

Памяти Руслана Имрановича Хасбулатова

Не прошло и года, как профессор Руслан Имранович Хасбулатов пригласил меня стать членом редакционной коллегии журнала «Международная торговля и торговая политика». Сегодня его нет среди нас, и это большая историческая потеря. Я принял приглашение потому, что Руслан Хасбулатов – известный политический и экономический деятель, личность, органично связанная с первыми годами переходного периода в России, или, как он говорил: «перехода от социализма к капитализму». Не мне судить о реальных заслугах Р. Хасбулатова и его роли в формировании российских экономических институтов, а также о том, предлагал ли он альтернативы модели шоковой терапии, либерализации цен и приватизации государственной собственности, предпринятые в 1992 г. Это дело российских экономистов и историков, которые должны мобилизовать многочисленные свидетельства и архивные документы. Для меня профессор Р. И. Хасбулатов, помимо того, что он был политиком, остается прежде всего квалифицированным экономистом-теоретиком и замечательным публицистом, сформулировавшим ряд альтернативных позиций по экономической, политической и социальной модели посткоммунистической России. Его высказывания об устройстве современной российской банковской системы, например, его политическая конфронтация с Виктором Геращенко, остаются для меня важным источником для понимания роли денежно-кредитной политики и банковского дела в современной России.

Николай Неновски

DOI: <http://dx.doi.org/10.21686/2410-7395-2023-1-22-35>

ФИКСИРОВАННЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ РЕЖИМЫ – ДЕБАТЫ И АРГУМЕНТЫ

Н. Неновски

Университет Пикардии Жюль Верна, Франция;
Болгарский национальный банк

А. Фодо

Университет Гренобль-Альпы, CREG, Франция

В статье рассматриваются основные аргументы, защищающие и отвергающие режимы фиксированного обменного курса. Утверждается, что, вопреки ожиданиям и в соответствии с практикой, эти режимы имеют больше преимуществ, чем недостатков. Они делают торговлю и международную координацию значительно более эффективной и предсказуемой. Многие аргументы о потере степеней свободы в проведении монетарной и акроэкономической политики и утрате суверенитета нуждаются в релятивизации. Об этом сказано в первой части статьи. Во второй части, которая будет опубликована в следующем номере, мы представим различные институциональные формы, которые могут по-разному преодолеть проблемы, связанные с фиксированными обменными курсами, а именно: валютные союзы и долларизация, контроль за движением капитала и различные модели клиринговых союзов.

Ключевые слова: фиксированные денежные режимы, обменный курс, международные валютно-финансовые отношения, денежная политика, валюта.

FIXED MONETARY REGIMES - DEBATES AND ARGUMENTS

Nikolay Nenovsky

University of Picardy Jules Verne, France;

Bulgarian National Bank

Adrien Faudot

University of Grenoble Alpes, Center of Research in Economics

of Grenoble (CREG), France

The paper examines the main arguments defending and rejecting fixed exchange rate regimes. It argues that, contrary to what is claimed and in line with practice, these types of regimes have more advantages than disadvantages. They make trade and international coordination significantly more efficient and predictable. Many of the arguments about the loss of degrees of freedom in monetary and macroeconomic policy-making, and the loss of sovereignty, need to be relativised. This is done in this first part of the paper. In the second part, to be published in the next issue, we present different institutional forms that can overcome the problems surrounding fixed exchange rates in different ways, namely currency boards and dollarization, capital controls, and different models of clearing unions.

Keywords: fixed exchange rate regime, international monetary and financial relations, monetary policy, currency boards, foreign currency.

Введение

В макроэкономике вопросы экономистов, касающиеся режимов обменных курсов, остаются нерешенными. Они разделили все школы экономической мысли от неоклассических до посткейнсианских. Например, члены Общества Мон Пелерин разошлись во мнениях, следует ли им поддерживать режимы плавающих или фиксированных обменных курсов [35. – С. 211]. Из-за разногласий неолиберальных экономистов произошел раскол между их различными течениями. Со своей стороны, посткейнсианцы также не согласны с ограничениями, вызванными фиксированными режимами и предполагаемыми преимуществами плавающих курсов как амортизаторов [2; 22].

Начиная с 1930-е гг. и примерно до 1950 г. большинство экономистов поддерживали фиксированные (хотя и регулируемые) режимы [16]. В течение двух десятилетий большинство, включая официальных и гетеродоксальных экономистов, поддерживали плавающий или управляемый плавающий курс [12; 28]. Сторонники режимов фиксированных обменных курсов в настоящее время рассматриваются как чудаки или ностальгирующие по золотому стандарту.

Вопросы режимов обменных курсов широко представлены в литературе. Значительная ее часть в настоящее время базируется на эмпирической основе, вне какой-либо теоретической системы, что имеет тенденцию затушевывать фундаментальные вопросы, стоящие на повестке дня.

В связи с этим следует обратить внимание на два факта. Первый заключается в том, что основные дискуссии на эту тему по-прежнему сосредоточены на нескольких вопросах, которые уже были в центре дебатов экономистов еще в 1930-х гг., хотя финансиализация и глобализация резко обострили эти вопросы. Второй момент заключается в том, что популярный современный подход к гетеродоксальной экономике – современная монетарная теория (Modern Monetary Theory – ММТ) – поддерживает плавающие курсы, основываясь на аргументе, что «плавание» необходимо для суверенитета валюты, а последняя является ключом к экспансионистской кейнсианской фискальной политике [19; 34; 36]. При этом ММТ позволяет изучать валютные курсы и может предложить альтернативную точку зрения.

Признавая хрупкость фиксированных режимов в контексте текущей финансовой глобализации, в данной статье предпринята попытка продемонстрировать, что режимы фиксированных обменных курсов предпочтительнее плавающих. Во-первых, предприятиям и в более общем смысле всем экономическим агентам, торгующим с нерезидентами, необходима стабильность обменного курса, что заставляет их в нынешней системе плавающих курсов использовать доллар США для осуществления широкого круга трансграничных операций. Как будет рассмотрено ниже, доминирование доллара США при выставлении торговых счетов и международных расчетах резко снижает преимущества плавающего курса и является значительным источником финансовых проблем. Во-вторых, предполагаемое преимущество ведущей альтернативы фиксированным курсам, т. е. плавающих курсов, заключается в том, что центральный банк и правительство имеют пространство для маневра в политике, которого не существует при фиксированных валютных курсах. Как эмпирические, так и теоретические аргументы все чаще ставят под сомнение это предположение. Третий аргумент расширяет второй, утверждая, что плавающие курсы, полагающиеся на корректировку обменного курса в случае внешнего неравновесия (обесценивания валюты), склонны к некооперативному поведению – политике «разорения соседей» (*beggary-thy-neighbour policies*), что вредит международной стабильности. Вместе с тем при определенных условиях фиксированные курсы могут проложить путь к международной стабилизации и многостороннему сотрудничеству. Так, существуют два режима фиксированных курсов с совершенно разными свойствами: валютные союзы и долларизация, и фиксированный режим с контролем за движением капитала. Оба режима обеспечивают стабильность обменного курса и в определенной степени предпочтительнее

плавающего. Однако оба режима критикуют за то, что они приводят к макроэкономическим проблемам. Далее в статье рассматривается третий вариант, который, по общему признанию, является политически наивным [23] – Международный клиринговый союз.

Фиксированные паритеты как общественное благо

Основной аргумент в пользу фиксированных обменных курсов заключается в том, что производителям, расположенным в определенной валютной зоне, гораздо удобнее выражать цену своего экспорта в местной валюте, независимо от того, какая валюта используется для международных расчетов. Этот аргумент относится к фундаментальному вопросу бухгалтерского учета и экономических расчетов. Все экономисты принимают допущение, что обмен между людьми вряд ли возможен без стандартной расчетной единицы. Каждая сфера торговли, независимо от ее размера, опирается на установленный стандарт и стабильную единицу счета. Международная торговля в этом отношении не является исключением как минимум ей необходим общий стандарт учета, а учету необходима стабильность. С этой точки зрения фиксированные обменные курсы предпочтительнее плавающих, поскольку они способствуют ожиданиям трейдеров [21. – Р. 495]. Фиксированные валютные курсы не только стимулируют внешнюю торговлю, они также являются ключевым механизмом привлечения иностранного капитала, обеспечивая безопасность инвестиций и прибыли. Для периферийных и развивающихся стран, где отсутствуют внутренние сбережения и слаба фискальная база, внешний капитал является основным институциональным рычагом развития и догоняющего развития [10].

До 1950-х гг. консенсус заключался в том, что центральные банки должны сохранять стабильные паритеты [16]. Колеблющиеся валютные курсы уже обсуждались в академических кругах и практиковались небольшим количеством стран. Большинство экономистов допускали их только в качестве временного этапа адаптации к новому набору паритетов в соответствии с макроэкономическими основами и реальным обменным курсом. В результате колебания обменных курсов «оказались частью пути к фиксированному обменному курсу» [6. – Р. 152]. Всеобщее «плавание» было задумано как беспорядок и наиболее нескоординированный ответ на провал Бреттон-Вудского соглашения. При плавающем курсе возникли бы новые проблемы. Например, С. Киндлбергер считал, что транзакционные издержки полностью повиснут над системой гибких валютных курсов. «Наконец, многие ученые-экономисты, которые рекомендуют разделить международные рынки денег и капитала системой гибких обменных курсов между национальными валютами, на самом деле призывают вернуться в Вавилон, где иностранные языки используются только профессиональными переводчиками.

Это максимизирует транзакционные издержки и минимизирует международный дискурс» [20. – Р. 11].

Реальность оказалась несколько иной. После закрытия «золотого окна» в 1971 г. система не взорвалась. Валютные рынки разработали новые инструменты хеджирования, чтобы приспособиться к изменяющимся условиям колебания курсов. Тем не менее плавающий курс ввел новые издержки, связанные с ростом неопределенности [5. – Р. 262]. С одной стороны, принятие гибких обменных курсов способствовало спекуляциям и финансиализации. С другой стороны, это не мешало частным субъектам оставаться привязанными к доллару США. Как писал С. Киндлбергер: «Когда «общественное благо» – международные деньги – недоступно, компании вынуждены обеспечивать себя сами» [20. – Р. 61].

Аргумент о том, что соизмеримость имеет решающее значение для международной торговли, может показаться тривиальным. Однако большинство экономистов, обсуждающих режимы обменных курсов, вероятно, упускают его из виду. В результате режимы обменных курсов часто рассматриваются в литературе просто как альтернативные варианты со своими специфическими свойствами, преимуществами и недостатками. Например, их сравнивают, как показано в таблице.

Сравнение режимов обменного курса: преимущества и недостатки*

	Фиксированный	Плавающий
Денежно-кредитная политика	Ограниченная	Без ограничений
Международная интеграция	Поощряется с якорной страной и ее валютной зоной	Осложняется колебаниями и премией за риск
Валютный кризис	Не подвержен валютному кризису, если надежно привязаны к якорю	Не подвержен валютному кризису благодаря равновесию валютного рынка
Инфляция	Низкая, хотя зависит от якорной экономики	Импортная инфляция, вызванная обесцениванием

* Составлено по: [27].

Как отмечает С. Росси [32. – С. 101], тот факт, что обменные курсы постоянно колеблются или ожидается их движение в будущем, приводит мир к состоянию беспорядка, в котором происходит бартерный обмен валютами. На практике, однако, как можно себе представить, международная торговля не терпит бартера в качестве *способа действия*. В некотором смысле транснациональные корпорации (ТНК) преодолели эту проблему, приняв доллар США в качестве своей международной валюты, независимо от их материнских стран. Таким образом, они имеют общий денежный стандарт для торговли и бухгалтерского учета в силу необходимости. В течение десятилетий ТНК использовали одну и ту же функциональную валюту – доллар США – для большинства международных операций. Эта частная целесообразность не обошлась без возникновения

ряда серьезных проблем. (Частичная долларизация ТНК заставляет большую часть мира придерживаться долларового стандарта. Поскольку доллар США является мировой валютой финансирования, долги ТНК часто деноминированы в долларах США [1].) Роль доллара в выставлении счетов (как расчетной единицы) и расчетах в международной торговле привела к долларизации значительной части мировых банковских депозитов [11. – Р. 9]. Доллар США может быть потрачен только в банковской системе США, что вынуждает неамериканские предприятия держать свою экспортную выручку в банковской системе США вместо того, чтобы конвертировать ее в национальную валюту. Эти предприятия вынуждены использовать обязательства банковской системы США, включая так называемые теневые деньги [37]. Долларовая банковская система США развернула новые банковские инструменты, чтобы удовлетворить глобальный спрос на безопасные долларовые активы. Такой спрос возник в основном в результате накопления долларов в институциональных денежных пулах [29; 35. – Р. 38].

Теневая банковская система делает долларовые инструменты доступными для нерезидентов и разрабатывает новые инструменты: «похожие на деньги требования» [30]. Теневые банки создают требования, которые не могут быть использованы для расчетов, но обещают конвертировать *по номиналу* против банковских депозитов¹. В ряде исследований упоминается, что теневая банковская система в долларах США имеет международное измерение [29], хотя это измерение остается недостаточно изученным. В то время как глобальная экономика характеризуется различными типами режимов обменных курсов от чисто плавающего до долларизации, частные субъекты разработали финансовую архитектуру, которая реконструирует систему со стабильной расчетной единицей (долларом США). В результате развития этих финансовых инструментов в сочетании с растущей международной торговлей использование доллара США увеличилось в эпоху после Бреттон-Вудса [11].

Какая связь между этим фактом – доминирующей ролью доллара в выставлении счетов и расчетах в международной торговле – и обсуждением режимов обменных курсов? Для страны происхождения наличие фиксированного обменного курса по отношению к доллару США не освобождает ее ТНК от использования и накопления долларов США. По-прежнему существуют транзакционные издержки, которые заставляют ТНК использовать доллар США, а не «меньшую» валюту, даже если последняя надежно привязана к доллару США. Можно утверждать, что предпочтения ТНК в отношении стабильности имеют второстепенное значение для выбора режима обменного курса. Однако в зависимости от степени открытости и в более общем смысле зависимости от междуна-

¹ «У этих инструментов есть один общий признак, который заключается в том, что они обещают торговать *по номиналу* по требованию. Это делает их деньгами» [27. – Р. 9].

родных факторов монетарные власти и правительства многих стран могут предпочесть стабилизировать обменный курс, чтобы избежать дестабилизирующего воздействия изменений обменного курса на маржу прибыли и/или внутренние цены на импортируемые товары (т. е. эффекта сквозного прохождения).

Принято считать, что эра, открытая Р. Никсоном в 1971 г. после закрытия «золотого окна», – это эра всемирных режимов свободно плавающего обмена. Это не так. Фиксированные валютные курсы – это реальность, которую разделяют многие страны мира, особенно, но не только, развивающиеся страны. По данным Е. Ильзецки и др. [15], 59% стран мира привязаны к доллару США¹. Свободно плавающие курсы возможны только в нескольких крупных и развитых валютных зонах, за некоторым исключением. Для внутренней стабильности развивающихся стран свободное плавание может быть опасным. Даже один из самых видных сторонников гибких режимов, М. Фридман, не считает, что плавающие курсы подходят для развивающихся стран [7]. Размер стран также имеет значение: режим плавающих курсов немыслим в малых странах². По этим причинам малые страны с открытой экономикой заинтересованы в присоединении к валютным блокам. Создание европейской валютной интеграции и дальнейшее расширение зоны были осуществлены в соответствии с этими принципами. Крупные экономики склонны объединять периферийные экономики и формировать валютные блоки, которые имеют меньшую степень открытости (взяты как единый блок) и, соответственно, лучше подготовлены к последствиям плавающего курса.

Следовательно, было бы неправильно утверждать, что все страны могут позволить валютным рынкам определять курс, по которому национальная валюта будет обмениваться на другую валюту. Чем более открыта экономика для международной торговли, тем более уместен режим фиксированного обменного курса. На практике ТНК и в целом все компании, ведущие деятельность за рубежом, лоббируют привязку национальной валюты к курсу, чтобы социализировать эти расходы [3. – Р. 592]. В этом случае центральному банку придется нести расходы на поддержание привязки.

Важно отметить, что этот аргумент не относится к экономике США. Поскольку мы живем в мире, где доллар США является доминирующей валютой, у экономики США нет и не может быть привязки. Р. Маккиннон [23. – Р. 244] определяет три правила, которым должна следовать якорная экономика: рынки капитала США должны быть открыты для иностранцев; США должны отказаться от любой политики обменного курса, а Федеральная резервная система должна проводить независимую

¹ См.: классификацию режимов *де-факто* валютных курсов стран в МВФ 2020.

² Кейнс утверждал, что малые страны должны быть привязаны к крупному эмитенту валюты с международным финансовым центром [18. – С. 16]

монетарную политику для сохранения покупательной способности доллара. Поэтому, говоря о фиксированных обменных курсах, можно предположить, что у доминирующей валюты нет якоря. Только реформа международной валютной системы, предусматривающая создание валютного или Клирингового союза, освободит эмитента доминирующей валюты от этих правил.

Препятствуют ли фиксированные обменные курсы суверенитету валюты?

Несмотря на вышеприведенные аргументы, экономисты могут рекомендовать своим правительствам принять гибкий режим, поскольку обесценивание национальной валюты по отношению к другим основным валютам служит амортизатором внешних дисбалансов. Если правительства разных стран предпочитают проводить разную политику, кажется, что проще позволить рынку открыть подходящий уровень обменного курса. В противном случае существует риск усиления неравновесия. Центральному банку будет все труднее справляться с ним, причем с растущими издержками.

Другой аргумент в пользу гибких режимов заключается в том, что плавающие валютные курсы предпочтительнее фиксированных из-за предоставляемого пространства для маневра в политике [17; 34]. Этот аргумент был обоснован посткейнсианскими авторами, подчеркивающими необходимость сохранения независимости денежной системы и отказа от жестких привязок к валютным советам и валютным союзам.

Так, например, Х. Бугрин, М. Секкаречча утверждают, что плавающие режимы «предоставляют политикам более широкие возможности для проведения стабилизационной политики независимо от остального мира» [2. – Р. 674]. Благодаря абсорбирующим свойствам плавающих валютных курсов страна может определять свою экономическую политику, не обращая внимания на международное измерение. Согласно этому подходу, если страна испытывает дефицит текущего счета, ее правительство должно позволить валюте обесцениться, а не проводить политику жесткой экономии.

Обесценивание национальной валюты можно сравнить с общей субсидией от внутреннего сектора экспортному сектору, поскольку оно снижает относительные экспортные цены (в пересчете на иностранную валюту), в то время как относительные импортные цены растут (в пересчете на местную валюту)¹. С одной стороны, это снижает реальную заработную плату, а с другой – помогает отечественным производителям завоевать долю рынка.

¹ Здесь мы предполагаем, что после обесценивания валюты цены на импортируемые товары будут расти и не будут следовать стратегии ценообразования до рынка.

Девальвация считается менее болезненным способом адаптации к внешним ограничениям. На практике правительства стараются избегать обесценивания национальных валют, поскольку оно может спровоцировать ряд макроэкономических проблем, включая импортируемую инфляцию. В результате посткейнсианские противники гибких режимов подчеркивают, что валютные рынки в конечном итоге служат для того, чтобы держать политику правительств под наблюдением.

Б. Мур в статье, наводящей на размышления, отмечает, что «Существующая система плавающих валютных курсов не позволяет большинству стран агрессивно проводить экспансионистскую внутреннюю политику» [26. – С. 632].

Несколько аргументов опровергают мнение о том, что плавающий режим стабилизируется.

Во-первых, режим свободного плавания чрезмерно полагается на спекулятивные самобалансирующиеся движения. Спекулятивные движения следуют циклам бум-буст, которые часто приводят обменный курс к постоянному неприемлемому уровню [28. – Р. 105]. При этом нет уверенности в том, что движения обменного курса в конечном итоге достигают какого-либо равновесия вообще. Между тем это может иметь нежелательные последствия для отечественных производителей, потребителей и финансовой стабильности. Керри-трейд – это спекулятивная практика, которая усиливает колебания обменного курса и подрывает финансовую стабильность, отражая тот факт, что гибкость обменного курса не обязательно приводит к равновесному обменному курсу. Как подчеркивает Р. Маккиннон [24. – С. 774], гибкость может стать средством получения прибыли от спекулятивной деятельности.

Х. Рей [31] обновляет старую критику, утверждая, что плавающие курсы не защищают от последствий решений ФРС США¹. Трилемма Манделла, заключающаяся в том, что независимая денежно-кредитная политика может быть достигнута при гибких обменных курсах, во многом утратила свою актуальность из-за трансграничных потоков капитала [8]. Согласно Х. Рей, трилемма превратилась в дилемму: с одной стороны, следовать монетарной политике ФРС США, а с другой – вводить контроль за движением капитала, чтобы добиться автономии монетарной политики. Передача монетарной политики США остальному миру – это факт, поэтому все сейчас признают, что страны, выбравшие гибкие ставки, вынуждены следовать за ФРС США.

На практике страны с развивающейся экономикой наиболее уязвимы перед аккомодационной денежно-кредитной политикой США [4]. Однако даже развитые экономики проводят денежно-кредитную политику

¹ Это повторяет Хайек, утверждая, что «вера в то, что, поддерживая независимую национальную валюту, мы можем защитить страну от финансовых потрясений, происходящих из-за рубежа, в значительной степени иллюзорна» [13. – С. 73].

ку с внешними ограничениями. Например, Швейцария считается суверенной, т. е. она выпускает собственную валюту, и ее долг деноминирован в национальной валюте. Отрицательные процентные ставки призваны бороться с давлением на швейцарский франк, хотя они и оказывают давление на финансовую стабильность в Швейцарии [33]. Также можно упомянуть Китай, который еще не является зрелой экономикой, но участвует в процессе либерализации и стремится к более рыночному обменному курсу. Р. Маккиннон, Г. Шнабл [25] подчеркивают, что на Китай повлияла политика количественного смягчения в США и в целом в западных странах. Поэтому Китай решил препятствовать притоку «горячих денег», следуя политике Федеральной резервной системы и снижая ставку центрального банка.

Все сторонники фиксированных курсов признают, что привязка обменного курса, влечет за собой частичный отказ от национального самоопределения. Однако этот отказ подразумевается в любой открытой экономике. Как отмечает П. Дэвидсон, «Потеря полного экономического самоопределения – это цена любых постоянных торговых отношений. Экономическая независимость в конечном итоге всегда означает либо полную экономическую изоляцию, либо полное доминирование над другими. Автаркия и независимость могут быть куплены только определенной ценой. Как только страна решает присоединиться к сообществу стран по политическим и экономическим причинам, взаимозависимость и обратная связь между торговыми партнерами неизбежны. Хитрость заключается в том, чтобы эти обратные связи обеспечивали экономический стимул в максимально возможной степени до достижения глобальной полной занятости» [5. – Р. 272].

Верно, что при фиксированном режиме денежно-кредитная политика в конечном итоге ограничена балансом платежей [14. – Р. 337]. Однако денежно-кредитная политика ограничена платежным балансом, независимо от режима обменного курса. Рыночный платежный баланс (баланс, являющийся результатом спроса и предложения на валютном рынке) следует отличать от бухгалтерского платежного баланса (баланса товаров, услуг и капитала, зарегистрированного в течение определенного периода). При свободно плавающих обменных курсах рыночный платежный баланс обязательно находится в равновесии, поскольку валютный рынок (спрос и предложение на национальную валюту) определяет рыночный равновесный обменный курс. Хотя рыночное равновесие гарантировано, счет текущих операций может пострадать от перекоса обменного курса даже при плавающих курсах. Это может привести к устойчивому неравновесию. Проблема возникает из-за того, что ни одна страна не может избежать ограничений платежного баланса (т. е. счета текущих операций). Как показывают М. Верненго, Э. Перес Кальденте [39. – Р. 336],

развивающиеся страны не могут на практике поддерживать дефицит текущего счета в течение длительного времени.

В случае повторяющегося неравновесия счета текущих операций в конечном счете должны быть сделаны реальные корректировки. Страна, выбравшая режим плавающего обменного курса и переживающая обесценивание валюты, не ограничена в возможности объявить дефолт в своей собственной валюте. Однако она будет вынуждена объявить дефолт по иностранным обязательствам, не говоря уже о том, что обесценивание валюты обычно приводит к сокращению импорта, цена которого выросла. Чтобы предотвратить такой дефолт, страна будет вынуждена «принять сокращающую фискальную политику, чтобы сократить импорт и/или повысить процентные ставки, а также справиться с оттоком капитала и потерей резервов» [39. – Р. 337]. Другими словами, плавающий режим не освобождает ни одну страну от ограничений платежного баланса.

Заключение

Хотя большинство экономистов признают, что фиксированные паритеты являются желательной целью для содействия торговле и интеграции, поддержание паритета может быть трудной задачей. Данная статья не доказывает, что режим фиксированного обменного курса является панацеей в современной глобальной экономике, поскольку многие переменные могут подорвать фиксированные режимы и вызвать серьезные ограничения для экономической политики.

Тем не менее в статье приводятся аргументы в пользу фиксированных курсов и обобщаются аргументы против плавающих. Как отмечалось ранее, любая торговая зона основана на стабильных обменных курсах. Расчетная единица лежит в основе любой денежной системы и обосновывается необходимостью стабильных обменных курсов для проведения экономических расчетов и последующих торговых операций. Поэтому, поддерживая фиксированные обменные курсы, монетарные власти оказывают большую услугу компаниям, ориентированным на международный рынок. В статье также была предпринята попытка поставить под сомнение утверждение о том, что, с одной стороны, фиксация обменного курса означает полный отказ от монетарной политики, а с другой – чистое или управляемое плавание предоставит центральному банку свободу действий. Некоторые меры политики могут сохранить пространство для маневра при фиксированном курсе. Однако пространство для маневра ограничено извне при любом режиме обменного курса, особенно в условиях нынешней финансовой глобализации.

References

1. Adler G., Casas C., Cubeddu M. L. M., Gopinath G., Li M. N., Meleshchuk S., Buitron C.O., Puy D., Timmer M. Y. Dominant Currencies and External Adjustment. *IMF Staff Discussion Note*, 2020, No. 20/05.
2. Bougrine H., Seccareccia M. Alternative Exchange Rate Arrangements and Effective Demand: an Important Missing Analysis in the Debate Over Greater North American Monetary Integration. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2004, Vol. 26, Issue 4, pp. 655–677.
3. Broz J. L., Frieden J. The Political Economy of Exchange Rates. *The Oxford Handbook of Political Economy*, edited by B. R. Weingast, D. Wittman. Oxford, Oxford University Press, 2006, pp. 587–597.
4. Carstens A. Exchange Rates and Monetary Policy Frameworks in Emerging Market Economies. Public Lecture at the London School of Economics. London, 2019, May 2. Available at: <https://www.bis.org/speeches/sp190502.htm>
5. Davidson P. A Framework for Analysing dollarization. *Monetary Integration and Dollarization: No Panacea*, edited by M. Vernengo. Cheltenham, UK, Northampton, MA, Edward Elgar, 2006, pp. 259–275.
6. De Vries M. Chapter 7: Fluctuating Exchange Rates. *The International Monetary Fund. Vol. II: Analysis*, edited by M. De Vries, K. Horsefield. Washington, DC, International Monetary Fund, 1969, pp. 152–173.
7. Edwards S. Milton Friedman and Exchange Rates in Developing Countries. *NBER Working Paper*, 2020, No. 27975.
8. Eichengreen B. Bretton Woods After 50. *Review of Political Economy*, 2021, Vol. 33, Issue 4, pp. 552–569.
9. Friedman M. *Essays in Positive Economics*. Chicago, IL: University of Chicago Press, 1966.
10. Gerschenkron A. *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge, MA, Harvard University Press, 1962
11. Gourinchas P. O., Rey H., Sauzet M. The International Monetary and Financial System. *NBER Working Papers*, 2019, No. w25782).
12. Guzman M., Ocampo J. A., Stiglitz J. E. Real Exchange Rate Policies for Economic Development. *World Development*, 2018, Vol. 110, pp. 51–62.
13. Hayek F.A. *Monetary Nationalism and International Stability*. Longmans, Green, London, 1937.
14. Hanke S. Reflections on Exchange Rate Regimes. *Cato Journal*, 1999, Vol. 18, Issue 3, pp. 335–344.
15. Ilzetzki E., Reinhart C. M., Rogoff K. S. Exchange Arrangements Entering the Twenty-First Century: Which Anchor Will Hold? *The Quarterly Journal of Economics*, 2019, Vol. 134, Issue 2, pp. 599–646.
16. Irwin D. A. The MISSING BRETTON Woods Debate over Flexible Exchange Rates. *NBER Working Paper*, 2017, No. 23037.

17. Kam E., Smithin J. 'Unequal Partners': The Role of International Financial Flows and the Exchange Rate Regime. *The Journal of Economic Asymmetries*, 2008, Vol. 5, Issue 1, pp. 125–137.
18. Keynes J. M. Treatise on Money: The Pure Theory of Money. In *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, edited by E. Johnson & D. E. Moggridge. London & Basingstoke, UK, The Macmillan Press, 1971. Vol. V.
19. Kelton S. *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*. New York, Public Affairs, 2020
20. Kindleberger C. P. *The Politics of International Money and World Language*. International Finance Section, no 61, Department of Economics. Princeton, N. Jersey, 1967.
21. Lavoie M. *Post-Keynesian economics: new foundations*. Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2014.
22. Lopez J., Perrotini I. On Floating Exchange Rates, Currency Depreciation and Effective Demand. *BNL Quarterly Review*, 2006, Vol. 59, Issue 238, pp. 221–242.
23. McKinnon R. *Exchange Rates Under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*. Cambridge, MA, MIT Press, 2005.
24. McKinnon R. Beggar-thy-Neighbor Interest Rate Policies. *Journal of Policy Modeling*, 2011, Vol. 33, Issue 5, pp. 759–775.
25. McKinnon R., Schnabl G. China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the RMB as an International Currency. *China & World Economy*, 2014, Vol. 22, Issue 3, pp. 1–35.
26. Moore B. J. A Global Currency for a Global Economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2004, Vol. 26, Issue 4, pp. 631–653.
27. Obstfeld M., Rogoff K. The Mirage of Fixed Exchange Rates, *Journal of Economic Perspectives*, 1995, Vol. 9, Issue 4, pp. 73–96.
28. Ocampo J. A. *Resetting the International Monetary (Non) System*. Oxford, Oxford University Press, 2017.
29. Pozsar Z. Institutional cash pools and the Triffin dilemma of the US banking system, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 2013, Vol. 22, Issue 5, pp. 283–318.
30. Pozsar Z. *Shadow Banking: The Money View*. Office of Financial Research Working Paper, 2014, No. 14–04. Available at: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2476415>
31. Rey H. International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma. *IMF Economic Review*, 2016, Vol. 64, Issue 1, pp. 6–35.
32. Rossi S. *Money and Payments in Theory and Practice*. London, Routledge, 2007.
33. Rossi S. The Dangerous Ineffectiveness of Negative Interest Rates: the Case of Switzerland. *Review of Keynesian Economics*, 2019, Vol. 7, Issue 2, pp. 220–232.

34. Sardoni C., Wray L. R. Fixed and Flexible Exchange Rates and Currency Sovereignty. Levy Economics Institute of Bard College. *Working Paper*, 2007, No 489.

35. Schmelzer M. What comes after Bretton Woods? Neoliberals debate and Fight for a Future Monetary Order. *Nine Lives of Neoliberalism*, edited by D. Plehwe, Q. Slobodian, P. Mirowski. Brooklyn, New York, Verso, 2019, pp. 197–218.

36. Tcherneva P. R. Money, Power, and Monetary Regimes. Levy Economics Institute of Bard College. *Working Paper*, 2016, No. 861.

37. Tokunaga J., Epstein G. The Endogenous Finance of Global-Dollar-Based Financial Fragility in the 2000s: a Minskyan Approach. *Review of Keynesian Economics*, 2018, Vol. 6, Issue 1, pp. 62–82.

38. Tokunaga J. The *comparative advantage* of the US Shadow Banking System and the Role of the US Dollar. *The Japanese Political Economy*, 2019, Vol. 45, Issue 1-2, pp. 20–42.

39. Vernengo M., Pérez Caldentey E. Modern Money Theory (MMT) in the Tropics: Functional Finance in Developing Countries. *Challenge*, 2020, Vol. 63, Issue 6, pp. 332–348.

Сведения об авторах

Николай Неновски

доктор экономических наук,
профессор Университета Пикардии
Жюль Верна, LEFMI, Франция.
Адрес: Университет Пикардии
имени Жюль Верна, О-де-Франс,
Амьен, 80025, улица Сен-Леу, 76;
E-mail: nenovsky@gmail.com

Адриен Фодо

доцент кафедры экономики,
Университет Гренобля, Франция;
преподаватель IUT в Валансе.
Адрес: IUT Valence,
ул. Бартеlemi де Лаффемас, 51,
26000, Валансия, Франция.
E-mail: E-mail: adrien.faudot@univ-grenoble-
alpes.fr

Information about the authors

Nikolay Nenovsky

Doctor of Economics, Professor
University of Picardy Jules Verne, Econom-
ics, Finance, Management and Innovation
Laboratory (LEFMI), France
Address: Jules Verne University of Picardy,
Hauts-de-France, 76 Rue Saint-Leu,
Amiens, 80025, France
E-mail: nenovsky@gmail.com

Adrien Faudot

Associate Professor of Economics,
University of Grenoble Alpes, Center
of Research in Economics of Grenoble
(CREG), France; IUT teacher in Valence
Address: IUT Valence, 51 rue Barthélemy
de Laffemas, 26000 Valence, France.
E-mail: adrien.faudot@univ-grenoble-
alpes.fr