

## ДЕНЬГИ, ДОЛГ И БЮДЖЕТНЫЙ ДЕФИЦИТ: КОНТРАСТНЫЕ ВЗГЛЯДЫ МЕЙНСТРИМА И СОВРЕМЕННОЙ ДЕНЕЖНОЙ ТЕОРИИ\*

DOI: <https://doi.org/10.24891/qmfebd>  
EDN: <https://elibrary.ru/qmfebd>

**Владимир Андреевич БЕЛЯЕВ**

кандидат экономических наук, научный сотрудник Международной научной лаборатории «Новые тренды в международных финансах», МГИМО МИД России, Москва, Российская Федерация

e-mail: v.a.belyaeff@gmail.com

ORCID: 0000-0002-7422-5515

SPIN-код: 6277-0938

### История статьи:

Рег. № 254/2025

Получена 21.04.2025

Одобрена 26.05.2025

Доступна онлайн

30.10.2025

### Специальность: 5.2.4

УДК 330

JEL: E12, E52, E60,

E62

### Ключевые слова:

современная денежная теория, ММТ,

макроэкономическая политика, фискальная политика, суверенное государство

### Аннотация

**Предмет.** Фундаментальные различия между современной денежно-кредитной теорией (ММТ) и майнстримом экономической теории.

**Цели.** Выявление и анализ ключевых различий между ММТ и майнстримом, а также переосмысление традиционных концепций, таких как финансирование государства, взаимоотношения между фискальными и монетарными властями.

**Методология.** Используется сравнительный анализ.

**Результаты.** Выявлены ключевые различия между подходами ММТ и майнстрима. Указано, что майнстрим подчеркивает риски бюджетного дефицита и важность независимости центральных банков, тогда как ММТ выступает за центральную роль фискальной политики и использование бюджетного дефицита для достижения полной занятости. Показаны слабые места и дискуссионные вопросы ММТ, такие как политизация экономической политики и влияние дефицита бюджета на внешний сектор.

**Область применения.** Результаты могут быть полезны для дальнейшего изучения и разработки эффективных экономических стратегий.

**Выводы.** Исследование вносит значительный вклад в текущие дискуссии о будущем экономической политики, роли государства в обеспечении социальной справедливости и устойчивого экономического роста. Подчеркивается важность применения альтернативных подходов в условиях глобальных экономических вызовов, особенно в развивающихся странах.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2025

**Для цитирования:** Беляев В.А. Деньги, долг и бюджетный дефицит: контрастные взгляды майнстрима и современной денежной теории // Финансы и кредит. – 2025. – № 10. – С. 103 – 117.  
DOI: 10.24891/qmfebd EDN: QMFEBD

### Введение

Мировой экономический кризис 2008 г. стал катализатором значительных изменений в регулировании финансовых рынков и кредитных институтов, а также являлся серьезным вызовом, среди прочего и для теоретических основ проводимой налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик. Концепция Гринспена о том, что легче бороться с последствиями финансовых кризисов, нежели чем пытаться предотвратить появление пузырей на финансовых рынках, была отвергнута, вместе с чем начался процесс превращения центральных банков в мегарегуляторов. Фокус центральных

\* Статья подготовлена при поддержке Программы развития МГИМО «Приоритет-2030».

банков сместился на минимизацию системного риска, а проблема контроля инфляции ушла на второй план более чем на 10 лет.

Тем не менее принципы мейнстрима денежно-кредитной политики, сформированные в конце 1990-х гг. не подвергались сомнению после кризиса 2008 г. Ф. Мишкун обозначил основные принципы мейнстрима ДКП:

- инфляция является преимущественно монетарным феноменом;
- стабильность цен выгодна для экономики;
- в долгосрочном периоде не существует выбора между безработицей и инфляцией;
- важнейшим фактором инфляции и действия механизмов трансмиссии ДКП являются ожидания экономических агентов;
- в соответствии с принципом Тейлора реальные процентные ставки следует повышать при росте инфляции;
- важной проблемой при проведении ДКП является проблема временной несогласованности;
- независимость центрального банка повышает эффективность ДКП;
- ключевым фактором успеха ДКП является использование «номинального якоря»;
- в деловом цикле важную роль играет несовершенство финансового рынка.

Стоит отметить, что мейнстрим экономической теории и мейнстрим ДКП не ограничиваются данными принципами. Стоит также упомянуть о таких идеях и теориях, составляющих мейнстрим, как идея банковского мультиликатора, эффект вытеснения, эквивалентность Рикардо – Барро, модель IS-LM и т.д. Политика центральных банков в период после кризиса 2008 г. хоть и задействовала нетрадиционные инструменты ДКП, но в своем теоретическом аппарате продолжала опираться на мейнстрим. Кризис, вызванный пандемией COVID-19, поставил новые вызовы перед центральными банками и правительствами, вынуждая последние значительно увеличивать дефицит бюджета и государственный долг, а центральные банки – возвращаться к нетрадиционным инструментам ДКП.

Однако опыт использования количественного смягчения и оклонулевых или отрицательных процентных ставок на протяжении почти 10 лет с момента финансового кризиса 2008 г. не решили проблему низкого экономического роста в странах Европы и США, а также не привели к ожидаемой динамике роста доходов населения. Накопленные проблемы экономического плана развитых стран с момента кризиса 2008 г. привели к росту популярности альтернативных взглядов на осуществление экономической политики. Резкий рост расходов государств в период пандемии COVID-19 вывел на первый план вопрос финансирования значительно возросших дефицитов бюджетов, что привлекло дополнительное внимание к современной денежно-кредитной теории (Modern monetary theory, ММТ), в которой вопрос государственного дефицита бюджета не трактуется как фактор возможной макроэкономической нестабильности, в отличие от мейнстрима (эквивалентность Рикардо – Барро).

Тем не менее многие авторы и экономические журналисты понимают концепцию ММТ превратно, декомпозирируя идеи данной теории до единого постулата о том, что государство может печатать столько денег, сколько нужно. Однако эта теория представляет значительный интерес, так как бросает вызов ряду принципов и идей, стоящих в основе мейнстрима экономической теории. В настоящей статье автор проводит детальный анализ основных постулатов ММТ, выделяет разницу с мейнстримом, а также указывает на некоторые спорные моменты названной теории.

## **Развитие ММТ**

Основы современной денежно-кредитной теории (ММТ) были заложены в середине 1990-х гг. группой экономистов посткейнсианцев, в которую входили В. Мослер, В. Митчелл, С. Фуллевиллер, Р. Рей и др. Как определяет В. Митчелл, ММТ – это не валютный режим и не свод правил, а призма для лучшего понимания денежно-кредитной системы [1], и единственная экономическая теория,

основанная на современном валютном режиме. ММТ также можно охарактеризовать как самостоятельную школу экономической мысли.

Центральной идеей ММТ является концепция государства, обладающего денежным суверенитетом, а основную цель политики государства представители данного течения видят в минимизации уровня безработицы. Сторонники ММТ критикуют ряд положений и концепций мейнстрима за их неэффективность и неактуальность, так как ряд данных концепций относится к периоду старых валютных режимов (к Бреттон-Вудской системе или к периоду золотого стандарта).

В основе ММТ лежит монетарно суверенное государство, то есть государство, имеющее собственную валюту и выпускающее долг в своей валюте, а также гибкий обменный курс. Одна из главных идей школы ММТ заключается в том, что государство не может получить дефолт по долгу, номинированному в своей валюте, что открывает перед государством широкие возможности по управлению спросом в экономике.

С учетом того факта, что ММТ основывает свою концепцию на режиме свободной конвертации и гибком обменном курсе решается трилемма международных финансов, согласно которой из трех желаемых целей – 1) фиксированный обменный курс; 2) свободное движение капитала; 3) независимая денежно-кредитная политика – можно одновременно достичь лишь двух [2]. Тем не менее ММТ признает и интервенции ЦБ для сглаживания валютных колебаний при свободно плавающем курсе. Несмотря на то что ММТ отдает ведущую роль в достижении ключевых целей налогово-бюджетной политике, гибкий обменный курс является ключевым фактором, обеспечивающим монетарный суверенитет государства наравне с выпуском долга в местной валюте. В. Митчелл определяет необходимость плавающего курса следующим образом [3].

1. При плавающем обменном курсе страна не обязана поддерживать валютные резервы или брать на себя валютный долг для защиты фиксированного курса. Это устраняет основное внешнее ограничение внутренней экономической политики.
2. Плавающие курсы позволяют правительствам иметь дефицит бюджета и не беспокоиться об истощении валютных резервов, что является ключевой проблемой при фиксированных валютных курсах.
3. Плавающие валютные курсы действуют как автоматический стабилизатор, приспосабливаясь к экономическим потрясениям и помогая поддерживать внешний баланс.
4. В условиях плавающего режима центральный банк имеет больший контроль над внутренними процентными ставками.
5. Плавающие курсы помогают странам избегать валютных кризисов, которые часто случаются при режимах фиксированного обменного курса.

Иными словами, свободно плавающий курс снимает с государства все внешние ограничения на проведение полностью независимой налогово-бюджетной политики. Однако представители ММТ также отмечают, что не всем странам может быть выгоден свободно плавающий курс.

### **Функциональные финансы**

Макроэкономическая составляющая ММТ основывается на концепции функциональных финанс, разработанной А. Лернером. Данная концепция оценивает влияние налогово-бюджетной политики государства только с точки зрения приносимых результатов для экономики. Бюджет национального правительства должен быть ориентирован на выполнение общественных задач как достижение полной занятости и развитие экономики, а не на достижение заранее установленного баланса (как, например, прописанные критерии в Мaaстрихтском договоре, которые устанавливает предел дефицита бюджета в 3%) или стремление к постоянному соотношению государственного долга к ВВП [4, 5].

При этом А. Лернер видел задачу государства в балансировании агрегатного спроса и агрегатного предложения. С помощью тонкой настройки государственных расходов, согласно его теории, можно добиться полной занятости при контролируемом уровне инфляции. При недостатке совокупного спроса государство либо увеличивает свои расходы, либо снижает налоги для достижения баланса совокупного спроса и предложения, а при превышении совокупного спроса над предложением использует повышение налогов как контрциклический механизм для борьбы с чрезмерным спросом и контролем за инфляцией. В рамках функциональных финансов налоги рассматриваются не в качестве механизма финансирования государственных расходов, а в качестве инструмента регулирования совокупного спроса. Тем не менее многие последователи ММТ отмечают, что налоги не являются эффективным методом регулирования агрегатного спроса в отличие от государственных расходов.

В свою очередь В. Митчелл указывает, что снижение налогов, как правило, оказывает менее стимулирующее воздействие на экономику, чем эквивалентные увеличения государственных расходов, поскольку часть увеличенного располагаемого дохода за счет снижения налогового бремени сберегается. Более того, если учитывать, что предполагаемое снижение налогов происходит в кризисный период при высокой экономической неопределенности, финансовое положение домохозяйств нестабильно, и склонность к потреблению снижается. Помимо этого, наибольшее влияние снижение налогов оказывает на обеспеченные слои населения, которые имеют меньшую склонность к потреблению [6].

Цели и идеи концепции функциональных финансов соотносились с экономической политикой послевоенных лет в США. Однако кризисы 1970-х гг., вызванные инфляционными шоками, а позднее и стагфляция в США привели к отказу от идей сторонников кейнсианства, а на их место пришли идеи монетаристской школы. Стоит отметить, что идеи последователей кейнсианства воплощались в период до 1970-х гг. в рамках Бреттон-Вудской системы, и центральные банки, ФРС и правительства развитых стран не могли не учитывать риск роста долговой нагрузки и проблемы дефицита бюджета. Иными словами, центральные банки и государства в данный период не обладали «монетарной суверенностью» в понимании представителей ММТ, так как зависели от золотовалютных резервов.

Идея функциональных финансов вступает в противоречие с мейнстримом экономической теории, которая опирается на концепцию Рикардо – Барро (Ricardian budget) о том, что дефицит государственного бюджета должен быть покрыт более высокими налогами в будущем. Несмотря на тот факт, что в научном сообществе продолжаются дебаты о целесообразности следования данной концепции, идея соблюдения бюджетной дисциплины легла в основу Маастрихтского договора и Пакта стабильности и роста (Stability and Growth Pact) [7].

ММТ возвращается к концепции функциональных финансов, заявляя, что данный подход позволяет решить главную задачу экономики (по мнению представителей ММТ) – минимизировать безработицу, которая представляет собой форму недоиспользования ресурсов в экономике. Для достижения данной цели монетарно суверенному государству необходимо прибегать к дефициту бюджета и не опасаться при этом риска столкнуться с дефолтом, поскольку монетарно суверенное государство имеет неограниченные возможности использования национальной валюты для осуществления своих расходов. Государственные расходы ограничиваются лишь достижением инфляционного потолка – ситуации, когда в экономике задействованы все производственные ресурсы и чрезмерные расходы приводят к росту инфляции [6].

### **Дефицит бюджета**

Как было упомянуто, одной из основных идей школы ММТ является возможность монетарно суверенного государства беспрепятственно использовать дефицит бюджета для достижения полной занятости. Взгляд представителей ММТ в данном контексте кардинально отличается от мейнстрима и идеи бюджетного ограничения (government budget constraint) [8]. Сторонники ММТ

критикуют подход Барро, который проводит прямую аналогию между расходами и доходами государства и домохозяйств. Согласно данной аналогии финансовые возможности государства ограничены, а расходы необходимо финансировать с помощью налогов или выпуска облигаций. Последователи ММТ отвергают данную концепцию, демонстрируя, что государство, выпускающее свою валюту, не имеет никаких внутренних ограничений на ее использование.

В понимании представителей ММТ и в соответствии с принципами функциональных финансов, налоги и продажа государственных облигаций – это в первую очередь инструменты балансирования совокупного спроса и предложения, а не инструменты финансирования государственных расходов. Если государству необходимо потратить деньги, оно может это сделать, напечатав деньги, – государственные расходы осуществляются посредством кредитования центральным банком частных банковских счетов новыми валютными депозитами (прямо или косвенно) [9]. В. Митчелл отмечает, что «сложные бухгалтерские и институциональные процессы, которые создают иллюзию того, что налоговые поступления и/или продажи долговых обязательств финансируют расходы, являются добровольными соглашениями без реальных экономических последствий. Они предназначены для того, чтобы наложить политическую дисциплину на государственные расходы» [6]. Таким образом, ММТ не придает большого значения проблеме бюджетных ограничений (government budget constraint) и рассматривает их с точки зрения финансовой отчетности, которая формируется постфактум (дефицит бюджета считается уже после завершения финансового года).

При анализе дефицита бюджета представители ММТ используют метод секторальных балансов, в основе которого лежит классическая формула расчета ВВП по расходам [10, 11]. Главная идея заключается в том, что дефицит государственного сектора создает профицит баланса для домохозяйств и внешнего сектора.

$$G - T = (S - I) + (M - X),$$

где  $G$  – расходы государства;

$T$  – налоги;

$S$  – сбережения;

$I$  – инвестиции;

$M$  – импорт;

$X$  – экспорт.

Данную формулу можно записать так:

$$\text{Государственный дефицит} = \text{Профицит частного сектора} + \text{Профицит внешнего сектора}.$$

Эта формула выводится из уравнения ВВП по расходам:

$$Y = C + I + G + (X - M),$$

где  $Y$  – ВВП;

$C$  – потребление.

Далее возьмем формулу ВВП по доходам:

$$Y = C + S + T.$$

Поскольку эти два выражения равны (так как оба представляют ВВП), мы можем приравнять их друг к другу:

$$C + I + G + (X - M) = C + S + T.$$

Убираем потребление ( $C$ ), перемещаем и группируем переменные:

$$G - T = (S - I) + (M - X).$$

Таким образом, представители ММТ демонстрируют, что дефицит государственного бюджета служит источником финансовых ресурсов для домохозяйств. Государственные расходы обеспечивают необходимыми средствами частный сектор для выполнения налоговых обязательств и накопления активов. Более того, поскольку государство обладает контролем над эмиссией фиатной валюты, его возможности по осуществлению расходов не ограничены. В противном случае, если государство будет стремиться к постоянному бюджетному профициту, это приведет к снижению сбережений домохозяйств и увеличению уровня закредитованности частного сектора. В совокупности с сокращением государственного спроса это создаст условия для замедления экономической активности [12].

Как отмечает В. Митчелл, именно рост кредитной нагрузки частного сектора на фоне ужесточения налогово-бюджетной политики государством в стремлении к профицитному балансу и привел к Мировому финансовому кризису 2008 г. [9]. Стремление к профициту государственного бюджета снижет финансовые возможности домохозяйств, что заставляет их увеличивать свою долговую нагрузку. Как отмечают представители ММТ, дефицит домохозяйств и, соответственно, рост их долговой нагрузки имеют неустойчивую природу, что приводит к кризисам, в отличии от дефицита монетарно суверенного государства. В. Грищенко с помощью эмпирических данных демонстрирует, что США и страны ЕС столкнулись с потолком частного долга после кризиса 2008 г., когда рост частного долга стал замещаться бюджетным дефицитом и ростом госдолга [1].

Отказ от концепции бюджетных ограничений (budget constraints) и идея активного использования дефицита бюджета критикуются противниками ММТ. Основной аргумент критиков состоит в том, что данный подход является путем к гиперинфляции. Мнение представителей ММТ о причинах инфляции рассмотрено в следующей главе.

#### **Инфляция и программа гарантированной занятости**

Представители ММТ отмечают, что, несмотря на неограниченные возможности монетарно суверенного государства по использованию своей валюты и, соответственно, дефицита бюджета, предел расходов государства ограничен инфляционным потолком – ситуацией, когда все производственные ресурсы задействованы в экономике. Экономисты школы ММТ обращают внимание на то, что именно чрезмерные расходы являются причиной инфляции, а не выбор финансирования государственных расходов – через эмиссию денег или продажу облигаций, еще раз подчеркивая, что эмиссия денег государством по своей сути не приводит к инфляции. Дефицит государственного бюджета сам по себе не является причиной инфляции, если не приводит к превышению агрегатного спроса над предложением. Чрезмерные расходы частного сектора также могут быть причиной инфляции. Сторонники ММТ полагают, что не чрезмерное предложение денег является причиной инфляции (как считают монетаристы), а ограниченность ресурсов (real resource constraints), таких как рабочая сила или производственные мощности, и дисбаланс спроса на них.

Несмотря на то что в ММТ основное внимание уделяется инфляции, вызванной чрезмерным спросом в условиях полной занятости, один из основателей ММТ В. Мослер считает спорным утверждение о том, что инфляция возникает только в том случае, если объем расходов чрезмерен. Во-первых, определение инфляции является крайне проблематичным, и, во-вторых, как бы она ни была определена, инфляция может увеличиваться по множеству причин, кроме чрезмерного спроса.

Тем не менее основная трактовка причин инфляции в ММТ заключается в превышении агрегатного спроса над предложением в условиях полной занятости. Фактор полной занятости приводит к инфляционной спирали, вызванной повышением зарплат наемных работников. Стоит отметить, что стремление представителей ММТ достичь полной занятости при низкой инфляции вступает в определенное противоречие с кривой Филлипса. Кроме того, представители ММТ критикуют долгосрочную форму кривой Филлипса (с учетом влияния ценовых ожиданий – expectation-augmented), в соответствии с которой попытки государства снизить безработицу ниже естествен-

ного уровня приведут к росту инфляции, за некорректный учет инфляции и рациональных ожиданий экономических агентов [9].

Вместо концепции естественного уровня безработицы сторонники ММТ предложили модель гарантированной занятости (Job Guarantee или Employer of Last Resort), которая представляет собой одну из ключевых идей данной школы. Согласно этой модели, государство выступает в роли работодателя последней инстанции, предлагая трудоустройство неограниченному числу соискателей. Уровень заработной платы на таких рабочих местах установлен ниже среднего по экономике и соответствует приблизительно прожиточному минимуму. В условиях экономического спада часть работников не теряет работу, а переходит в государственный сектор с более низкой оплатой труда. При восстановлении экономики наблюдается обратный процесс: работники переходят из государственного сектора в частный, получая более высокую заработную плату. В итоге использование политики гарантированной занятости приводит к уплощению кривой Филлипса, так как безработица всегда остается на низком уровне и при этом не создается давления на инфляцию [12]. Вместо показателя NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment – уровень безработицы не ускоряющий инфляцию) предлагается использовать NAIBER (non-accelerating inflation buffer employment ratio – буферная занятость, не ускоряющая инфляцию). Кроме того, данный механизм работает как автоматический фискальный стабилизатор, который, в понимании экономистов ММТ, обеспечивает достижение потенциального уровня ВВП, полную занятость и стабильность цен [1].

Логика антиинфляционного механизма гарантированной занятости исходит из идеи, что различия в заработной плате между частным сектором и госсектором (работа по программе гарантированной занятости) служат для нивелирования инфляционного процесса. В отличие от безработных, работники в системе гарантированной занятости представляют собой реальную угрозу для текущих сотрудников частного сектора, поскольку они составляют резерв рабочей силы, из которого работодатели могут нанимать новых сотрудников. Таким образом, работодатели с большей вероятностью будут сопротивляться инфляционным требованиям по повышению заработной платы со стороны текущих сотрудников [13].

Сторонники ММТ уточняют, что при наличии системы гарантированной занятости инфляция не обязательно исчезнет как проблема. Р. Рэй заявляет, что этот подход «все равно позволит рыночным (и другим) силам влиять как на номинальные, так и на реальные цены, но это не будет генерировать то инфляционное давление, которые, многие экономисты считают, исходит от низкого уровня безработицы. Таким образом, инфляция, определяемая как постоянное увеличение какого-либо ценового индекса, вполне может сосуществовать с нашей предложенной политикой полной занятости, но не будет вызвана этой политикой» [5].

Представители ММТ критикуют переход к идеям монетаристов 1970-х гг. в первую очередь за отказ от идеи обеспечения полной занятости. В. Митчелл и Дж. Маискен заявляют, что «неолиберальные правительства теперь считают безработицу индивидуальной проблемой, а не отражением системного провала политики, и что они довольствуются использованием безработицы в качестве политического инструмента для контроля инфляции» [14]. Сторонники ММТ называют право на работу базовым и неотъемлемым правом человека, а государство, по их мнению, должно стремиться обеспечить полную занятость, как это прописано в ст. 55 Устава ООН [14].

Идея гарантированной занятости также подвергается активной критике со стороны противников ММТ. Основные аргументы против данной концепции включают в себя ряд тезисов [15, 16].

- В отсутствии пособий безработные вынуждены принимать работу в системе гарантированной занятости, даже если эти позиции не соответствуют их предпочтениям и навыкам, что вызывает опасение по поводу невидимой недозанятости.
- Может быть недостаточно рабочих мест с низкой квалификацией в гарантированной занятости, а также может возникнуть задержка в их предоставлении.

- Заработка плата в системе гарантированной занятости не определяется рыночным образом из-за ее функции в качестве прожиточного минимума.
- Заработные платы в государственных секторах могут быть подорваны заработными платами в системе гарантированной занятости.
- Колебания в количестве рабочих мест в системе гарантированной занятости могут подорвать постоянное предоставление важных (социальных) услуг.

В контексте рынка труда важно отметить негативное отношение основателей ММТ к вопросу «вертолетных денег» и социальных пособий по безработице. Так, Х. Мински (чьи идеи легли в основу гарантированной занятости), высказываясь про пособия по безработице, утверждал, что «благотворительность не может быть основой государственной политики борьбы с бедностью» [5]. В. Митчелл в свою очередь отмечал, что принятие зависимости от социального обеспечения как образа жизни отличается от ситуации, когда индивидуум, оказавшийся бессильным перед лицом макроэкономического краха, ищет поддержку доходов как право гражданства. Система гарантированной занятости заменяет собой «вертолетные деньги» и социальные пособия, давая возможность гражданам использовать свои права на трудоустройство.

Стоит отметить, что главные представители ММТ фокусируют основное внимание на инфляции, вызванной превышением спроса над предложением в условиях полной занятости, однако не отрицают и того факта, что инфляция может иметь причины и со стороны предложения. Что касается стагфляции 1970-х гг. в США, сторонники ММТ придерживаются мнения о том, что инфляция была вызвана возросшими издержками на фоне роста цен на нефть, а не мягкой денежно-кредитной политикой. Профсоюзы лоббировали повышение зарплат на фоне роста цен, что в итоге привело к инфляционной спирали. В. Митчелл критикует политику властей в этот период, которые полагались на жесткую денежно-кредитную и налогово-бюджетную политику, так как это привело к высокой безработице и экономической нестабильности, а инфляция упала бы естественным путем, после стабилизации цен на нефть. В. Митчелл также отмечает, что повторение подобной ситуации в настоящее время маловероятно из-за во многом утративших свою силу профсоюзов, которые являлись главными лоббистами повышения зарплат во время стагфляции 1970-х гг.

Что касается роста инфляции после пандемии COVID-19, В. Митчелл отмечает, что причина данного явления заключается в дисбалансе на сырьевых рынках, а не в превышении агрегатного спроса над предложением, и выступает против поднятия ставки ФРС и другими центральными банками, а вместо этого предлагает инфраструктурные инвестиции для решения проблем со стороны предложения.

Фундаментальная идея представителей ММТ заключается в борьбе с инфляцией с минимальным риском для экономики и в первую очередь для рынка труда. Инструменты денежно кредитной политики не рассматриваются данной школой как эффективные в борьбе с инфляцией, а, скорее, как опасные для экономики. Стоит отметить, что представители ММТ не дают в явном виде порядка действий для борьбы с инфляцией, фокусируя основное внимание на механизме гарантированной занятости, в отличии от мейнстрима с механизмом инфляционного таргетирования и правилом Тейлора [17]. С точки зрения ММТ борьба с инфляцией должна включать в себя, с одной стороны, снижение государственных расходов и повышение налогов в случае превышения агрегатного спроса над предложением (*demand-pull inflation*) и, с другой стороны, точечные меры по расширению предложения при шоке предложения (*cost-push inflation*). Однако школа ММТ пока не разработала оформленную концепцию противоинфляционной политики, основанную на определенных правилах, подобно мейнстриму.

### **Денежно-кредитная система**

Как уже упоминалось, сторонники ММТ придают первостепенное значение фискальной политике, полагая, что денежно-кредитные инструменты обладают меньшей эффективностью. В рамках

ММТ монетарной политике отводятся задачи поддержания гибкого валютного курса, сохранения низкой ключевой ставки и обеспечения государственных расходов. При этом представители ММТ отрицают ряд базовых предпосылок, лежащих в основе мейнстрима экономической теории.

Фундаментальное отличие ММТ от монетаристской школы и мейнстрима заключается в том, что ММТ основывается на эндогенном подходе к формированию денежной массы. Б. Мур разработал концепцию, известную как горизонтализм, которая рассматривает предложение денег и предложение резервов как горизонтальные при экзогенно установленной процентной ставке. Иными словами, денежное предложение формируется рынком, а центральный банк контролирует лишь процентную ставку. Эта концепция контрастирует с монетаристским подходом (вертикализм), согласно которому денежное предложение формируется центральным банком экзогенно, а процентная ставка устанавливается рынком (эндогенно).

Согласно горизонтализму банки способны создавать кредиты (и, следовательно, деньги) в ответ на спрос на кредиты, а не только в зависимости от имеющихся резервов. Эта концепция отвергает идею банковского мультипликатора, которая предполагает, что кредиты в экономике создаются пропорционально свободным резервам банков. Эмпирические данные также подтверждают несостоительность идеи банковского мультипликатора: во время программ количественного смягчения в США и Европе свободные резервы банков значительно увеличились, однако объем кредитования оставался практически неизменным [18].

Другая концепция, против которой выступают представители ММТ, – эффект вытеснения (crowding out effect), в соответствии с которым высокие расходы государства должны приводить к росту процентной ставки на рынке. В соответствии с данной теорией для финансирования своих расходов государство продает облигации на рынке, что ведет к повышению процентных ставок и вытеснению облигаций частных компаний. В соответствии с теорией ссудных фондов (Loanable funds theory) государство и частный сектор соревнуются между собой в привлечении средств в условиях фиксированного объема сбережений. Логика представителей ММТ базируется в данном вопросе на концепции горизонталистов и идее о том, что ставка в экономике определяется центральным банком, а не рынком, и поэтому продажи государственных облигаций не могут привести к вытеснению долговых инструментов частного сектора. Кроме того, продажа облигаций с точки зрения ММТ – это операции не по фондированию расходов государства, а по управлению ликвидностью в банковском секторе. В соответствии с идеей одного из основателей ММТ В. Мослера, дефицит государственного бюджета оказывает понижающее давление на ставку, так как приводит к увеличению свободных резервов банков. Продажа государственных облигаций, в свою очередь, снижает избыточные резервы банков, помогая ставке не упасть ниже целевого значения центрального банка. При отсутствии продаж государственных облигаций ставка снизилась бы до нуля в условиях дефицита государственного бюджета ввиду постоянного роста резервов банков. Данная идея вытекает из указанного равенства, в соответствии с которым дефицит государства создает профицит частного сектора [5, 19, 20].

Представители ММТ подчеркивают, что программа количественного смягчения (Quantitative easing, QE) базировалась на неправильном восприятии финансового сектора сторонниками мейнстрима. Так, по мнению представителей мейнстрима, программа QE должна была привести к увеличению кредитования за счет увеличения свободных резервов банков. Кроме того, программа QE также должна была привести к ускорению инфляции за счет увеличения денежной массы. Но ничего из этого не произошло. Экономисты ММТ подчеркивают, что, несмотря на широкую программу покупки активов и рост свободных резервов банков, инфляционного эффекта не возникало, поскольку увеличение расходов бюджета оказалось недостаточным для того, чтобы вывести экономику за пределы реальных ресурсных ограничений. Кроме того, сторонники ММТ указывают на тот факт, что во время рецессии инвестиционный спрос и спрос домохозяйств не является эластичным по ставке процента [6].

В качестве примера экономической политики, близкой к школе ММТ, представители данного течения приводят Японию. С 1990-х гг. в стране наблюдался постоянный дефицит бюджета и рост государственного долга, большую часть которого выкупал центральный банк Японии. Сторонники мейнстрима предсказывали рост доходности государственного долга, подъем инфляции и рост процентных ставок, однако в стране на протяжении всего времени сохранялась низкая инфляция, околонулевая процентная ставка и низкая безработица. Как подчеркивает В. Митчелл «правительство, выпускающее собственную валюту, может выполнить все обязательства, номинированные в своей валюте, и никогда не столкнется с неплатежеспособностью. Кроме того, Банк Японии может поддерживать доходность и процентные ставки на очень низком уровне бесконечно долго, в соответствии со своими политическими целями. Рынки облигаций никогда не смогут превзойти финансовые возможности правительства и могут определять доходность только если правительства позволяют им это делать. Это ключевые положения ММТ» [9].

Отдельно стоит остановиться на взгляде представителей ММТ на управление процентной ставкой в экономике. В данном вопросе существует определенное различие в подходах основных представителей ММТ. Так, В. Митчелл считает, что ставка процента в экономике должна равняться нулю (Zero Interest Rate Policy, ZIRP), а инструмент государственного долга – слишком дорогой для государства. Ставка процента, по мнению В. Митчелла, лишь увеличивает неравенство доходов в пользу крупных держателей государственного долга. Кроме того, В. Митчелл рассматривает высокую ставку при борьбе с инфляцией как отчасти проинфляционный фактор, увеличивающий издержки бизнеса. С учетом того факта, что ММТ рассматривает продажу долга как инструмент управления ликвидностью в банковском секторе, а не инструмент финансирования правительства, В. Митчелл предлагает отказаться от государственного долга и управлять ликвидностью в банковском секторе с помощью выплаты процентов по резервам банков.

В свою очередь Р. Рей считает, что таргетирование процентной ставки является одной из основ ММТ, однако не для целей управления агрегатным спросом и инфляцией. По его мнению, во-первых, существует мало доказательств того, что расходы достаточно эластичны по отношению к процентным ставкам, чтобы центральный банк мог оказывать значительное влияние на совокупный спрос в пределах нормального диапазона целевых процентных ставок. Во-вторых, существует мало доказательств того, что политика центрального банка в области процентных ставок (или даже нетрадиционные меры количественного смягчения и политики отрицательных процентных ставок за последнее десятилетие) смогла значительно изменить уровни инфляции в желаемом направлении. В-третьих, хотя резкое повышение процентных ставок до очень высоких уровней (например, те, которые были достигнуты в результате эксперимента Волкера с монетаризмом после 1979 г.) может разрушить спекулятивный пузырь, это происходит через обратные изменения текущей стоимости, неплатежеспособность, банкротства и финансовые кризисы. С точки зрения Р. Рея, надо оставить краткосрочные государственные долговые бумаги. Однако, как и В. Митчелл, Р. Рей считает выплату процентов по резервам жизнеспособной альтернативой выпуску облигаций, ведь и то, и другое служит для поддержания ставки овернайт в соответствии с целевой процентной ставкой. Для этой цели достаточно краткосрочных облигаций (например, сроком от одного до трех месяцев), так как они являются хорошей заменой процентов по резервам [5].

Одна из наиболее противоречивых идей школы ММТ заключается в объединении функций центрального банка и правительства, иными словами, лишении центрального банка независимости. Данная идея следует из взгляда представителей ММТ на денежно-кредитную политику и функционал центрального банка. С учетом того факта, что в представлении экономистов ММТ денежно-кредитная политика играет второстепенную роль, а фискальная политика оказывает гораздо большее влияние на экономику, разделение данных функций приводит к неэффективности управления инфляцией. При анализе экономики представители ММТ рассматривают консолидированный государственный сектор, в котором объединяют центральный банк и казначейство, так как ряд операций казначейства непосредственно реализуется центральным банком.

Автор отмечает, что передача полномочий по контролю за инфляцией правительству несет значительные проинфляционные риски, прежде всего в плане дестабилизации экономической ситуации перед выборами. Несмотря на концепцию гарантированной занятости, которая по мнению представителей ММТ является эффективным автоматическим стабилизатором и противоинфляционным инструментом, экономисты данной школы не предлагают правил или концепций касательно уровня расходов государства, которые могли бы являться автоматическими стабилизаторами против инфляции с точки зрения снижения расходов государства при превышении инфляционного потолка.

### **Дискуссионные положения ММТ**

Одной из наиболее дискуссионных концепций, выдвигаемых в рамках ММТ, является интеграция функций центрального банка и правительства в целях повышения эффективности макроэкономического управления. Данная идея логически обусловлена концептуальной базой ММТ, которая рассматривает налогово-бюджетную политику как доминирующую над денежно-кредитной в обеспечении экономической стабильности. С точки зрения ММТ объединение функций позволяет достичь более высокой координации между бюджетными и монетарными инструментами. Тем не менее передача контроля над инфляцией непосредственно в руки правительственные органов создает значительные инфляционные риски, особенно в условиях политической нестабильности или в преддверии избирательных циклов. Это существенно отличается от современной институциональной архитектуры, где независимость центральных банков служит механизмом защиты от краткосрочных политических влияний.

Дополнительным предметом научного дискурса является отсутствие в рамках ММТ четко определенного механизма для борьбы с инфляцией, аналогичного формализованным подходам мейнстримной теории экономики. В частности, хотя ММТ предлагает концепцию гарантированной занятости в качестве потенциального автоматического стабилизатора, она не предоставляет конкретных алгоритмов или процедур для автоматического снижения государственных расходов при достижении экономикой инфляционного потолка. Этот пробел контрастирует с традиционными экономическими подходами, которые полагаются на такие инструменты, как правило Тейлора и режим таргетирования инфляции, обеспечивающие структурированные и прозрачные процедуры для управления инфляционными процессами. Отсутствие устойчивого механизма в рамках ММТ для систематического реагирования на инфляционные давления подрывает ее конкурентоспособность по сравнению с более формализованными парадигмами.

Кроме того, программа гарантированной занятости, предлагаемая ММТ, несмотря на ее теоретическую привлекательность, остается недостаточно исследованной с точки зрения практической применимости и эмпирической обоснованности. На сегодняшний день ни одна страна не реализовала данную программу в масштабах, достаточных для оценки ее долгосрочного воздействия на экономику. Вследствие этого утверждения о ее эффективности как инструмента борьбы с инфляцией остаются гипотетическими. Разработка строгих и прозрачных механизмов, способных преобразовать концептуальные положения ММТ в автоматические стабилизаторы, могла бы значительно повысить академический вес данной теории среди гетеродоксальных экономических школ.

В рамках ММТ также не уделяется достаточного внимания роли внешнего сектора и его влиянию на инфляцию в контексте фискальной политики, что вызывает дополнительные вопросы о применимости теории в контексте открытых экономик. В частности, ММТ слабо рассматривает влияние государственного дефицита на формирование профицита внешнего сектора и последствия этого для валютного курса, фокусируясь на профиците частного сектора. Согласно модели секторальных балансов, дефицит государственного бюджета может привести к росту профицита внешнего сектора, что создает давление на национальную валюту, особенно в условиях ограниченной мобильности капитала. Для стран с высокой зависимостью от импорта такие эффекты могут иметь значительные последствия, включая усиление волатильности обменного курса и возможную проблему импортируемой инфляции, что в конечном счете может поставить под вопрос общую эффективность политики ММТ. Внимание к данному вопросу со стороны представителей ММТ значительно

увеличило бы прикладной характер ММТ и повысило привлекательность данной школы для развивающихся стран.

### **Заключение**

ММТ предлагает радикально новый взгляд на роль государства, природу денег и механизмы управления экономикой, что ставит под сомнение многие устоявшиеся концепции мейнстрима. Эти две школы предлагают диаметрально противоположные взгляды на многие фундаментальные вопросы, такие как бюджетный дефицит, инфляция, государственный долг и функции центральных банков. В то время как мейнстрим опирается на традиционные рыночные механизмы и независимость монетарных институтов, ММТ выдвигает на первый план активное участие государства в регулировании экономики через фискальную политику. Монетарно суверенное государство, лежащее в основе представлений ММТ, в теории обладает более широкими возможностями по решению ключевых вопросов экономики, однако в полной мере ни одно государство еще не использовало идеи данной школы.

Центральное противостояние между ММТ и мейнстримом заключается в их отношении к суверенным возможностям государства и ограничениям, с которыми оно сталкивается. Мейнстрим видит в государственных расходах и дефиците потенциальную угрозу стабильности, тогда как ММТ рассматривает их как инструменты достижения экономического роста и социальной справедливости. При этом ММТ акцентирует внимание на реальных ресурсных ограничениях, а не на финансовых, что существенно меняет парадигму управления экономикой.

Однако реализация идей ММТ сталкивается с рядом вызовов, особенно в условиях современного мирового порядка. Риски политизации экономических решений, недостаток доверия со стороны рынков и международных партнеров, а также опасения чрезмерной монетизации дефицита требуют осторожного подхода к внедрению предложенных мер. Тем не менее идеи ММТ открывают новые горизонты для дискуссий о том, как государство может более эффективно использовать свои полномочия для обеспечения полной занятости, снижения социального неравенства и стимулирования экономического роста.

### **Список литературы**

1. Грищенко В., Остапенко В., Ткачев В., Тунёв В. Современная денежная теория (ММТ): новая парадигма или набор рекомендаций для макроэкономической политики? // Экономическая политика. 2021. Т. 16. № 3. С. 8–43. DOI: 10.18288/1994-5124-2021-3-8-43 EDN: FHTZUJ
2. Mundell R. Uncommon Arguments for Common Currencies. In: Johnson H., Swoboda A. (eds) The Economics of Common Currencies. London, Routledge, 1973.
3. Mitchell W., Wray L.R., Watts M. Macroeconomics. Bloomsbury Academic, 2019, 604 p.
4. Lerner A.P. Functional finance and the federal debt. *Social Research*, 1943, vol. 10, no. 1, pp. 38–51.
5. Wray L.R. The 'Kansas City' Approach to Modern Money Theory. *Levy Economics Institute of Bard College*, 2020. DOI: 10.2139/ssrn.3650357
6. Mitchell W.F. Debt and Deficits – A Modern Monetary Theory Perspective. *Australian Economic Review*, 2020, vol. 53, iss. 4, pp. 566–576. DOI: 10.1111/1467-8462.12400 EDN: SOKSTS
7. Afonso A. Ricardian fiscal regimes in the European Union. *Empirica*, 2008, vol. 35, iss. 3, pp. 313–334. DOI: 10.1007/s10663-008-9066-3 EDN: SOUZJK
8. Christ C.F. A simple macroeconomic model with a government budget restraint. *Journal of Political Economy*, 1968, vol. 76, no. 1, pp. 53–67. DOI: 10.1086/259381

9. Mitchell W.F. The modern monetary theory literature seems to have escaped Drumetz/Pfister. *European Journal of Economics and Economic Policies*, 2023, vol. 20, iss. 1, pp. 23–33. DOI: 10.4337/ejeep.2022.0090 EDN: HUCRNY
10. Godley W., McCarthy G. Fiscal policy will matter. *Challenge*, 1998, vol. 41, iss. 1, pp. 38–54. DOI: 10.1080/05775132.1998.11472012
11. Lavoie M., Zizza G. (Eds). The Stock-Flow Consistent Approach: Selected Writings of Wynne Godley. New York, Palgrave Macmillan, 2012. DOI: 10.1057/9780230353848
12. Mitchell W., Muysken J. Full Employment Abandoned: Shifting Sands and Policy Failures. *International Journal of Public Policy*, 2010, vol. 5, no. 4. DOI: 10.1504/IJPP.2010.032299
13. Juniper J., Sharpe T.P., Watts M.J. Modern Monetary Theory: Contributions and Critics. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2014, vol. 37, no. 2, pp. 281–307.
14. Mitchell W.F., Muysken J. Full Employment Abandoned: Shifting Sands and Policy Failures. Aldershot, Edward Elgar, 2008, 320 p. DOI: 10.4337/9781848441422
15. Arestis P., Sawyer M. Aggregate Demand, Conflict and Capacity in the Inflationary Process. *Cambridge Journal of Economics*, 2005, vol. 29, iss. 6, pp. 959–974. DOI: 10.1093/cje/bei079 EDN: IMQXFZ
16. Sawyer M. Employer of Last Resort: Could It Deliver Full Employment and Price Stability? *Journal of Economic Issues*, 2003, vol. 37, iss. 4, pp. 881–907. DOI: 10.1080/00213624.2003.11506635 EDN: GXFRML
17. Беляев В.А. Денежно-кредитная политика после глобального финансового кризиса: традиции против новаций // Этап: экономическая теория, анализ, практика. 2024. № 5. С. 99–118. DOI: 10.24412/2071-6435-2024-5-99-118 EDN: DGAMZY
18. Cukierman A. Monetary policy and institutions before, during, and after the global financial crisis. *Journal of Financial Stability*, 2013, vol. 9, iss. 3, pp. 373–384. DOI: 10.1016/j.jfs.2013.02.002
19. Forstater M., Mosler W. The Natural Rate of Interest Is Zero. *Journal of Economic Issues*, 2005, vol. 39, iss. 2, pp. 535–542. DOI: 10.1080/00213624.2005.11506832
20. Fullwiler S. Functional Finance and the Debt Ratio. DOI: 10.2139/ssrn.2196482

#### **Информация о конфликте интересов**

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

## MONEY, DEBT, AND THE BUDGET DEFICIT: CONTRASTING VIEWS OF THE MAINSTREAM AND MODERN MONETARY THEORY

DOI: <https://doi.org/10.24891/qmfebd>  
EDN: <https://elibrary.ru/qmfebd>

Vladimir A. BELYAEV

Moscow State Institute of International Relations (University) of the Ministry of Foreign Affairs of the Russian Federation (MGIMO University), Moscow, Russian Federation  
e-mail: v.a.belyaev@gmail.com  
ORCID: 0000-0002-7422-5515

---

### Article history:

Article No. 254/2025

Received 21 Apr 2025

Accepted 26 May 2025

Available online

30 Oct 2025

### JEL Classification:

E12, E52, E60, E62

**Keywords:** modern monetary theory, MMT, macroeconomic policy, fiscal policy, sovereign state

### Abstract

**Subject.** This article analyzes the fundamental differences between the Modern Monetary Theory (MMT) and mainstream economic theory. It focuses on the opposing approaches to fiscal policy, monetary policy, inflation, and the role of the State in the economy.

**Objectives.** The article aims to identify and analyze the key differences between the MMT and mainstream economics, as well as rethink traditional concepts such as government financing and the relationship between fiscal and monetary authorities.

**Methods.** For the study, I used a comparative analysis.

**Results.** The article identifies the key differences between the approaches of the MMT and mainstream economics. The article also highlights the weaknesses and contentious issues of the MMT, such as the politicization of economic policy and the impact of budget deficits on the external sector.

**Conclusions and Relevance.** Applying alternative approaches in the face of global economic challenges, especially in the context of developing countries, is highly important. The results obtained may be useful for further study and development of effective economic strategies.

---

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2025

**Please cite this article as:** Belyaev V.A. Money, debt, and the budget deficit: Contrasting views of the mainstream and modern monetary theory. *Finance and Credit*, 2025, iss. 10, pp. 103–117.  
DOI: 10.24891/qmfebd EDN: QMFEBD

---

### Acknowledgments

The article was supported by the MGIMO Development Programme “Priority-2030”.

### References

1. Grishchenko V., Ostapenko V., Tkachev V., Tunev V. [Modern Monetary Theory (MMT): A New Paradigm or a Set of Recommendations for Macroeconomic Policy?]. *Ekonomicheskaya politika*, 2021, vol. 16, no. 3, pp. 8–43. (In Russ.) DOI: 10.18288/1994-5124-2021-3-8-43 EDN: FHTZUJ
2. Mundell R. Uncommon Arguments for Common Currencies. In: Johnson H., Swoboda A. (Eds) *The Economics of Common Currencies*. London, Routledge, 1973.
3. Mitchell W., Wray L.R., Watts M. *Macroeconomics*. Bloomsbury Academic, 2019, 604 p.
4. Lerner A.P. Functional finance and the federal debt. *Social Research*, 1943, vol. 10, no. 1, pp. 38–51.

5. Wray L.R. The 'Kansas City' Approach to Modern Money Theory. *Levy Economics Institute of Bard College*, 2020. DOI: 10.2139/ssrn.3650357
6. Mitchell W.F. Debt and Deficits – A Modern Monetary Theory Perspective. *Australian Economic Review*, 2020, vol. 53, iss. 4, pp. 566–576. DOI: 10.1111/1467-8462.12400 EDN: SOKSTS
7. Afonso A. Ricardian fiscal regimes in the European Union. *Empirica*, 2008, vol. 35, iss. 3, pp. 313–334. DOI: 10.1007/s10663-008-9066-3 EDN: SOUZJK
8. Christ C.F. A simple macroeconomic model with a government budget restraint. *Journal of Political Economy*, 1968, vol. 76, no. 1, pp. 53–67. DOI: 10.1086/259381
9. Mitchell W.F. The modern monetary theory literature seems to have escaped Drumetz/Pfister. *European Journal of Economics and Economic Policies*, 2023, vol. 20, iss. 1, pp. 23–33. DOI: 10.4337/ejep.2022.0090 EDN: HUCRNY
10. Godley W., McCarthy G. Fiscal policy will matter. *Challenge*, 1998, vol. 41, iss. 1, pp. 38–54. DOI: 10.1080/05775132.1998.11472012
11. Lavoie M., Zizza G. (Eds). The Stock-Flow Consistent Approach: Selected Writings of Wynne Godley. New York, Palgrave Macmillan, 2012. DOI: 10.1057/9780230353848
12. Mitchell W., Muysken J. Full Employment Abandoned: Shifting Sands and Policy Failures. *International Journal of Public Policy*, 2010, vol. 5, no. 4. DOI: 10.1504/IJPP.2010.032299
13. Juniper J., Sharpe T.P., Watts M.J. Modern Monetary Theory: Contributions and Critics. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2014, vol. 37, no. 2, pp. 281–307.
14. Mitchell W.F., Muysken J. Full Employment Abandoned: Shifting Sands and Policy Failures. Aldershot, Edward Elgar, 2008, 320 p. DOI: 10.4337/9781848441422
15. Arestis P., Sawyer M. Aggregate Demand, Conflict and Capacity in the Inflationary Process. *Cambridge Journal of Economics*, 2005, vol. 29, iss. 6, pp. 959–974. DOI: 10.1093/cje/bei079 EDN: IMQXFZ
16. Sawyer M. Employer of Last Resort: Could It Deliver Full Employment and Price Stability? *Journal of Economic Issues*, 2003, vol. 37, iss. 4, pp. 881–907. DOI: 10.1080/00213624.2003.11506635 EDN: GXFRML
17. Belyaev V.A. [Monetary Policy after the Global Financial Crisis: Tradition versus Innovation]. *Etap: ekonomicheskaya teoriya, analiz, praktika*, 2024, no. 5, pp. 99–118. (In Russ.) DOI: 10.24412/2071-6435-2024-5-99-118 EDN: DGAMZY
18. Cukierman A. Monetary policy and institutions before, during, and after the global financial crisis. *Journal of Financial Stability*, 2013, vol. 9, iss. 3, pp. 373–384. DOI: 10.1016/j.jfs.2013.02.002
19. Forstater M., Mosler W. The Natural Rate of Interest Is Zero. *Journal of Economic Issues*, 2005, vol. 39, iss. 2, pp. 535–542. DOI: 10.1080/00213624.2005.11506832
20. Fullwiler S. Functional Finance and the Debt Ratio. DOI: 10.2139/ssrn.2196482

#### **Conflict-of-interest notification**

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.