с требованиями извне: отмена привязки к доллару и фактический перенос значительного веса на евро. Однако весной 2008 года Китай отказался от проводимой в 2007 году политики и вернулся к целевой привязке к доллару. Данная мера явилась очевидным ответом на жалобы китайских экспортеров об утрате конкурентоспособности в 2007 году, после того как произошло укрепление евро по отношению к доллару. В 2008 году ожидалось, что возврат к прежней политике будет способствовать конкурентоспособности китайского экспорта за счет США. Но в 2008 году произошло (неожиданное) ослабление евро по отношению к доллару. Если бы Китай придерживался политики 2007 года вместо возврата к привязке к доллару, стоимость национальной валюты сегодня была бы ниже, а не выше. Зависимые от доллара производители оказались бы в менее выгодном положении в плане конкуренции.

«Пришло время отказаться от формулировки о недобросовестном манипулировании валютными курсами».

Однако принципиальный вопрос касается более долгосрочной перспективы. США нуждаются в Китае для финансирования своего дефицита. Несмотря на то, что дефицит США по счету текущих операций в настоящее время сократился наполовину, внутренний долг продолжает расти тревожными темпами. Если бы Китай и другие страны Азии, а также страны, экспортирующие биржевые товары, прекратили покупать казначейские векселя США, результатом стало бы падение доллара, сопровождающееся резким повышением процентных ставок в США. Законодателям США следует быть более осмотрительными в своих просьбах, ведь они могут и удовлетворены.

Актуально: резервы. Если интервенции, призванные сдерживать повышение курса, больше не считаются грехом, то и резервы следует признать как новую «ценность».

Начиная с 1973 года неуклонно увеличивалось число валют с плавающим и регулируемым плавающим режимами. Для многих стран с формирующимся рынком рост гибкости валютного курса был ответом на валютные кризисы 1994–2001 годов.

Теоретически, страны с плавающим режимом не обязаны хранить резервы, и тем более использовать их. Тем не менее, благодаря буму 2003–2007 годов развивающиеся страны и страны с формирующимся рынком смогли накопить резервы до невероятно высокого уровня. Не ограничивая себя вы-

бором большей гибкости валютного курса или более высокого уровня резервов, они выбрали *и то, и другое*. Западные экономисты приводили ряд убедительно звучащих аргументов, указывающих на то, что многие страны хранят гораздо больше резервов, чем необходимо (в Китае резервы сейчас достигли 2 трлн долл. США). При этом отмечалось, что большинство таких резервов хранится в виде низкодоходных казначейских векселей США (Summers, 2006; Jeanne, 2007).

Возможно, что страны с формирующимся рынком разбираются в ситуации лучше экономистов. Валютные резервы позволили застраховаться во время глобального кризиса ликвидности. Те страны, которые накопили резервы на случай непредвиденных обстоятельств, смогли избежать масштабного обвала курсов во время «паники 2008 года» (Obstfeld, Shambaugh, and Taylor, 2009).

4

Неактуально: установление целевых показателей инфляции

Актуально: борьба с вздутыми ценами на активы

Неактуально: установление целевых показателей инфляции. Прошедшие 10 лет были отмечены таргетированием инфляции (Svensson, 1995; Bernanke et al., 1999). В узком определении данная практика обязывает центральные банки соблюдать годовые целевые показатели инфляции, которые всегда измеряются по индексу потребительских цен (ИПЦ). Деятельности центральных банков оценивается в зависимости от способности достигать таких целевых показателей. «Гибкое» установление целевых показателей инфляции позволяет центральным банкам ориентироваться на объем производства и инфляцию одновременно, в соответствии с известным «правилом Тейлора». Традиционная теория гласит, что банки фактически не должны обращать внимания на цены активов, валютный курс или цены экспорта, разве что как на симптомы инфляции.

Я полагаю, что установление целевых показателей инфляции — по крайней мере, в узком определении этого термина — уже отслужило свою службу.

Во-первых, указание не обращать внимания на валютный курс, вероятно, сможет выполнить лишь десяток стран, твердо придерживающихся плавающего курса, если это вообще возможно. Большинство стран, несмотря на официальные заявления, не придерживается плавающего режима. Происходит обратное — «боязнь плавания» толкает их на интервенции, необходимые для того, чтобы сгладить колебания спроса на национальную валюту (Calvo and Reinhart, 2002).

«Политика оказания экстренной помощи рынкам после их краха породила проблему морального риска, которая усугубляет ситуацию с вздутыми ценами».

Вторым и наиболее важным аспектом для крупных развитых стран является проблема цен на активы. Десятилетие назад большинство монетарных экономистов соглашалось с доктриной бывшего председателя Совета управляющих ФРС США Алана Гринспена о том, что невозможно пытаться выявлять и ликвидировать в самом разгаре спекулятив-

ный ажиотаж на фондовых рынках и рынках недвижимости и что для защиты экономики достаточно лишь снизить процентные ставки после краха рынков. Недавний опыт заставил пересмотреть такую точку зрения.

В-третьих, выбор ИПЦ в качестве ориентировочного индекса цен приводит к излишней дестабилизации счетов внешнеэкономических операций в странах, где торговые потрясения имеют немаловажное значение. Альтернативный индекс цен, например, индекс цен производителей или индекс цен экспорта, представляется более точным индикатором колебаний условий торговли (Frankel, 2005).

Актуально: борьба с вздутыми ценами на активы. На протяжении 30 лет чрезмерная денежно-кредитная экспансия считалась синонимом безудержной инфляции, что, в конечном счете, требовало сокращения денежной массы и, как правило, спада для возвращения к стабильности цен. Такое описание соответствовало периодам спада 1974, 1980, 1981–1982 и 1990–1991 годов. Но XX век полон примеров того, как значительный бум цен на активы заканчивался разрушительным крахом, когда в ретроспективе денежно-кредитная политика оказывалась слишком либеральной в период бума, но вопреки этому инфляция не проявлялась ни на одном из этапов. Бум на рынке недвижимости во Флориде в 1920-х годах и бум фондового рынка в Нью-Йорке, за которыми последовал крах 1929 года и Великая депрессия; вздутые цены фондового рынка и рынка недвижимости 1986–1989 годов в Японии с последующим десятилетием стагнации; бум и спад в Азии в 1990-х годах; опыт последнего десятилетия в США — все эти примеры подтверждают описанную закономерность. (Автор работы Bogio, 2005, указывал на это до начала текущего финансового кризиса в 2007 году.)

На «доктрину Гринспена» можно дать ответы по четырем аспектам. Во-первых, выявление вздутых цен не сложнее обнаружения инфляционного давления на 18 месяцев вперед. Во-вторых, у органов денежно-кредитного регулирования действительно имеются инструменты для устранения спекулятивных «пузырей». В-третьих, политика оказания экстренной помощи рынкам после их краха породила проблему морального риска, которая усугубляет ситуацию с вздутыми ценами. В-четвертых, как мы не так давно имели возможность убедиться, издержки в плане сокращения производства могут быть огромными, даже если центральный банк проводит решительно смягчает свою политику.

5

Неактуально: чрезмерная привилегия доллара

Актуально: многовалютные международные резервные активы

Неактуально: «чрезмерная привилегия» доллара. Есть ли возможность поддерживать дефицит счета текущих операций США без масштабного падения доллара? Будут ли США продолжать пользоваться уникальной привилегией — возможностью занимать фактически неограниченные суммы в своей собственной валюте? И в таком случае насколько оправдано определение этой привилегии как «чрезмерной», то есть означающей, что выгоды связаны лишь с такими характеристиками как размеры и история, а не с благоразумным поведением, например, бюджетной дисциплиной, стабильностью цен и стабильным обменным курсом? С 1980 года задолженность США выросла на 10 трлн долларов. В период с января 1973 года по май 2009 года доллар упал на 30 процентов относительно индекса ведущих валют ФРС. Представляется маловероятным, что именно дисциплина в макроэкономической политике позволила США сохранить свою привилегию.

Некоторые утверждают, что США пользуются привилегией принимать обязательства в долларах за счет использования

своих сравнительных преимуществ в предоставлении высококачественных активов остальному миру (Caballero, Farhi, and Gourinchas, 2008; Forbes, 2008; Gourinchas and Rey, 2007; Ju and Wei, 2008; Mendoza, Quadrini, and Rios-Rull, 2007).

Согласно этой интерпретации, фундаментальной причиной дисбалансов счетов текущих операций является избыток сбережений в странах Азии и других странах, ищущих надежные инвестиции. Подобная аргументация, по-видимому, подрывается низким качеством активов США, внезапно проявившимся в 2007 году, а также потерей доверия к финансовым организациям США в ходе последующего кризиса.

Хотя наиболее вычурные из аргументов о непреодолимом качестве частных активов США оказались скомпрометированы, основная идея о чрезмерной привилегии США по-прежнему остается в силе: доллар остается мировой резервной валютой благодаря размерам экономики США, а также по историческим причинам. В связи с этим возникает вопрос о том, является ли уникальная роль доллара вечной, или же достаточно продолжительная история дефицитов и обесценивания может побудить инвесторов обратиться к другим валютам. (См. статью «Будущее резервных валют» на стр. 26 настоящего выпуска).

Актуально: мультивалютные международные резервные активы. Есть ли у доллара реальные конкуренты, способные занять роль единственной ведущей международной резервной валюты? Два предполагаемых претендента 1970-х и 1980-х годов, иена и немецкая марка, имели ограниченный вес. Однако евро представляется правдоподобной альтернативой. Существуют также ряд новых или возрожденных резервных активов, в том числе специальные права заимствования (СДР) МВФ. Наиболее вероятной является система,

сочетающая несколько международных резервных активов, а не полагающаяся преимущественно на доллар.

Что определяет статус резервной валюты? Размеры экономики, глубина финансовых рынков, норма прибыли и историческая инерция. Страны зоны евро по размерам экономики приближаются к США. Впервые кризис подорвал доверие к финансовым рынкам США, которые считались не имеющими ограничений, глубокими и надежными. Более того, доллар продемонстрировал плохую способность сохранять свою стоимость на протяжении времени, как по уровню валютного курса, так и по его волатильности.

Да, современный период напоминает Бреттонвудскую систему 1960-х годов, когда иностранные центральные банки скупали излишние доллары, чтобы предотвратить укрепление собственных валют. Но мы сейчас находимся ближе к концу, чем к началу. Условия напоминают ситуацию 1971 года, когда экспансионистская денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика США привела к ухудшению торгового и общего платежного баланса, с последовавшим крахом системы. На этот раз нет оснований ожидать иного результата. США не могут непременно опираться на поддержку иностранных государств-кредиторов.

Изменения в резервных валютах происходят медленно, но переломный момент в конце концов наступает. Наилучшим примером является британский фунт стерлингов, место которого в период между 1931 и 1945 годами занял доллар. В нашей работе Menzie Chinn and Frankel (2008) сделано предположение, что аналогичный переломный момент может быть достигнут между долларом и евро, когда евро станет доминирующей валютой к 2022 году. Эту двухвалютную модель не следует воспринимать слишком буквально. Более вероятным



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

преемником эры однополярного доминирования доллара является мультивалютная резервная система.

В этом году в числе приобретаемых центральными банками резервов стали появляться наряду с евро и другие международные активы. Во-первых, это СДР. Они появились в конце 1960-х годов как средство, с запозданием прописанное быстро слабеющему Бреттонвудскому пациенту. СДР, выпущенные в начале 1970-х годов, стали претендовать на роль международного резервного актива, но их объемы были слишком малы, чтобы иметь реальное значение. К 1990-м годам этот инструмент практически исчез из международной валютной системы (Eichengreen and Frankel, 1996).

СДР продемонстрировали поразительное возвращение из небытия на совещании Группы двадцати в апреле, когда было принято решение не только утроить активы МВФ, но и впервые за многие годы выпустить новый пакет. Затем Китай предложил заменить доллар, как международную валюту, на СДР. В условиях отсутствия крупного региона или страны, использующих СДР в качестве национальной валюты, у данной единицы нет серьезных шансов конкурировать с евро или иеной, а тем более с долларом. Тем не менее, представляется вероятным, что СДР теперь вновь войдут в список серьезных альтернативных активов в мультивалютной резервной системе, особенно если МВФ примет предложения о «счете замещения», позволяющем членам обменивать ненужные доллары на СДР.

Во-вторых, после многих десятилетий, когда считалось анахронизмом хранить пыльные залежи золотых слитков в центральных банках и их запасы следовало постепенно ликвидировать, желтый металл снова в моде. В этом году сообщалось, что Народный банк Китая резко увеличил свои золотые авуары в качестве альтернативы неограниченному приобретению долларов.

В-третьих, в последнее время иена вновь в определенной степени обрела статус безопасного актива.

Кроме того, существует юань. Несмотря на то что для этого потребуются существенное развитие и открытие финансовых рынков Китая, юань может в течение ближайшего десятилетия стать международной валютой, а спустя 30 лет, возможно, и одной из важнейших валют. Но он будет входить в мультивалютную резервную систему, которая также будет включать доллар, евро, иену, фунт стерлингов, швейцарский франк, СДР, а, возможно, и золото.

Мультивалютная резервная система неэффективна в том же смысле, что и бартерная экономика. Но существование конкурирующих валют обеспечивает всему остальному миру защиту от лидера, эксплуатирующего положение своей валюты за счет накопления слишком больших долгов, а затем уменьшения его стоимости из-за инфляции или ослабления курса. ■

Джеффри Фрэнкел является профессором на гранте Джеймса Харпела Гарвардского университета.

Литература:

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, pp. 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, pp. 358–93.

Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart, 2002, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, pp. 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, pp. 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, pp. 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, pp. 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), pp. 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*, pp. 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, pp. 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, pp. 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. Liederer and L. Svensson (London: Centre for Economic Policy Research).