

Международная денежно-кредитная система, основанная на правилах разумной политики

М. Г. Мехтиев

аспирант, научный сотрудник отдела научного обеспечения деятельности секретариата делегации Российской Федерации в Европейской комиссии за демократию через право (Венецианской комиссии)

Института законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации.

Адрес: Институт законодательства и сравнительного правоведения при Правительстве Российской Федерации,

107078, Москва, Большой Харитоньевский переулок, д. 22/24.

Email: mekhtiev.mg@gmail.com

International Monetary System Based on the Rules of Reasonable Policy

M. G. Mekhtiyev

Postgraduate Student, Researcher of the Department of Scientific Support for the Secretariat of the Russian Delegation to the European Commission for Democracy through Law (Venice Commission) of the Institute of Legislation and Comparative Law under the Government of the Russian Federation.

Address: Institute of Legislation and Comparative Law under the Government of the Russian Federation, 22/24 Bolshoy Kharitonyevskiy Lane, Moscow, 107078, Russian Federation.

E-mail: mekhtiev.mg@gmail.com

Аннотация

Данная статья посвящена анализу взаимозависимости деятельности центральных банков (ЦБ). Эта взаимозависимость обусловлена не только влиянием состояния международной финансовой системы на деятельность центральных банков, но также и влиянием действий ЦБ одних стран на ведение денежно-кредитной политики других стран. Соответственно, есть необходимость исследовать новое направление в международном валютном праве – ведение международной денежно-кредитной политики. Данное направление требует также принятия практических мер международным сообществом, а точнее – создания как общих правил ведения денежно-кредитной политики ЦБ государств, так и правил их взаимодействия на межправительственном уровне. Ввиду этого в статье используется дедуктивный метод исследования. Существование международной денежно-кредитной политики и отсутствие ее осмысления, а также формирования правовой базы требует разработки концепции регулирования указанной сферы. Автор статьи приходит к заключению, что правила осуществления международной денежно-кредитной политики способны найти баланс между независимостью ЦБ в ведении монетарной политики, с одной стороны, и созданием условий для предотвращения дестабилизации мировой финансовой системы, с другой, через гармонизацию правовых и валютных режимов в рамках национальной юрисдикции.

Ключевые слова: международная денежно-кредитная политика, глобальная сеть финансовой безопасности, центральный банк, международное валютное право, международные финансовые механизмы.

Abstract

This article is devoted to the analysis of central bank (CB) activities' interdependence. This interdependence is caused not only by the influence of the international financial system's conditions on CB activities, but also by some CBs actions' influence on the monetary policy conduct in other countries. Accordingly, there is a need to explore a new legal field in international monetary law – international monetary policy conducts. This field also requires the adoption of practical measures by the international community, or rather, the creation of both general rules for the conduct of monetary policy by central banks and rules of their interaction at the intergovernmental level. In view of this, the article uses the deductive method for the research. The existence of an international monetary policy and the absence of its comprehension, as well as the formation of a legal framework, requires the development of a concept for regulating this sphere. The author concludes that the rules for the implementation of international monetary policy can find a balance between the independence of the CB in the

conduct of monetary policy on the one hand, and creating conditions for preventing destabilization of the global financial system on the other, through the harmonization of legal and monetary regimes within national jurisdiction.

Keywords: international monetary policy, global financial safety net, central bank, international monetary law, international financial mechanisms.

Цель этой статьи – рассмотреть реформу международной денежно-кредитной системы, в которой каждый центральный банк (ЦБ) устанавливает и санкционирует правила денежно-кредитной (или монетарной) политики в качестве внутренних инструментов (далее – правила) ведения монетарной политики. Отличительной чертой этих правил является то, что они представляют собой финансовые инструменты, т. е. ЦБ оказывает влияние на финансовую среду посредством применения экономических мер, что имеет характер правовых инструментов, так как они закреплены в нормативных актах центрального банка и направлены на регулирование денежного оборота.

В последние годы международная валютная система перестала основываться на каких-либо правилах, и этот отход от правил привел к значительному росту движения капитала, неустойчивости обменных курсов и низким общим экономическим показателям. Приверженность модели международной валютной системы, основанной на правилах, может повысить международную стабильность. Такая система может быть достигнута таким образом, чтобы каждый центральный банк мог самостоятельно выполнять свои собственные задачи в области достижения национальной финансовой стабильности, обеспечивая при этом открытость международным рынкам и гибкие режимы обменного курса [23].

Хотя некоторые утверждают, что международная валютная система на основе правил невозможна, Джон Тейлор [3; 22; 26; 28; 29] в своих трудах демонстрирует отсутствие обязательной несовместимости международно-независимой денежно-кредитной политики, с одной стороны, и открытыми рынками капитала и гибкими режимами обменного курса, с другой. Эмпирические корреляции, которые показывают иное, скорее всего, необоснованны или ложны и обусловлены отходами многих стран от монетарной политики, основанной на правилах, что не является ни необходимым, ни целесообразным.

Нет никаких сомнений в том, что международная валютная система отошла от той системы, основанной на правилах, что были разрабо-

таны экономистами и политиками, начиная от Милтона Фридмана [13] и заканчивая Полом Волкером [31]. Произошло распространение и амплификация необычных мер денежно-кредитной политики и валютных интервенций в разных странах.

Причиной стало то, что амплификация происходит тогда, когда более чем один центральный банк следует за другими центральными банками в выборе инструментов регулирования национальной финансовой системы. Затем возникает ряд побочных эффектов, на которые каждый ЦБ реагирует изменением процентной ставки вслед за другим ЦБ, что приводит, по мнению Дж. Тейлора [24] к эффекту мультипликатора. Правительства все чаще прибегают к контролю за движением капитала, вмешиваются в валютные рынки и используют макропруденциальные правила для воздействия на операции, осуществляющиеся на международных валютных рынках. Некоторые официальные лица в международных финансовых институтах одобряют такие меры контроля и вмешательства, предполагая, что они должны быть встроены в новую глобальную валютную систему [16] несмотря на то, что эти же институты ранее выступали за устранение такого контроля [5].

Этот отход от системы, основанной на правилах, был связан с разочаровывающими экономическими результатами. По всему миру произошли огромные колебания в движении капитала, особенно в развивающихся рынках, продолжающиеся до сегодняшнего дня [10]. Волатильность обменного курса увеличивалась и напоминала валютные войны и конкурентную девальвацию национальных валют. К тому же экономические показатели включали глобальный финансовый кризис и очень медленное восстановление, а позднее еще и разочаровывающие темпы экономического роста во многих странах с формирующимися рынками и в развивающихся странах.

Эти события заставили некоторых специалистов заключить, что такая международная валютная система невозможна или по крайней мере та, что основана на режиме гибкого валютного курса, открытости рынков капитала и независи-

мости денежно-кредитной политики, основанной на внутригосударственном регулировании. После недавних «скачков и сокращений движения капитала» на недавней конференции ЦБ «Джексон Холл» Хелен Рей утверждала, что существует «непримиримый дуэт: независимая денежно-кредитная политика возможна тогда и только тогда, когда управляется капиталом прямо или косвенно на основе принципа макропруденциального регулирования», и «если этого недостаточно, то необходимо применять меры контроля за движением капитала» [19].

Другими словами, независимая денежно-кредитная политика и открытость рынков капитала несовместимы друг с другом. После исследования доказательств того, что ведение монетарной политики рядом ЦБ значительно осложнено из-за косвенного влияния денежно-кредитной политики других центральных банков, Себастьян Эдвардс назвал сомнительной идею о том, что в гибких валютных режимах существует независимость денежно-кредитной политики [8]. К такому выводу пришли и другие специалисты, исследования которых показали, что учетные ставки иностранных центральных банков имеют статистически значимые коэффициенты в регрессиях с правилами монетарных политик зарубежных монетарных властей [4; 7; 14]. Более того, к такому выводу приходили и сами центральные банки многих стран [25; 27]. Таким образом, возвращаясь к мнению Себастьяна Эдвардса, отметим, что другим, по-видимому несовместимым, «дуэтом» является то, что независимая денежно-кредитная политика направлена на достижение внутренней экономической стабильности и гибкого режима валютного курса.

Практические исследования Р. Аренда [1] по стратегии установления процентных ставок в странах ОЭСР, а также Дж. Тейлора [25], Дж. Кана [17] и Дж. Сельджина, Д. Бекворта и Б. Бахадира [20] по политике процентных ставок в Соединенных Штатах показывают, что отклонение от правил началось в 2003–2005 гг. (т. е. задолго до финансового кризиса), создавая резкий рост и неизбежный спад. Б. Хаффман и Б. Богданова [15] в свою очередь выявили постоянное «глобальное значительное отклонение», что частично обусловлено распространением и усилением отклонений денежно-кредитных политик от правил по всему миру. Такие отклонения также наблюдаются ввиду крупномасштабных программ покупки активов, известных как количественное

смягчение, а также в часто изменяющихся дискреционных операциях в стратегии обнародования дальнейшей политики. Очевидным ответом на количественное смягчение в Соединенных Штатах было то, что в Японии монетарные власти также начали процесс количественного смягчения, а вслед за ними и в Еврозоне в ответ на обе предыдущие (США и Японии). Стоит обратить внимание, что эти отклонения от политики, основанной на правилах, относятся к событиям до и после кризиса 2008 г., а не к действиям, предпринимаемым центральными банками во время самого кризиса.

Как уже говорилось ранее в данной статье, увеличение волатильности (колебаний) потоков капитала и обменных курсов связано с отклонениями от политики, основанной на правилах (например, увеличение волатильности обменного курса доллара США начиная с 2003 г.). Существует также резкий рост волатильности потоков капитала, заемного капитала и оплаченной (собственной) части капитала в развивающихся странах примерно в тот же период [4]. К тому же «денежно-кредитная политика в основном государстве... влияет на соотношение собственных и заемных средств глобальных банков, кредитные потоки и рост кредитов в международной финансовой системе» [19]. Большая часть этого эффекта, по-видимому, объясняется чрезмерными изменениями монетарной политики последних лет, когда очень низкие процентные ставки в Соединенных Штатах вынудили искать инструменты с более высокой доходностью по всему миру.

Есть свидетельства и того, что увеличение побочных эффектов от других ЦБ связано также с отклонением от политики, основанной на правилах. Опасения представителей развивающихся рынков по поводу влияния на стабильность их финансовых систем политикой ФРС, безусловно, в этот период стали увеличиваться. И подобные «валютные войны» как результат количественного смягчения (мягкой денежно-кредитной политики), порожденного в Соединенных Штатах, а затем перетекшего в Японию и Еврозону, в последние годы были дискреционными, а не основанными на определенных соглашениях между центральными банками. Большая часть эмпирической работы, документирующей значительное присутствие иностранных процентных ставок в правилах монетарной политики центрального банка, началась после отклонения от политики, основанной на правилах [23].

Основная монетарная теория говорит о том, что политика, основанная на правилах, может препятствовать чрезмерному потоку капитала и позволить каждому государству преследовать свои цели в области обеспечения внутренней финансовой стабильности, не нарушая систему отношений [3; 26]. То, как эта теория работает, наглядно объясняется Дж. Тейлором: если обменный курс является гибким, капитал мобилен и каждый ЦБ устанавливает свою процентную ставку в рамках ведения денежно-кредитной политики, основанной на правилах, а различия в процентных ставках между государствами могут возникать при движении капитала, позволяя любую разницу курсов валют, то изменения реальных обменных курсов влияют на импорт и экспорт и, следовательно, на торговый баланс и реальный ВВП. Более того, цены и заработная плата являются взаимозависимыми, поэтому изменения процентной ставки ЦБ в одной стране могут влиять на объем производства и уровень инфляции в другой стране. Наконец, изменение обменного курса также влияет на инфляцию [23].

Как правило, каждый ЦБ систематически увеличивает процентную ставку, когда инфляция поднимается выше цели или когда реальный ВВП ниже своего предполагаемого потенциала. Аналогичным образом ЦБ систематически снижает процентную ставку, когда инфляция падает ниже целевого показателя, а реальный ВВП превышает его предполагаемый потенциал. Если предположить, что целевой показатель инфляции будет установлен на уровне 2% во всех странах, долгосрочная процентная ставка монетарной политики составит 2% и мировая экономика не подвергнется шокам, то мировой уровень инфляции опустится до 2%, номинальная процентная ставка будет на уровне 4%, ВВП будет соответствовать своему потенциалу и обменный курс будет стабильным.

В таком случае, если существует ценовой шок, который повышает инфляцию в одной стране выше цели, то это приведет к тому, что ЦБ в этой стране предпримет действия по повышению процентной ставки, и поэтому производство временно снизится, а уровень инфляции снизится до его целевого показателя. В конце концов последствия шока будут преодолены.

Однако первоначальный инфляционный шок приведет к росту инфляции также и за рубежом, поскольку затраты на импортные товары будут расти, но она будет незначительной, так как ино-

странный ЦБ будет смягчать последствия своей учетной ставкой.

С другой стороны, с ростом процентных ставок иностранные центральные банки будут опасаться оттока капитала или обесценивания (девальвации) своей валюты. Они могут принять решение повысить процентные ставки до уровня первого центрального банка и тем самым отклоняться от правила. Это пример того, как ЦБ следуют друг за другом. Но если первый ЦБ будет придерживаться политики, основанной на правилах, то влияние на дифференциалы процентных ставок будет, как известно, довольно временным, что уменьшит необходимость или стимул для других центральных банков «перерегулировать». По сути, приверженность правилу позволяет каждому иностранному ЦБ лучше исполнять свои собственные полномочия. Так, правило будет меньше реагировать на изменения обменного курса, но важно и то, что такая реакция будет более предсказуемой. Напротив, если политика первого ЦБ является *ad hoc*, или дискреционной, то иностранный ЦБ может опасаться большего или более длительного оттока капитала и даже нисходящей спирали обменного курса, а значит, начнет принимать более активные меры. Более строгое соблюдение политики, основанной на правилах, со стороны первого ЦБ уменьшит вероятность того, что за ним последуют другие центральные банки, и тем самым не сделает их функционирование менее эффективным. Это рассуждение предполагает, что волатильность потоков капитала будет уменьшаться при действиях, более приверженных политике, основанной на правилах: при ожидаемой стабилизации обменного курса будет меньше причин выводить капитал из-за рисков падения курса валюты.

Эти же аргументы применимы и к другим типам шоков, дестабилизирующих финансовую систему. Предположим, что существует шок, который снижает уровень инфляции. В этом случае первым ответом является снижение процентной ставки ниже начального порога в 4%. После периода корректировки эта мера приведет к повышению уровня инфляции. Тем не менее после незначительного реагирования на процентные ставки, подобного тому, которое применяется в остальном мире, процентные ставки будут выше за рубежом, вызывая озабоченность по поводу притока капитала или повышения обменного курса. У ЦБ за рубежом появится тенденция к снижению процентной ставки.

Но с помощью политики, основанной на правилах, эта тенденция будет смягчена благодаря тому, что отток капитала и последствия обменного курса будут временными.

Существует много других видов шоков и сценариев, которые требуют более детального анализа валютной системы. Однако общее понимание того, что политика, основанная на правилах, будет смягчать чрезмерные объемы потоков капитала и нежелательные внешние эффекты, вероятно, будет устойчивым.

Что касается обменных курсов, эмпирические исследования показали [9], что страны, которые нацелены на инфляцию, на форму монетарной политики, основанной на правилах, имеют значительно менее волатильные обменные курсы. Что касается потоков капитала, то принятие правил, основанных на инфляции, повлияло на ряд стран с формирующимся рынком, что привело к сокращению движений значительного объема капитала, связанного со «страхом перед свободным падением» [30]. К тому же правила таргетирования инфляции снижают переход риска с обменного курса на инфляцию [6]. Это еще раз уменьшает необходимость чрезмерной реакции из-за опасений изменения обменного курса.

Хотя рассмотренные здесь сценарии применимы к определенному правилу монетарной политики, эти аргументы можно отнести и к другим типам монетарной политики, основанным на правилах. Например, Д. Бекворт и Дж. Хендриксон рассмотрели правила процентных ставок, в которых ЦБ реагирует на номинальный ВВП, а не на уровень инфляции и ВВП отдельно [2]. Они подчеркивали, что такое правило имеет то преимущество, что ЦБ не нужно оценивать потенциальный ВВП, что отражает проблемы, поднятые А. Орфанидесом [18]. Дж. Тейлор в свою очередь не видит причин, по которым одни и те же аргументы не могут применяться к реализации таргетирования номинального ВВП или другим показателям, предложенным С. Самнером [21]. Еще один недавний пример – исследование двух правил денежно-кредитной политики, относящихся к двум разным денежно-кредитным моделям, которые были исследованы в течение периода золотого стандарта с 1879 по 1914 г. [11]. Одно правило политики рассматривает денежную базу, исследуемую на основе авторегрессии процентной ставки с учетной, где последняя определяется спросом и предложением на денежные средства. Другое – правило прогнозируемой процент-

ной ставки. Согласно этому правилу волатильность инфляции значительно снижается, в то время как волатильность уровня производства и занятости снижается незначительно. Разумеется, динамические свойства правил очень важны для оценки монетарной политики, и необходимо, чтобы правила эффективно исполнялись в рамках юрисдикции каждого государства, если они направлены еще и на то, чтобы внести позитивный вклад в глобальную денежно-кредитную политику, основанную на правилах.

Следствием таких действий является то, что международная экономика будет более стабильной, если монетарные власти смогут создать международную валютную систему, основанную на правилах. Но как можно реализовать такую систему? Работоспособным предложением будет международное соглашение, в котором каждый ЦБ определяет и обязывает исполнение правил или стратегии денежной политики для установления соответствующих правовых инструментов. Стратегия может включать конкретную целевую инфляцию, оценку равновесной процентной ставки и список ключевых переменных для реагирования определенным образом. Этот процесс не повлияет на монетарные стратегии других стран. Это будет гибкая система обменного курса, хотя валютные зоны, такие как Еврозона, и их ЦБ, безусловно, могут быть ее частью.

Такое соглашение не создало бы никакой угрозы ни национальной, ни международной независимости ЦБ. Каждый ЦБ будет формулировать и описывать свою стратегию. ЦБ, участвующие в этом процессе, не будут действовать исходя из стратегий других ЦБ, за исключением тех, о которых сообщалось бы в стратегиях. И стратегии можно было бы изменить или отклонить, если мировое сообщество изменится или возникнет чрезвычайная ситуация. Процедура формирования и изменения, а также их причины могли бы быть прописаны в международном договоре. Возможно, что некоторые ЦБ будут включать в свою монетарную политику список факторов, которые влияют на процентные ставки и на которые необходимо реагировать, но, когда одни ЦБ увидят, что другие ЦБ этого не делают, они, скорее всего, будут оказывать меньше влияния на валютные отношения, применяя финансовые и правовые инструменты.

Такой международный договор должен быть глобальным в принципе, а не для определенной группы государств. Как и процесс, который при-

вел к Бреттон-Вудской системе, новое международное соглашение о ведении международной денежно-кредитной политики можно начать неофициально с небольшой группы, а затем распространить его. Обязательства, основанные на правилах, позволят снизить волатильность потока капитала и устранить некоторые причины, по которым ЦБ следуют друг за другом в последние годы [23].

Подобная реформа создаст правила, позволяющие окончательно отменить контроль за движением капитала. Согласно классификации стран по версии А. Фернандеса [12], в 2015 г. было 36 государств с открытыми счетами движения капитала и 48 с ограничительными, а 16 – с разной степенью контроля за движением капитала. В реформе следовало бы учесть переходный период. Она должна сопровождаться адекватным соблюдением правил безопасности и регулированием устойчивости финансовых учреждений. При этом если пруденциальные нормативы уже существуют, то фазовый переход может не понадобиться. Несмотря на противоречивость, эта реформа концептуально совпадает с соглашением первоначальных членов МВФ о снятии валютного контроля в 1944 г. [23].

Многие специалисты призывают к реформированию международной валютной системы, отражая озабоченность по поводу нестабильности, побочных эффектов международной монетарной политики, неустойчивых потоков капитала и плохих экономических показателей. Банк международных расчетов (BIS) провел исследование, предлагаемый подход которого привлекателен, поскольку каждая страна может выбрать свою собственную независимую стратегию и одновременно способствовать глобальной стабильности [15].

Анализ взаимозависимости денежно-кредитных стратегий ЦБ в данной работе показывает, что существует не только влияние международной финансовой системы на принятие решений ЦБ в рамках достижения целей, установленных законодателем конкретной страны, но и влияние действий одних ЦБ на ведение денежно-кредитной политики другими ЦБ. Отсюда следует, что необходимо и дальше развивать такое направление в международном валютном праве, как международная денежно-кредитная политика, а также разрабатывать единые правила ее (международной денежно-кредитной политики) ведения.

Список литературы

1. *Ahrend R.* Monetary Ease: A Factor Behind Financial Crises? Some Evidence from OECD Countries // *Economics*. – 2010. – N 4 – P. 1–30.
2. *Beckworth D., Hendrickson J.* Nominal GDP Targeting and the Taylor Rule on an Even Playing Field // *AIER Sound Money Project Working Paper*. – 2016. – N 2018-10.
3. *Carlozzi N., Taylor J.* International Capital Mobility and the Coordination of Monetary Rules // *Bhandhari J.* Exchange Rate Management. – MIT Press, 1985.
4. *Carstens A.* Challenges for Emerging Economies in the Face of Unconventional Monetary Policies in Advanced Economies. – Washington : Peterson Institute for International Economics, 2015.
5. *Communique of the Interim Committee*. – International Monetary Fund, 1997.
6. *Coulibaly D., Kempf H.* Does Inflation Targeting Decrease Exchange Rate Pass-through in Emerging Countries? – *Documents de Travail du Centre d'Economie de la Sorbonne*. – 2010. – N 49.
7. *Edwards S.* Monetary Policy Independence under Flexible Exchange Rates: An Illusion? // *NBER Working Paper*. – 2015. – N 20893.
8. *Edwards S.* The Illusion of Monetary Policy Independence under Flexible Exchange Rates // *VOX, CEPR's Policy Portal*. – 2015.
9. *Eichengreen B., Taylor A.* The Monetary Consequences of a Free Trade Area of the Americas // *NBER Working Paper*. – 2003. – N 9666.
10. *European Central Bank.* Account of the Monetary Policy Meeting of the Governing Council of the European Central Bank, held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 12–13 December 2018.
11. *Fagan G., Lothian J., McNelis P.* Was the Gold Standard Really Destabilizing? // *Journal of Applied Econometrics*. – 2013. – N 8. – P. 131–249.

12. *Fernández A., Klein M. W., Rebucci A., Schindler M., Uribe M.* Capital Control Measures: A New Dataset // IMF Working Paper. – 2015.
13. *Friedman M.* The Case for Flexible Exchange Rates // Essays in Positive Economics. – University of Chicago Press, 1953.
14. *Gray C.* Responding to a Monetary Superpower: Investigating the Behavioral Spillovers of U.S. Monetary Policy // Atlantic Economic Journal. – 2013. – Vol. 21 (2).
15. *Hofmann B., Bogdanova B.* Taylor Rules and Monetary Policy: A Global Great Deviation? BIS Quarterly Review, 2012.
16. International Monetary Fund. The Liberalization and Management of Capital Flows. An Institutional View. – 2012.
17. *Kahn G. A.* Taylor Rule Deviations and Financial Imbalances : Economic Review, Second Quarter. – Federal Reserve Bank of Kansas City, 2010.
18. *Orphanides A.* (2003), Monetary Policy Evaluation with Noisy Information // Journal of Monetary Economics. – 2003. – Vol. 50 (3). – P. 605–631.
19. *Rey H.* Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence // Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. – Jackson Hole, 2013.
20. *Selgin G., Beckworth D., Bahadir B.* The Productivity Gap: Monetary Policy, the Subprime Boom, and the Post-2001 Productivity Surge // Journal of Policy Modeling. – 2015. – Vol. 37. – Issue 2.
21. *Sumner S.* Nominal GDP Targeting: A Simple Rule to Improve Fed Performance // Cato Journal. – 2014. – Vol. 34. – N 2.
22. *Taylor J.* A Rules-Based International Monetary System for the Future // Bergsten F., Green R. International Monetary Cooperation: Lessons from the Plaza Accord after Thirty Years. – Washington. D.C. : Peterson Institute for International Economics, 2016.
23. *Taylor J.* An International Monetary System Built on Sound Policy Rules // International Conference on Macroeconomic Analysis and International Finance. – University of Crete, Rethymno, 2016.
24. *Taylor J.* Globalization and Monetary Policy: Missions Impossible // Gertler M., Gali J. The International Dimensions of Monetary Policy. University of Chicago Press, 2009. – P. 609–624.
25. *Taylor J.* Housing and Monetary Policy // Housing, Housing Finance and Monetary Policy. – 2007. – P. 463–476.
26. *Taylor J.* International Coordination in the Design of Macroeconomic Policy Rules // European Economic Review. – 1995. – N 28. – P. 53–81.
27. *Taylor J.* International Monetary Coordination and the Great Deviation // Journal of Policy Modeling. – 2013. – N 35 (3). – P. 463–472.
28. *Taylor John B.* Rethinking the International Monetary System,” The Cato Journal, Vol. 36, No. 2 (Spring/Summer); (2016),
29. *Taylor J.* The Federal Reserve in a Globalized World Economy // The Federal Reserve’s Role in the Global Economy. – Cambridge University Press, 2016.
30. *Vegh C., Vuletin G.* Overcoming the Fear of Free Falling: Monetary Policy Graduation in Emerging Markets // NBER Working Paper. – 2012. – N 18175.
31. *Volcke P.* Remarks. Bretton Woods Committee Annual Meeting. – 2014.