

Как режим таргетирования инфляции согласуется с вопросами роста?

Наталья МИРОНЧИК



Национальный банк Республики Беларусь, начальник Управления исследований, кандидат экономических наук, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: N.Mironchik@nbrb.by

УДК 336.711

Ключевые слова:
монетарная политика; таргетирование инфляции; режим денежно-кредитной политики; экономический рост; коммуникационная политика.

За время государственной независимости денежно-кредитная политика Республики Беларусь прошла достаточно долгий и непростой этап становления и развития. Продолжительное время использовалась стратегия таргетирования обменного курса, а с 2015 г. денежно-кредитная политика работает в рамках режима монетарного таргетирования. В среднесрочной перспективе Национальный банк планирует осуществить переход к таргетированию инфляции (ТИ). Как данный режим согласуется с задачами обеспечения экономического роста?

Общая информация о режиме таргетирования инфляции

С точки зрения конечной цели монетарной политики любая стратегия политики, будь то таргетирование инфляции, таргетирование обменного курса или монетарное таргетирование, априори направлена на поддержание устойчивого роста экономики посредством обеспечения ценовой стабильности. Это общепризнанно и объясняется нейтральностью монетарной политики – теоретически обоснованным и эмпирически подтвержденным принципом, согласно которому предложение денег не влияет на рост экономики в долгосрочной перспективе, а определяет только уровень инфляции. Высокая и волатильная инфляция, а также дефляция крайне вредны для роста. Они

приводят к нестабильности реальных процентных ставок, что, в свою очередь, делает невозможным надежное долгосрочное планирование инвестиционных проектов. И наоборот, как подтвердили исследования экспертов МВФ, в странах с хорошо заякоренными инфляционными ожиданиями отрасли, характеризующиеся высокой интенсивностью исследований и разработок, имеют тенденцию расти быстрее, чем остальные [14]. Таким образом, обеспечение покупательной или ценовой стабильности национальной валюты – это лучшее, что может сделать центральный банк для поддержки устойчивого роста экономики.

Под ценовой стабильностью, как правило, понимается не нулевая, а небольшая и предсказуемая инфляция, обеспечивающая наиболее благоприятные условия для развития бизнеса¹. Для стран с формирующейся экономикой ее уровень должен несколько превышать инфляцию в развитых странах в силу опережающего роста производительности и реальных доходов. Для Беларуси оптимальным и целевым признан уровень инфляции не более 5% с дальнейшим снижением в среднесрочном периоде до 4%, а затем постепенным доведением до уровня развитых экономик [2].

В настоящее время ТИ считается наиболее эффективным режимом в достижении цели монетарной политики, поскольку признан весьма адаптивным и в

Оксана РЫЖКОВСКАЯ



Национальный банк Республики Беларусь, начальник управления монетарной политики Главного управления монетарной политики и экономического анализа, кандидат экономических наук, Республика Беларусь, г. Минск, e-mail: ryzhkovskaya@nbrb.by

¹ В зависимости от страны оптимальным для роста экономики считается уровень среднегодовой инфляции в диапазоне 2–5%. При более высокой инфляции повышается вероятность ее выхода в область двузначных значений, а при более низких – риск дефляции.

большей степени учитывающим интересы роста, в том числе в странах с формирующимся рынком [10]. За последние три десятилетия данный режим стал одним из самых распространенных в странах, стремящихся проводить независимую монетарную политику. Более 40 стран, преимущественно с высоким и выше среднего уровнем дохода на душу населения, ввели ТИ. На их долю приходится более 60% мирового ВВП (рисунок). Ни один центральный банк, который внедрил стратегию ТИ, не отказался от нее. Эффективность ТИ – это результат естественной и закономерной эволюции монетарной политики в ходе экономического развития и развития финансовых рынков.

Таргетирование инфляции представляет собой совокупность правил и процедур денежно-кредитной политики, обеспечивающих достижение цели по инфляции, и предполагает объявление

этой цели для общественности, объяснение принимаемых решений по ее достижению и ответственность за невыполнение указанной цели. Основным инструментом денежно-кредитной политики при ТИ служит регулирование краткосрочной процентной ставки денежного рынка [22].

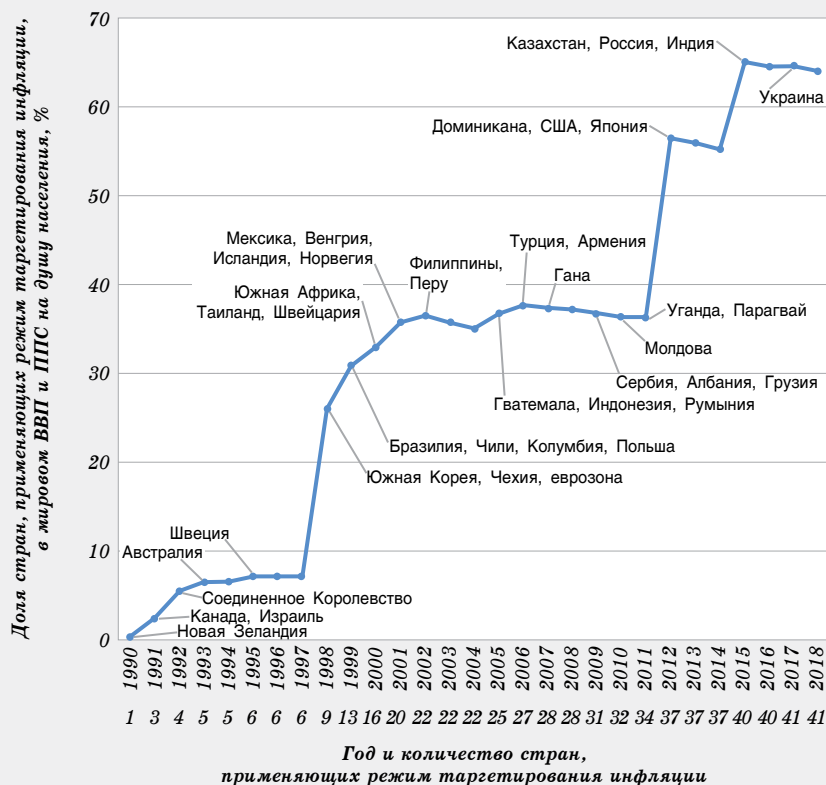
Несмотря на то, что определение режима таргетирования инфляции не дает прямого ответа на вопрос о связи монетарной политики с объемом производства и занятостью, режим не игнорирует реальные переменные. Динамика ВВП учитывается в политике в соответствии с теорией² и особенностями функционирования фактической экономики. Подразумевается, что монетарная политика влияет на экономические циклы. Она воздействует на реальную экономику в кратко- и среднесрочном периодах, обеспечивая временный компромисс между объемом производства,

занятостью и инфляцией, и влияет на скорость, с которой центральный банк вернет инфляцию к цели, согласующейся с устойчивым высоким темпом роста экономики. Так, работа процентного канала трансмиссионного механизма монетарной политики предполагает, что в силу негибкости цен и заработных плат монетарная политика воздействует на реальные процентные ставки, которые влияют на инвестиции и потребление и таким образом изменяют совокупный спрос. Ослабление денежно-кредитной политики в традиционном понимании приводит к снижению реальных процентных ставок, что уменьшает стоимость заимствований и стимулирует увеличение инвестиционных расходов и общее увеличение совокупного спроса [20].

По сути стратегия ТИ – это «таргетирование прогноза по инфляции», поскольку она учитывает лаг воздействия мер монетарной политики на выпуск и цены. Возможность влиять на совокупный спрос в кратко- и среднесрочном периодах позволяет режиму ТИ минимизировать издержки выхода экономики из кризисов наиболее успешным образом [10]. Ученые объясняют это соблюдением четкого правила политики для процентной ставки, в основе которого лежит правило Тейлора (вставка). Правило работает таким образом, чтобы монетарная политика обеспечивала не только стабилизацию инфляции на целевом уровне, но и минимизацию отклонений выпуска от своего равновесного уровня. Как следствие, при соблюдении правила происходит систематическое уменьшение неопределенности и постепенное укрепление доверия к способности центрального банка решать данные задачи.

Описание механизма работы трансмиссионного механизма с учетом специфики и особенностей структуры экономики, ее финансовой системы в обязательном порядке содержится в объяснениях центральных банков, использующих режим ТИ. Данный механизм закладывается в модель анализа и проектирования монетарной политики, на основе кото-

Страны, применяющие режим таргетирования инфляции



Примечание. Составлено авторами по данным МВФ и Всемирного банка.

Рисунок

² В основе режима таргетирования инфляции лежит новая кейнсианская теория.

Правило Тейлора

Правило Тейлора – это правило монетарной политики, которое определяет соответствие установленной центральным банком номинальной процентной ставки изменениям инфляции и выпуска. Правило было предложено Дж. Тейлором в 1993 г. Оно было выведено эмпирическим путем на основе анализа монетарной политики ФРС за период 1987–1992 гг.

Правило задается следующим образом:

$$i_t - \pi_{t+n} = r_t^* + \alpha(\pi_{t+n} - \pi_t^T) + \beta y_{t+m}^*, \quad (1)$$

где i_t – краткосрочная номинальная ставка денежного рынка, π_t – уровень инфляции, r_t^* – нейтральный уровень реальной краткосрочной процентной ставки, y_t^* – отклонение ВВП (Y_t) от своего равновесного

уровня (Y_t^*), рассчитанное как $\frac{Y_t - Y^*}{Y^*}$ и выраженное в процентах,

α и β – весовые коэффициенты, n и m – лаги воздействия монетарной политики на инфляцию и выпуск соответственно.

Согласно правилу Тейлора номинальная процентная ставка должна быть установлена на таком уровне, чтобы фактическая реальная ставка политики была равной нейтральной реальной ставке плюс условие, которое учитывает отклонение инфляции от цели и величину разрыва выпуска с весами, равными α и β соответственно.

В изначальной форме предложенное Тейлором правило для ставки по федеральным фондам США имело следующие параметры:

$$i_t - \pi_t = 2 + 0,5(\pi_t - 2) + 0,5y_t^*. \quad (2)$$

Такая калибровка предполагала следующее: а) средняя реальная ставка процента должна быть на уровне 2%, что соответствовало долгосрочным темпам прироста реальных доходов в США за 1984–1992 гг. (2,2%); б) цель по инфляции равна 2%; в) равные веса для разрыва выпуска и отклонения инфляции от цели [12].

Вставка

Влияние режима ТИ на экономический рост

Положительное воздействие ТИ на динамику экономического роста подтверждают результаты многих исследований. В [9; 18; 23] показано, что страны, перешедшие на режим ТИ, смогли добиться более высокого и устойчивого роста своих экономик после смены режима монетарной политики в сравнении с теми странами, которые не перешли на ТИ. Авторы связывают это с тем, что переход к таргетированию инфляции позволяет снизить инфляционные ожидания, уровень и волатильность инфляции. В свою очередь, ценовая стабильность приводит к меньшей изменчивости относительных цен и повышению точности ценовых сигналов для бизнеса и, как следствие, улучшению инвестиционных решений и снижению волатильности выпуска. Эти результаты подтверждают и современные исследования, основанные на более полных данных о долгосрочных эффектах смены режима денежно-кредитной политики. Так, Г. Хейл и А. Филиппов, сравнив схожие по макроэкономическим характеристикам пары стран, которые использовали разные режимы монетарной политики, сделали вывод, что экономики развивающихся стран, перешедших к таргетированию инфляции, благодаря смене режима в среднем стали прирастать на 0,6 п. п. больше, чем экономики стран, которые не переходили на ТИ [19].

В то же время, как отмечает Ф. Картаев, приводя в пример опыт России, сам по себе переход к таргетированию инфляции не способен обеспечить устойчивые высокие темпы роста экономики [4]. Разумная монетарная политика лишь помогает экономическому развитию, однако она не способна стать драйвером роста и решить проблемы качественного накопления физического и человеческого капитала, стимулирования технологического прогресса и улучшения институциональной среды. Марио Драги, будучи главой ЕЦБ, указывал, что решить проблему низких темпов экономического роста можно только посредством проведения структурных реформ и мер фискаль-

рой принимаются политические решения.

Национальный банк Республики Беларусь использует такую модель с 2018 г. Модель была разработана при технической поддержке МВФ и учитывает структуру и особенности белорусской экономики, в том числе влияние долларизации, политики заработных плат и целевого кредитования государственных программ на эффективность трансмиссии монетарной политики [6]. Несмотря на то, что структурные ограничения не препятствовали успешности ТИ в других странах с формирующимся рынком, наличие указанной модели недостаточно для эффективного использования стратегии ТИ в Республике Беларусь. Особенности белорусской экономики существенно отличаются. Высокая доля государственного сектора в экономике и слабость рыночных механизмов распределения ресурсов на фоне высокого уровня финансовой валютизации в значительной степени ослабляют работу процентного канала

трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в Беларуси. Для перехода на ТИ в экономике должна быть сформирована рыночная среда с устойчивыми связями между процентными ставками, реальными переменными и ценами. Сохраняющиеся доминирование государственного сектора, высокий уровень монополизации и слабая конкуренция обуславливают ценовые диспропорции и искажение информационных сигналов о состоянии рынков товаров, рабочей силы и капитала, ослабляют доверие общественности к деятельности Национального банка и затрудняют работу процентного канала. Соответственно, трансформация экономики и переход на рыночные принципы распределения ресурсов с выстраиванием работы таких институтов, как защита прав кредиторов и равенство всех форм собственности, будут способствовать не только успешности ТИ в Беларуси, но и повышению потенциала роста экономики в целом.

ной политики, направленных на снижение неопределенности и повышение ожиданий относительно будущих доходов фирм. В свою очередь, улучшение экономических перспектив позволит повысить эффективность монетарной политики [16]. Эксперты МВФ призывают к согласованным действиям на всех направлениях макроэкономической политики. Политика стимулирования внутреннего спроса, в том числе мерами монетарной и фискальной политики, должна лишь поддерживать реализацию структурных реформ, которые увеличивают потенциальный рост и предотвращают любое падение производства и занятости [17].

Результаты трансформации режима и новые вызовы

Как отмечалось выше, высокая адаптивность режима ТИ к особенностям национальной структуры экономики, глобальным изменениям, новым вызовам и шокам обусловила его трансформацию за 30 лет использования после введения Резервным банком Новой Зеландии в 1989 г. Усовершенствования коснулись многих элементов режима, в том числе отношения к отклонению инфляции от цели, внедрения принципа прозрачности, повышения роли коммуникаций, больше внимания стали уделять финансовой стабильности, расширению набора инструментов регулирования ликвидности [8; 10; 11; 24].

Отношение к отклонению инфляции от цели. В условиях высоких и незаякоренных инфляционных ожиданий режим ТИ, как и ранее, предполагает важность дезинфляции экономики и стабилизации ожиданий вблизи таргета. Однако если инфляционные ожидания хорошо закреплены на целевом уровне, то в случае ценовых шоков возможен более гибкий подход к достижению цели по инфляции. Как отмечают эксперты МВФ в [10], доверие к национальной валюте и центральному банку не означает, что уровень инфляции всегда должен быть близким к установленному целевому параметру. Природа экономических потрясений такова, что фактическая инфляция может отклоняться от цели ино-

гда значительно. Лаг воздействия монетарной политики и краткосрочный компромисс между инфляцией и выпуском, а также риск ошибок делают невозможным быстрое устранение таких отклонений. Важным моментом для доверия и сохранения заякоренности ожиданий является то, что центральный банк последовательно действует таким образом, чтобы вернуть инфляцию к цели в течение периода монетарной трансмиссии, продолжительность которого составляет пару лет или около того.

Прозрачность монетарной политики и коммуникации. Связь центрального банка с общественностью является неотъемлемой частью режима ТИ [21]. Она необходима, чтобы улучшить понимание денежно-кредитной политики и, как следствие, повысить доверие к ней и ее эффективность, что, в свою очередь, должно снизить реальные затраты на поддержание инфляции на целевом уровне. С начала 90-х гг. уровень прозрачности деятельности центральных банков значительно возрос. Повышение прозрачности сопровождалось совершенствованием инструментов коммуникационной политики [15]. Немедленная публикация решений по процентным ставкам стала стандартным элементом коммуникаций центральных банков не только для режима ТИ. В настоящее время все центральные банки, использующие режим ТИ, помимо публикации пресс-релизов, сразу после заседаний комитета по монетарной политике проводят брифинги с участием руководителя центрального банка, на которых разъясняется обоснованность принятого решения, публикуют свои прогнозы инфляции, большинство из них также прогнозы ВВП, некоторые – прогноз изменения процентной ставки (Новая Зеландия, Норвегия, Чехия и Швеция) [15; 24]. В аналитических материалах центральные банки объясняют, как решения по монетарной политике воздействуют на экономику для возврата инфляции к цели, часто анализируют ошибки прошлых прогнозов. Аналитические подразделения центральных банков ведут активные научные коммуникации, обосновывая разработанные модели анализа и

прогнозирования и объясняя целесообразность и способы их применения [8].

Национальный банк Республики Беларусь внедрил публичный регламент заседания Правления Национального банка по вопросам денежно-кредитной политики, публикацию пресс-релизов по принятым решениям и проведение брифингов Председателя Правления в 2018 г. Помимо этого, усовершенствован сайт Национального банка в сети Интернет, который постоянно пополняется новыми материалами и информацией, направленными на разъяснение действий регулятора по вопросам денежно-кредитной политики, растет частота и расширяются формы коммуникаций экспертов банка в соответствии с утвержденной в конце 2018 г. Коммуникационной политикой [7].

Больше внимания вопросам финансовой стабильности. После мирового финансового кризиса центральные банки, в том числе таргетирующие инфляцию, стали придавать больше внимания вопросам финансовой стабильности как фактору, влияющему на денежно-кредитную политику. П.-Р. Агенор и Л.А. Перейра да Силва, считая, что макропрudenциальная политика и монетарная политика должны дополнять друг друга, предложили центральным банкам использовать комбинированное таргетирование инфляции (Integrated inflation targeting), в рамках которого факторы – отклонение инфляции от цели и разрыв выпуска – в правиле монетарной политики для процентной ставки дополняются кредитным разрывом в качестве индикатора риска для финансовой стабильности [11]. Однако, как отмечают А. Самарина и Н. Апокоритис, финансовая стабильность пока не стала формальной целью денежно-кредитной политики, она остается отдельным мандатом центральных банков, который выходит за рамки денежно-кредитной политики [24].

Расширение набора инструментов регулирования ликвидности. Чтобы стимулировать восстановление экономики и восстановить функционирование финансового посредничества после кризиса, центральные

банки развитых стран широко использовали адаптивные меры денежно-кредитной политики. В результате инструментарий денежно-кредитной политики был расширен за счет операций рефинансирования на более длительные сроки, в более широком масштабе и с более высокой частотой, с расширенным набором контрагентов и обеспечения, валютными свопами с другими центральными банками и программы покупки активов (для частных и государственных ценных бумаг) и количественных смягчений [24]. Данные операции привели к значительному расширению балансов центральных банков развитых стран. При этом спрос экономических агентов на кредит не усилил инфляционных рисков – средний темп роста кредита банков экономике в данных странах остался низким. Например, в еврозоне за 2016–2018 гг. он составил 1,8%, в США – 3,7%.

Однако использование инструментов количественных смягчений может быть полезно лишь для борьбы с дефляцией [13]. Применение таких мер для стимулирования роста в странах с незаякоренными инфляционными ожиданиями, в том числе в настоящее время в белорусской экономике, опасно, поскольку они могут усилить риски для ценовой и финансовой стабильности и усугубить проблему низких темпов роста потенциального выпуска.

В Беларуси средний темп прироста требований банковской системы к экономике за 2016–2019 гг. составил 7,0%, а широкой денежной массы – 10,5%. Такие темпы роста кредита и денежной массы говорят о том, что денег и кредита в белорусскую экономику поступает достаточно, но экономика не способна превратить эти деньги в эффективно работающий капитал, создать реальную добавленную стоимость. В таких условиях обеспечить выход экономики на высокие устойчивые темпы роста могут только меры, направленные на реформирование структуры национальной экономики и повышение ее

конкурентоспособности, а также меры фискальной политики по поддержке структурных реформ.

Среди новых вызовов режиму ТИ в странах с формирующейся экономикой наиболее актуальными представляются угроза снижению степени независимости центральных банков и наблюдаемое ослабление связи между динамикой потребительских цен и рынком труда.

Угроза снижения степени независимости центральных банков. Обязательным институциональным условием гарантии того, что инфляционные ожидания будут находиться под контролем, содействуя долгосрочному росту экономики, призвана служить операционная независимость центрального банка [10]. Под независимостью понимается отсутствие возможности у внешних заинтересованных сторон оказывать давление на центральный банк в принятии решений по монетарной политике, способных подвергнуть риску ценовую и финансовую стабильность в экономике. Считается, что независимости, или автономности, способствует законодательное закрепление целей и полномочий центрального банка. Несмотря на то, что консенсус относительно необходимой автономности центральных банков был достигнут в большинстве стран мира в конце 1990-х – начале 2000-х гг., последние несколько лет отмечены возрастанием политического давления на ряд центральных банков с режимом ТИ (Турция, Индия, США и другие) с целью смягчить денежно-кредитную политику для стимулирования деловой активности и экономического роста. При этом игнорируются выводы теории и эмпирические свидетельства того, что центральный банк, обещающий ценовую стабильность, но при этом находящийся под политическим давлением по проведению стимулирующей политики, не будет обладать общественным доверием. В такой ситуации экономические агенты осознают риски, что способствует росту инфляционных ожиданий. Как

отмечает С. Моисеев, эффективным ответом на такое давление может быть укрепление коммуникационной политики: активное и доступное разъяснение целей и задач монетарной политики, а также принимаемых центральными банками мер для их решения. Он также подчеркивает важность проведения эффективной налоговой, бюджетной и инвестиционной политики государства [5].

Ослабление связи между динамикой потребительских цен и рынком труда. Замедление инфляционных процессов на фоне сокращающейся безработицы, отмечаемое в ряде стран в последнее время, свидетельствует об ослаблении связи между занятостью и инфляцией. Вместе с тем наличие последней предполагается теорией (кривая Филлипса) и, соответственно, закладывается в модели центральных банков, предназначенные для анализа и проектирования монетарной политики. Полных и точных ответов, объясняющих нарушение общепринятого понимания зависимости между предельными издержками производства и инфляцией, у науки пока нет³. Соответственно, это может ослабить аналитические основы центральных банков и негативно сказаться на эффективности принимаемых политических решений. В таких условиях центральным банкам необходимо максимизировать усилия по совершенствованию и развитию системы анализа, прогнозирования и проектирования денежно-кредитной политики.

Подготовка к внедрению режима ТИ в Республике Беларусь

Для внедрения режима таргетирования инфляции Национальным банком в целом завершена настройка его инструментов [7]. Тем не менее важен дальнейший прогресс по данному направлению, особенно учитывая глобальную тенденцию усиления политического давления на центральные банки. Национальному банку целесообразно продолжить

³ Среди причин данного явления называются: увеличение в структуре потребления населения расходов (например, на медицинские услуги), которые слабо чувствительны к экономической ситуации; быстрое развитие интернет-торговли (эффект Amazon), что меняет поведение экономических агентов и способствует повышению гибкости цен; постепенная роботизация производственных процессов, ослабляющая фактор предельных издержек на труд; усиление влияния внешних факторов в силу постепенной синхронизации глобальной и внутренней инфляции и другие [1].

совершенствование и укрепление своей коммуникационной политики для содействия достижению цели по обеспечению ценовой стабильности как важнейшего условия устойчивого роста экономики. Наличие понимания и общественного консенсуса относительно целей и возможностей монетарной политики являются залогом доверия и успешности центрального банка в выполнении своего мандата.

Необходимо продолжить концентрировать усилия на: 1) повышении эффективности работы процентного канала за счет снижения долларизации экономики, уменьшения объемов директивного кредитования и расширения использования рыночных инструментов перераспределения ресурсов в экономике, что также будет служить цели обеспечения финансовой стабильности; 2) снижении влияния курсового фактора

на инфляцию через уменьшение присутствия Национального банка на валютном рынке; 3) развитии модельного аппарата для улучшения системы анализа, прогнозирования и проектирования монетарной политики; 4) законодательном установлении целевого значения показателя по инфляции на среднесрочную перспективу.

* * *

Материал поступил 19.03.2020.

Библиографический список:

1. Демьяненко, В. Семь версий «пропавшей» инфляции [Электронный ресурс] / В. Демьяненко // Эконс. – 2020. – 12 фев. – Режим доступа: <https://econs.online/articles/monetarnaya-politika/sem-versiy-propavshey-inflyatsii/>. – Дата доступа: 17.03.2020.
2. Калечиц, Д.Л. Трансформация целей деятельности Национального банка на современном этапе / Д.Л. Калечиц // Банкаўскі веснік. – 2019. – № 5. – С. 3–11.
3. Картаев, Ф.С. Влияет ли режим монетарной политики на реальный выпуск? / Ф.С. Картаев // Вестник Института экономики Российской академии наук. – 2017. – № 1. – С. 81–92.
4. Картаев, Ф. Как инфляционное таргетирование влияет на экономический рост [Электронный ресурс] / Ф. Картаев // Эконс. – 2019. – 20 июня. – Режим доступа: <https://econs.online/articles/opinions/kak-inflyatsionnoe-targetirovanie-vliyaet-na-rost/>. – Дата доступа: 17.03.2020.
5. Моисеев, С. Почему растет давление на центральные банки [Электронный ресурс] / С. Моисеев // Эконс. – 2019. – 9 авг. – Режим доступа: <https://econs.online/articles/opinions/pochemu-rastet-davlenie-na-tsentralnye-banki/>. – Дата доступа: 16.03.2020.
6. Мусил, К. Структурная модель квартального прогнозирования для Беларуси [Электронный ресурс] / К. Мусил, М. Пранович, Я. Влчек // Рабочий документ МВФ. – № 18/254. – Декабрь, 2018. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/mp/theoretical-materials/strukturalnaya-model-kvartalnogo-prognozirovaniya-dlya-belarusi.pdf>. – Дата доступа: 17.03.2020.
7. Национальный банк Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.nbrb.by/>. – Дата доступа: 17.03.2020.
8. Юдаева, К. Границы монетарной политики: Мировые тенденции и российская практика инфляционного таргетирования / К. Юдаева // Деньги и кредит. – 2018. – № 2. – С. 95–100.
9. Abo-Zaid, S. Inflation targeting: a three-decade perspective / S. Abo-Zaid, D. Tuzemen // Journal of Policy Modeling. – 2012. – Vol. 34, № 5. – P. 621–645.
10. Adrian, T. Advancing the frontiers of monetary policy [Electronic resource] / T. Adrian, D. Laxton, M. Obstfeld. – Washington, DC: International Monetary Fund, 2018. – 296 p.
11. Agénor, P.-R. Integrated inflation targeting: Another perspective from the developing world [Electronic resource] / P.-R. Agénor, L.A. Pereira da Silva // Bank for International Settlements. – 2019. – Mode of access: <https://www.bis.org/publ/othp30.pdf>. – Date of access: 15.03.2019.
12. Bofinger, P. Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies, and Instruments / P. Bofinger. – New York: Oxford University Press, 2001. – 454 p.
13. Bordo, M.D. Money still makes the world go round: The zonal view / M.D. Bordo, A. Filardo // Journal of the European Economic Association. – 2007. – № 5. – P. 509–523.
14. Choi, S. Inflation anchoring and growth: Evidence from sectoral data [Electronic resource] / S. Choi, D. Furceri, P. Loungani // IMF Working paper. – № 18/36. – March, 2018. – Mode of access: <http://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2018/wp1836.ashx>. – Date of access: 16.03.2020.
15. Cizkowicz-Pękala, M. Three decades of inflation targeting [Electronic resource] / M. Cizkowicz-Pękala // NBP Working Paper. – № 314. – Warsaw, 2019. – Mode of access: https://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/314_en.pdf. – Date of access: 16.03.2020.
16. Draghi, M. Monetary policy and structural reforms in the euro area [Electronic resource] / M. Draghi // Prometeia40. – Bologna, 2015. – Mode of access: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp151214.en.html>. – Date of access: 15.03.2020.
17. Gaspar, V. Macroeconomic Management When Policy Space Is Constrained: A Comprehensive, Consistent and Coordinated Approach to Economic Policy / V. Gaspar [et al.] // International Monetary Fund. – IMF Staff Discussion Note 16/09. – Washington, DC, 2016. – 43 p.
18. Gonçalves, C. Inflation targeting in emerging economies: what do the data say? / C. Gonçalves, J. Salles // Journal of Development Economics. – 2008. – Vol. 85. – P. 312–318.
19. Hale, G. Is transition to inflation targeting good for growth? / G. Hale, A. Philippov // FRBSF Economic Letter. – 2015. – № 14.
20. Ireland, P.N. The Monetary Transmission Mechanism / P.N. Ireland // FRBank of Boston Working paper. – № 06-1. – November, 2005. – 14 p.
21. King, M. Monetary Policy: Practice ahead of Theory [Electronic resource] / M. King // Cass Business School. – London: City University, 2005. – Mode of access: <https://www.bis.org/review/r050520a.pdf>. – Date of access: 16.03.2020.

22. Leiderman, L. *Inflation Targets* / L. Leiderman, L.E.O. Svensson (eds.). – London: CEPR, 1995.
23. Mollick, A. *Does inflation targeting matter for output growth? Evidence from industrial and emerging economies* / A. Mollick, R. Cabral, F. Carneiro // *Journal of Policy Modeling*. – 2011. – Vol. 33, № 4. – P. 537–551.
24. Samarina, A. *The evolution of monetary policy frameworks in the post-crisis environment [Electronic resource]* / A. Samarina, N. Apokoritis // *VOX: CEPR's policy portal*. – 2020. – 15 Jan. – Mode of access: <https://voxeu.org/article/post-crisis-evolution-monetary-policy-frameworks>. – Date of access: 17.03.2020.

How does inflation targeting agree with growth issues?

Natalya MIRONCHIK, *National Bank of the Republic of Belarus, Head of Research Department, PhD in Economics, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: N.Mironchik@nbrb.by.*

Oksana RYZHKOVSKAYA, *National Bank of the Republic of Belarus, Head of Monetary Policy Department, Monetary Policy and Economic Analysis Directorate, PhD in Economics, Republic of Belarus, Minsk, e-mail: ryzhkovskaya@nbrb.by.*

Abstract. *The article discusses the relationship between economic growth and monetary policy, in particular, the inflation targeting regime, to which the National Bank of the Republic of Belarus plans to move in the medium term. The experience of countries that have already implemented this regime indicates that the inflation targeting strategy is the most effective one in achieving the goal of monetary policy and most adaptive one, since it takes into account growth interests to a greater extent. The most significant one among the current challenges for monetary policy in emerging economies is the political pressure to pursue a stimulating policy against the background of unanchored inflationary expectations. In this regard, it is important for the National Bank to continue improving and strengthening its communication policy to help achieve the goal of ensuring price stability as an essential condition for sustainable economic growth.*

Keywords: *monetary policy; inflation targeting; monetary policy regime; economic growth; communication policy.*