

Опубликовано на нашем сайте: 10 января 2003 г.

Моисеев Сергей

Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы

Опубликовано "Вопросы экономики" №9, 2000, с.88-105

В большинстве развитых стран мира инфляция считается серьезнейшей социально-экономической проблемой. В экономике наблюдается общий рост цен, происходит обесценение сбережений, падение стимулов к инвестированию, бегство капиталов в иностранные активы, драгоценные металлы и недвижимость. Кроме того, инфляция снижает темпы экономического роста, делает невозможным долгосрочное планирование и, в своих крайних формах, инфляция вызывает социальное и политическое напряжение в обществе. Высокие темпы инфляции считаются абсолютным злом для экономики, и любое правительство стремится заблокировать инфляцию через принятие жестких решений в области налоговой и денежно-кредитной политики.

В настоящее время большинство стран в рамках национальной денежно-кредитной политики в качестве промежуточных целей используют денежные агрегаты или валютные курсы. Однако в 1990-х гг. несколько индустриально развитых стран порвали с традицией установления подобных промежуточных целей. Теперь все свое внимание они фокусируют на показателе инфляции. Этот сравнительно новый подход к контролю над инфляцией получил название "инфляционное таргетирование" (inflation targeting).

По мнению ряда специалистов, денежно-кредитную политику многих стран можно интерпретировать как инфляционное таргетирование. Например, известный американский профессор Стэнфордского Университета Дж. Тэйлор полагает, что денежно-кредитная политика Соединенных Штатов характеризуется как эмпирическое правило¹ инфляционного таргетирования. Согласно этому правилу ФРС систематически корректирует процентную ставку по федеральным фондам в ответ на отклонения внутреннего производства от своего потенциального объема и инфляции от прогнозного уровня².

Почему же ряд стран выбрало подход инфляционного таргетирования? По всей видимости, их руководство решило, что достижение стабильности цен (т.е. низкого и постоянного уровня инфляции) является первейшим фактором, обеспечивающим экономический рост. А как показывает практика, попытки властей достигнуть другие цели экономической политики (такие как высокий уровень занятости и рост производства) противоречат принципу стабильных цен. Некоторые экономисты считают, что движение с помощью денежно-кредитной политики к сразу нескольким целям неизбежно приводит к увеличению инфляции.

Когда развитым странам грозит рост инфляции, обычной практикой Центральных банков является подъем процентных ставок. Если они идут на этот шаг, на них обрушивается шквал критики и оказывается давление со стороны представителей реального сектора экономики. Инфляционное таргетирование позволяет избежать привычного конфликта интересов, поскольку основной целью денежно-кредитной

¹ Эмпирическое правило (rule-of-thumb) - простая формула или процедура, создающая основу для принятия решения экономическим агентом.

² Taylor John B. "Discretion versus Policy Rules in Practice". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, December 1993. Pp.195-214.

-

политики становится не стимулирование высокого уровня занятости или роста производства, а плановое "создание" инфляции. Кроме того, инфляционное таргетирование позволяет принять ранние антиинфляционные меры еще до того, как инфляция даст о себе знать.

Согласно экономической теории инфляционное таргетирование является достаточно простой процедурой. Суть ее состоит в следующем. Центральный банк прогнозирует предстоящую динамику инфляции; прогноз сравнивается с целевыми значениями инфляции, которые желательно достигнуть; разница между прогнозом и целью говорит, насколько должна быть скорректирована денежно-кредитная политика. Инфляционное таргетирование означает, что денежные власти устанавливают плановый уровень инфляции и используют все средства, чтобы его достигнуть. Страны, использующие инфляционное таргетирование считают, что оно помогает повысить эффективность денежно-кредитной политики по сравнению со стандартными приемами, к которым прибегают Центробанки.

1. Исходные требования

Инфляционное таргетирование требует выполнения двух ключевых условий³. Во-первых, Центральный банк должен обладать достаточной степенью независимости для проведения самостоятельной денежно-кредитной политики. Хотя ни один Центральный банк не может быть полностью независим от влияния правительства, он должен, по крайней мере, обладать свободой в выборе инструментария, с помощью которого планируется достичь целевого уровня инфляции. Для того чтобы выполнить первое условие стране необходимо отказаться от принципа "фискального доминирования", т.е. бюджетно-налоговая политика не должна оказывать никакого влияния на денежно-кредитную политику. Свобода от фискального доминирования подразумевает, что правительственные заимствования у Центробанка должны быть крайне низкими (или, что еще лучше, равны нулю), а внутренний финансовый рынок в достаточной степени развитым, чтобы поглотить дополнительные эмиссии государственных обязательств.

Кроме того, отказ от фискального доминирования также подразумевает, что правительство обладает широкой доходной базой и не полагается систематически на поступления от сеньоража. Если же фискальное доминирование продолжает существовать, налоговая политика будет стимулировать инфляционное давление, которое подрвет эффективность денежно-кредитной политики. На практике это может выражаться в достаточно "безобидных", на первый взгляд, вещах, например, в требовании правительства снизить процентные ставки для повышения налоговых сборов.

Второе условие, определяющее работоспособность инфляционного таргетирования состоит в том, что власти должны отказаться от таргетирования других экономических показателей, таких как заработная плата, уровень занятости или валютный курс. Например, если страна придерживается фиксированного валютного курса, то в современных условиях высокой мобильности международных капиталов она не сможет одновременно использовать инфляционное таргетирование. Дело в том, что когда власти придерживаются сразу двух или более целей, рынок не знает, какой из них в случае ухудшения ситуации будет отдано предпочтение. В нашем примере, если возникнет угроза стабильности валютного курса, Центральный банк должен будет сделать выбор: или удержать фиксированный курс и, тем самым, отказаться от

³ Debelle Guy, Masson Paul, Savastano Miguel and Sharma Sunil. "Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy". *Economic Issues* №15. International Monetary Fund, Washington D.C., 1998.

инфляционной цели, или сохранить плановый уровень инфляции, пожертвовав фиксированным курсом. Сидение же "на двух стульях" никогда не увенчается успехом.

Однако неограниченная свобода действий Центрального банка может не быть оптимальной для общества. Те же самые специалисты МВФ, смоделировав взаимодействие денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, пришли к выводу, что при отсутствии доброжелательного стиля проведения политики лучшим решением властей с точки зрения благосостояния общества будет достижение Центральным банком оптимальной инфляционной цели с учетом необходимости роста производства⁴.

Удовлетворив два основные требования, в теоретическом плане страны могут приступить к использованию инфляционного таргетирования⁵. На практике же властям необходимо провести еще ряд подготовительных мероприятий, среди которых главным является построение аналитической модели⁶. Инфляционное таргетирование основывается на достаточно простой аналитической модели, включающей в себя две компоненты. Первая компонента – это **модель**, описывающая, как **экономика функционирует**, и как **на нее влияет денежно-кредитная политика**. Вторая компонента представляет собой описание конечной цели Центрального банка, которой придается приоритетное значение, т.е. описание **целевой функции**. В модели экономики Центральный банк может влиять на ВВП, который изменяется в каком-то следующем периоде после применения одного из инструментов денежно-кредитной политики, например ставки рефинансирования. В свою очередь изменения ВВП (или отклонение фактического ВВП от своего потенциального значения) оказывают влияние на инфляцию в еще одном периоде. Таким образом, корректировка ставки рефинансирования ведет к изменению совокупного спроса и производства, а с некоторым лагом - к изменению инфляции. Этот лаг носит название «контрольный горизонт» или «контрольный лаг» денежно-кредитной политики. В модели обычно контрольный горизонт задается как экзогенная переменная и не может меняться в результате действий Центрального банка. На практике контрольный лаг часто составляет один-два года. Его можно вычислить, обнаружив период времени, через который денежно-кредитная политика оказывает наибольший эффект на экономику.

Вторая составляющая аналитической модели, целевая функция Центрального банка, задействована в двух направлениях. Во-первых, Центральный банк стремится стабилизировать инфляцию около определенного заданного уровня. Во-вторых, Центральный банк может также желать стабилизировать экономический рост на отметке максимального потенциального роста. Стабилизация переменных реального сектора, таких как рост производства или занятость, не всегда входят в список целей Центрального банка. Однако на практике он пытается избежать избыточных колебаний переменных реального сектора. Инфляционное таргетирование может варьироваться от «жесткого», когда Центральный банк не волнуют проблемы реального сектора, до «гибкого», когда он проявляет о нем некоторую заботу.

Основываясь на простой аналитической модели, денежные власти придерживаются определенной манеры поведения. Процентная ставка устанавливается

⁴ Beddies С.Н. "Monetary Policy and Public Finances: Inflation Targets in a New Perspective". *IMF Working Papers* №26, 1999.

⁵ Другое описание инфляционного таргетирования включает в себя три позиции:

- а) Центральный банк предварительно объявляет количественные ориентиры инфляции.
- б) Денежные власти обладают свободной выбора средств для достижения поставленных ориентиров.
- в) Учреждение, устанавливающее инфляционную цель, несет ответственность за ее достижение.

См. "Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers". Fuhrer Jeffrey ed., Federal Reserve Bank of Boston, Boston, 1994.

⁶ О теоретическом определении стабильности цен и ее поддержании см. работу профессора Стокгольмского Университет Л. Свенссона: Svensson Lars E.O. "Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability". *Working Paper* №7276, NBER, August 1999.

-

таким образом, чтобы ожидаемое отклонение инфляции от целевого ориентира и ожидаемое отклонение ВВП от своего потенциального значения были как можно меньше. Тем самым, в соответствии с целевой функцией минимизируются потери общества. Поскольку изменения процентной ставки влияют на инфляцию с определенным лагом, Центральный банк должен рассчитывать прогноз инфляции. Он корректирует процентную ставку так, чтобы прогнозируемая инфляция как можно ближе находилась к целевому уровню. То же самое касается и ВВП. Инфляционный прогноз рассматривается как промежуточная цель денежно-кредитной политики, поэтому нередко говорят не об инфляционном таргетировании, а об инфляционно-прогночном таргетировании (inflation forecast targeting). Определение целевого ориентира инфляции или инфляционной цели (inflation target) включает в себя:

- выбор типа индекса цен;
- постановку цели с точки зрения уровня цен или ставки инфляции;
- расчет динамики предстоящей инфляции;
- определение инфляционной цели как точечного значения или как диапазона колебаний;
- оговорку возможных отклонений от целевых значений или отказ от инфляционного ориентира в случае наступления особых обстоятельств.

Как видно, денежно-кредитная политика при инфляционном таргетировании может характеризоваться эмпирическим правилом, согласно которому процентная ставка, устанавливаемая Центральным банком, рассчитывается как функция от инфляции и ВВП. Подобное правило установки процентной ставки обычно называют **функцией ответной реакции** Центрального банка. Она показывает, как денежные власти реагируют на ожидаемое изменение наблюдаемых переменных. Коротко характеризуя простую аналитическую модель инфляционного таргетирования, можно заметить, что:

- Центральный банк стремится минимизировать целевую функцию, включающую переменные инфляции и ВВП;
- Целевая функция основывается на модели экономики, учитывающей контрольный горизонт денежно-кредитной политики.
- Сама денежно-кредитная политика может описываться с точки зрения функцией ответной реакции Центрального банка, которая показывает, каким образом он должен оптимально реагировать на изменение наблюдаемых переменных.

2. Опыт промышленно развитых стран

С начала 1990-х гг. семь индустриально развитых стран решили перейти на инфляционное таргетирование. Первыми стали Новая Зеландия и Канада, затем к ним присоединились Великобритания, Финляндия, Швеция, Австралия и Испания. С 1999 г. инфляционное таргетирование использует European Central Bank. В свое время Европейский Валютный Институт свел круг вариантов денежно-кредитной политики в еврозоне всего к двум, а именно определению целевых денежных агрегатов и инфляционному таргетированию. В настоящее время в еврозоне используется комбинация денежного таргетирования, которое строится на установлении ориентира М3, и инфляционного, которое работает с гармонизированным индексом потребительских цен.

Причиной выбора Центральными банками перечисленных стран стал неудачный опыт таргетирования денежных агрегатов или поддержания фиксированного валютного курса. В Новой Зеландии и Канаде инфляционное таргетирование первоначально использовалось для сокращения темпов инфляции, которая в этих странах в 1980-х гг. по меркам западных стран была достаточно высокой. Поскольку опыт борьбы с инфляцией оказался вполне успешным, остальные пять стран переняли инструментарий

инфляционного таргетирования, несмотря на то, что темпы инфляции у них были сравнительно низкими. Следует заметить, что все эти семь стран в отличие от Германии, Японии, Швейцарии и Соединенных Штатов за последние тридцать лет не имели особо значительных достижений в борьбе с инфляцией. По мнению рыночных участников в то время их национальная денежно-кредитная политика испытывала ощутимый недостаток доверия. По этой причине, перейдя на инфляционное таргетирование, власти пытались не только снизить темпы инфляции, но и повысить авторитет экономической политики.

2.1 Техника инфляционного таргетирования

Объявление инфляционной цели

Подход к объявлению целевых ориентиров инфляции различается от страны к стране. В Австралии, Финляндии и Швеции Центральные банки первоначально заявляли целевые ориентиры инфляции без явного согласования с правительством. В Канаде и Новой Зеландии ориентиры инфляции с самого начала являлись результатом совместной договоренности между министром финансов и управляющим Центральным банком. Вскоре к этому пришли и другие страны. Там, где инфляционная цель изначально заявлялась Центральным банком самостоятельно, в последствии в большинстве случаев ориентиры инфляции стали утверждаться правительством. Хотя ни в одном учредительном документе Центральных банков инфляционное таргетирование не упоминается, целевые ориентиры инфляции считаются своеобразной интерпретацией других целей денежно-кредитной политики - валютной или ценовой стабильности.

Из всех Центральных банков только Reserve Bank of New Zealand и Bank of England обнародуют свои прогнозы предстоящей динамики инфляции. Остальные отказываются это делать. Их позицию комментируют слова президента European Central Bank В. Дуйзенберга: *"... публикация прогноза инфляции должна не затемнять, а разъяснять действия Совета Управляющих. Обществу необходимо предоставить единственный прогноз, обобщающий тщательный и исчерпывающий анализ большого числа показателей. Однако такое резюмирование приводит к неизбежному упрощению. Кроме того, в связи с тем, что публикация единственного прогноза инфляции, вероятно, будет стимулировать мнение, что денежно-кредитная политика механистически стремится реализовать прогноз, его опубликование может ввести общество в заблуждение, и, следовательно, противоречит принципу ясности"*⁷.

Определение целевых ориентиров инфляции

Определение инфляционной цели также меняется от страны к стране. Основные различия касаются трех параметров таргетирования: временного горизонта, уровня цен и гибкости инфляционного ориентира (см. табл.)⁸.

- **Горизонт таргетирования.** Под горизонтом таргетирования подразумевается период времени, за который планируется достичь и удержать поставленную цель. Классический подход предполагает достижение поставленного ориентира инфляции каждый год. К примеру, European Central Bank руководствуется правилом: *«ценовая стабильность определяется как годовой прирост гармонизированного индекса потребительских цен в еврозоне менее 2%»*. Согласно последним теоретическим разработкам оптимальный горизонт таргетирования может быть рассчитан двумя способами. Первый вариант основывается на предположении, что инфляционное

⁷ Duisenberg Willem F. "The ESCB's Stability-Oriented Monetary Policy Strategy". Speech in Dublin, November 10, 1998. <http://www.ecb.int>.

⁸ Allen William A. "Inflation Targeting: The British Experience". *Handbooks in Central Banking. Lecture Series* №1. Centre for Central Banking Studies, Bank of England, London, January 1999.

таргетирование представляет собой политику оптимизации отклонений от целевого уровня из-за экономических шоков таких переменных как инфляция или процентные ставки. В самом общем случае в зависимости от типа шока оптимальный горизонт таргетирования должен колебаться от восьми до девятнадцати кварталов. Другой вариант базируется на предположении, что инфляционное таргетирование соответствует простому эмпирическому правилу, в соответствии с которым Центральный банк заботится о будущем значении ключевых экономических переменных. Тогда оптимальный горизонт таргетирования зависит от «глубины» перспективного взгляда в будущее, который используется в аналитической модели. Иными словами важным является количество периодов, на которые делается прогноз развития ситуации. Определение горизонта таргетирования во многом зависит от величины инфляции, существовавшей на момент принятия целевого ориентира. Например, в связи с тем, что в Канаде и Новой Зеландии власти первоначально использовали инфляционное таргетирование как антиинфляционный прием, горизонт таргетирования составил 18 месяцев. Затем с дальнейшим снижением инфляции в Новой Зеландии интервал уменьшился до 12 месяцев, а в Канаде остался на прежнем уровне. Если инфляция достигала целевого значения, то ее предполагалось удерживать на протяжении пяти лет. В Великобритании денежные власти в качестве горизонта таргетирования приняли время окончания парламентского срока (середина 1997 года). Вплоть до этого момента времени инфляция должна была находиться в диапазоне 1-4%, а затем стабилизироваться на отметке не более 2,5%. В Австралии нашли еще более оригинальное решение - горизонт таргетирования соответствует длине экономического цикла.

- **Уровень цен.** Существует ряд проблем оценки инфляции. Она может быть измерена с точки зрения различных индексов цен. Все соглашаются с тем, что необходимо следить за общим ценовым уровнем. Однако на практике предпочтение отдается индексу потребительских цен (ИПЦ). Его использование несет с собой определенные преимущества: он относительно хорошо известен обществу, свободно публикуется и регулярно рассчитывается. Тем не менее, Центральные банки нередко создают другие индексы цен, в которых ИПЦ включает или исключает ряд компонент. Такие скорректированные индексы носят название «ядро инфляции» (core inflation). Скорректированный индекс используется в целевой функции, описывающей механизм влияния денежно-кредитной политики на экономику. Кроме того, скорректированный индекс служит для анализа текущей и прогнозируемой инфляции. В аналитической модели скорректированный индекс связывает воедино модель функционирования экономики, целевую функцию и функцию ответной реакции. Из скорректированного индекса намеренно устраняются факторы изменения цен, на которые Центральный банк не в состоянии повлиять. В связи с тем, что изменения в расчете индексов цен из-за появления новых товаров или увеличения спроса на товары повышенного качества в настоящее время не является редкостью, на практике стабильность цен означает не столько нулевое, сколько небольшое положительное значение прироста индекса. Эти и другие соображения привели к тому, что большинство национальных властей остановили свой выбор на инфляционном ориентире в 2% годовых.
- **Ширина диапазона.** Основное различие в определении ориентира инфляции состоит в ширине допустимого диапазона отклонений фактической инфляции от запланированного показателя. В Австралии и Финляндии власти стремятся к достижению точечного значения инфляции, в то время как в Канаде, Новой Зеландии, Швеции и Великобритании устанавливают не точечное значение, а целевую зону. В Испании фиксируют только верхнюю границу (потолок) инфляции. Вариант выбора диапазона зависит от предполагаемой степени контроля над

инфляцией. Властям необходимо найти оптимальное решение между двумя крайностями: узким диапазоном, который трудно удержать, и широким, который рыночные участники могут интерпретировать как слабость Центрального банка.

2.2 Система подотчетности

Инфляционное таргетирование используется не только в денежно-кредитной политике, но и для оценки непосредственно самой деятельности Центрального банка. Если денежные власти достигают заявленные цели точно и в установленные сроки, то можно говорить, о том, что Центральный банк эффективно справляется с поставленными задачами. Проверить это возможно только в условиях достаточной открытости и транспарентности операций Центрального банка. Власти должны открыто заявлять об изменениях в денежно-кредитной политике и объяснять причины этих изменений. Открытость и транспарентность, в свою очередь, помогают повысить эффективность проводимой политики. Большая прозрачность действий позволяет оказывать влияние на рыночных участников через механизм ожиданий и уменьшать лаг между моментом применения монетарных инструментов и реакцией цен и заработной платы.

В большинстве случаев Центральные банки, использующие инфляционное таргетирование, подотчетны законодательной ветви власти. Регулярные выступления представителей Центрального банка в парламенте и публикация годовых отчетов - вот основные средства общественного контроля за деятельностью денежных властей. Впервые по отношению к инфляционному таргетированию они были применены в Новой Зеландии. С 1989 г. управляющий Reserve Bank of New Zealand каждые шесть месяцев представляет общественности документ под названием "Заявление о денежно-кредитной политике", в котором анализируются результаты предыдущего таргетирования и рассматривается стратегия на следующие шесть месяцев. Новозеландская система подотчетности послужила прототипом для аналогичных систем других Центральные банков. Bank of England и шведский Riksbank регулярно публикуют отчеты с анализом текущей и прогнозом предстоящей инфляции. Bank of Canada и Bank of Spain также решили не изобретать велосипед и переняли опыт своих коллег. В их материалах денежно-кредитная политика рассматривается исключительно с точки зрения инфляционного таргетирования. Bank of England пошел дальше остальных - он с пяти-шести недельной задержкой публикует протокол собраний Комитета по денежно-кредитной политике.

3. Возражения против инфляционного таргетирования

Таргетирование инфляции отнюдь не представляет собой какую-либо новацию. Центральные банки всегда отслеживали различные индексы цен, даже когда в качестве промежуточных целей использовали денежные агрегаты или валютный курс. Однако в случае инфляционного таргетирования объявление целевого ориентира инфляции приобретает уже форму обязательства по его достижению в течение определенного периода времени. Отсюда вытекает ряд моментов, характерных только для таргетирования инфляции.

С теоретической точки зрения объявленный целевой ориентир инфляции является якорем денежно-кредитной политики. Инфляционная цель служит эффективным механизмом согласования цен и заработной платы. В практическом аспекте установление ориентиров инфляции позволяет заполнить вакуум в регулировании экономики, образовавшийся после отказа властей от таргетирования денежных агрегатов или валютного курса. Таким образом, можно сказать, что практическая мотивация использования инфляционного таргетирования основывается на повышенной

управляемости конечной целью (стабильностью цен), а теоретическая - на **сигнально-катализаторных свойствах** объявления инфляционной цели.

Прежде всего рассмотрим проблему управляемости. Центральный банк должен быть в состоянии эффективно управлять показателем, избранным в качестве промежуточной цели. Если он не может им управлять, то нет никакого смысла в установлении его количественных ориентиров. В то же время инструменты любого Центрального банка не позволяют напрямую добиться выполнения промежуточных целей. В связи с этим подбирается другой набор переменных, называемых операционными целями. Как при таргетировании инфляции, так и при таргетировании денежных агрегатов, Центральный банк использует одни и те же операционные цели: резервы, денежная база, межбанковская процентная ставка и т.д.⁹. Это означает, что Центральный банк потенциально оказывает одинаковое влияние как на инфляцию, так и на M2 или M3. При переходе от таргетирования денежных агрегатов к таргетированию инфляции не устраняются проблемы, связанные с ненадежностью связи между инструментами Центрального банка и промежуточными целями, поэтому с теоретической точки зрения инфляционное таргетирование не обладает никакими преимуществами в плане управляемости перед таргетированием других переменных. Аналогичная проблема касается и других промежуточных целей, таких как процентная ставка, валютный курс или совокупный внутренний кредит.

Кроме того, старая проблема усугубляется новой. Дело в том, что трансмиссионный механизм¹⁰ промежуточных целей довольно слабо влияет на цены. Ведь такие факторы, сказывающиеся на динамике потребительских цен, как, например, издержки оплаты труда, валютный курс, цены на зарубежное сырье, находятся вне досягаемости денежно-кредитной политики. С этой точки зрения гораздо легче устанавливать значение денежных агрегатов, которые могут контролироваться Центральным банком напрямую.

Обратимся теперь к сигнально-катализаторным свойствам таргетирования инфляции. Считается, что инфляционное таргетирование эффективнее, чем денежное таргетирование влияет на ожидания и ценообразование. Соответственно, это должно приводить к более быстрой ответной реакции рынка, отсюда и катализаторные свойства инфляционного таргетирования. Однако специалисты Banca d'Italia, изучив инфляционное таргетирование, пришли к выводу, что оно не обладает сигнально-катализаторными свойствами¹¹. По их мнению, сигнальный процесс не будет работать нормально, поскольку инфляционное таргетирование не в состоянии преодолеть влияние изменения цен под воздействием уже упомянутых факторов. В Banca d'Italia, полагают, инфляционное таргетирование характеризуется меньшими сигнально-катализаторными свойствами, чем таргетирование денежных агрегатов. По сути дела мы вернулись к проблеме управляемости. Замкнутый круг может быть разорван, если Центральный банк обладает высоким уровнем авторитета у рыночных игроков. Чем выше доверие к денежным властям, тем эффективнее сигнально-катализаторные свойства вне зависимости от того, насколько управляема конечная цель. Соответственно, в краткосрочном периоде, более управляемая и понятная для рынка цель денежно-кредитной политики подходит для Центрального банка с низким авторитетом, а менее управляемая и объяснимая - для Центрального банка с высоким уровнем доверия.

⁹ В некоторых случаях довольно трудно отнести ту или иную переменную к одному типу целей. Например, если денежные власти стремятся поддерживать стабильность процентной ставки, то она может быть как конечной, так и промежуточной целью.

¹⁰ Передаточный или трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики (transmission mechanism of monetary policy) - каналы воздействия предложения денег на экономическую активность.

¹¹ Padoa-Schioppa T. "Styles of Monetary Management". *IMES Discussion Paper* 96-E-20, 1996.

Однако на практике наблюдается обратная картина: к инфляционному таргетированию прибегли Центральные банки, которые испытывали ощутимый недостаток доверия и не сумели справиться с более легким таргетированием денежных агрегатов и валютного курса.

Наконец, обратимся к главному аргументу против инфляционного таргетирования. Считается, что его основное преимущество состоит в том, что главенствующая цель долгосрочной стабильности цен может быть достигнута в комбинации с другими краткосрочными целями, такими как уровень производства или занятость. Однако в экономической литературе по этому поводу не существует единой точки зрения. Например, в одной из наиболее популярных работ по инфляционному таргетированию Принстонского Университета авторы пишут: *"...повышение значения контроля над инфляцией произошло не потому, что безработица и связанные с ней проблемы стали менее неотложными задачами, но потому, что экономисты и политики сегодня гораздо меньше, чем тридцать лет назад уверены в том, что денежно-кредитная политика может эффективно использоваться для сглаживания краткосрочных колебаний в экономике"*¹². Однако далее в той же главе авторы определяют инфляционное таргетирование как денежно-кредитную политику с множеством относительно равноправных краткосрочных целей: *"Если рассматривать инфляционное таргетирование в классическом значении как эмпирическое правило, то оно становится беззащитным от критических нападков. Во-первых, идея того, что денежно-кредитная политика не имеет никаких других целей помимо контроля над инфляцией, найдет скудную поддержку у общества, руководства Центральных банков или у специалистов по денежной сфере. Во-вторых, когда правительства и Центральные банки кроме инфляции заботятся также о производстве, занятости, валютных курсах и других переменных, интерпретация инфляционного таргетирования как правила проведения политики может привести к очень незначительным экономическим достижениям"*¹³. Как видно по приведенным цитатам, инфляционное таргетирование может рассматриваться и как эмпирическое правило с акцентом на контроле над инфляцией, и как денежно-кредитная политика с множеством целей. Если оно действительно направлено на достижение нескольких целей, то нарушается Правило Тимбергена¹⁴, что должно сказываться увеличением неопределенности будущего уровня цен. Для прояснения этого вопроса в 1999 г. в Федеральном Резервном Банке Сент-Луиса (США) было проведено специальное исследование¹⁵. Денежно-кредитная политика стран G-10 и Швейцарии моделировалась как эмпирическое правило инфляционного таргетирования. Согласно полученным выводам, если Центральный банк проявляет также заботу о реальном секторе экономике (т.е. придерживается множества целей), то режим инфляционного таргетирования ведет к повышенной неопределенности последующей динамики инфляции и будущего уровня цен. В рассмотренных странах повышенная неопределенность цен за последние сорок лет, по мнению исследователей, является естественным следствием использования инфляционного таргетирования.

Однако следует заметить, что среди американских специалистов больше всего яростных критиков инфляционного таргетирования. Более лояльно к нему относятся в странах Европы. Марианна Нессен из Исследовательского Департамента шведского

¹² Bernanke Ben, Laubach Thomas, Mishkin Frederic and Posen Adam "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience". Princeton University Press, Princeton, 1999. P.10.

¹³ Там же.

¹⁴ Правило Тимбергена (Timbergen's Rule) - для достижения определенного количества экономических целей необходимо использовать такое же или большее количество инструментов макроэкономической политики.

¹⁵ Dittmar R., Gavin W. and Kydland F. "Price-Level Uncertainty and Inflation Targeting". Review №4, Federal Reserve Bank of St. Luis, 1999.

Riksbank провела детальный расчет последствий применения того или иного варианта инфляционного таргетирования¹⁶. Ее расчеты позволяют уточнить выводы, сделанные в Федеральном Резервном Банке Сент-Луиса:

- в случае применения «жесткого» инфляционного таргетирования, ориентированного на краткосрочный период, когда власти не заботятся о стабилизации ВВП, денежно-кредитная политика становится более волатильной;
- когда денежные власти придают некоторый небольшой вес стабилизации ВВП (т.н. «гибкое» инфляционное таргетирование), то в среднесрочной перспективе денежно-кредитная политика также является волатильной; но в долгосрочном периоде она уже становится «осторожной»;
- наконец, если инфляционное таргетирование в долгосрочном периоде ориентируется на экономический рост, денежно-кредитная политика приобретает мягкий характер и сглаживает колебания ВВП, однако издержки корректировки отклонений от целевых ориентиров весьма велики.

4. Возможности применения инфляционного таргетирования в развивающихся странах

4.1 Исходные требования и развивающиеся страны

Могут ли развивающиеся страны перенять опыт инфляционного таргетирования? Эти страны представляют собой крайне неоднородную группу, особенно когда речь заходит об их денежно-кредитной политике и финансовых рынках. С одной стороны, в последнее время они характеризуются одинаковыми изменениями: реформой финансового сектора, расширением доступа к международным рынкам капитала, ростом доверия к косвенным инструментам денежно-кредитной политике и т.д. Но с другой стороны, развивающиеся страны порой резко различаются по таким показателям как уровень процентных ставок, степень развития внутреннего финансового рынка, доходом на душу населения и т.п. В результате становится трудным не только оценить возможности использования инфляционного таргетирования, но даже провести приемлемую классификацию развивающихся стран. Как следствие, анализ пока может базироваться не на конкретных эмпирических исследованиях, а на общих дискуссионных рассуждениях.

Как уже было сказано, необходимыми предпосылками инфляционного таргетирования выступают свобода от фискального доминирования и отсутствие жестких обязательств властей по отношению к другим целям экономической политики, таким как валютный курс. Большинство развивающихся стран абсолютно не удовлетворяет этим требованиям. В странах с хронически высокой инфляцией (более 30-40%) денежно-кредитная политика вынуждена взваливать на себя бремя слишком многих проблем. Приоритетной целью для этих стран является долгосрочное снижение инфляции посредством реализации комплексной программы, которая включает в себя уменьшение бюджетного дефицита, отказ от финансирования государственных расходов за счет кредитов Центрального банка, таргетирование одного или более экономических индикаторов, которые могли бы стабилизировать инфляционные ожидания. В результате инфляционное таргетирование если и может быть применимо, то только после решения фискальных проблем и снижения инфляции до управляемого уровня.

К основным препятствиям на пути таргетирования инфляции в развивающихся странах можно отнести широкое использование сеньоража, слабый внутренний финансовый рынок и нестабильную банковскую систему.

➤ **Опора на сеньораж.** Акцент на поступления от сеньоража является простым и очевидным свидетельством фискального доминирования. Когда правительство не в

¹⁶ Nessen. M. "Targeting Inflation over the short, medium and long term". *Working Paper* №98. Riksbank, 1999.

состоянии увеличить свои доходы традиционным способом, оно обращается к сеньоражу. В развивающихся странах использование сеньоража в качестве одного из существенных источников бюджетных поступлений чаще всего случается по причине структурных деформаций в налоговой системе. К таким деформациям можно отнести нестабильные источники поступления налогов, слабые процедуры налогообложения, диспропорции в распределении налогового бремени и т.д. Зачастую ничто не ограничивает правительство в использовании сеньоража, особенно велик соблазн к нему прибегнуть в периоды кризисов.

- **Финансовые рынки.** Слабые внутренние финансовые рынки также могут быть общим, хотя и более тонким, указанием на фискальное доминирование. Нередко финансовый рынок становится "побочным" продуктом построения государственных схем по перекачке денежных ресурсов из финансовой системы в казну. Наиболее типичным примером такой схемы стала пирамида ГКО, в которой основная часть финансовых ресурсов аккумулировалась не в производственной сфере, а в рынке государственных обязательств. Подобная перекачка ресурсов может также проводиться посредством финансовых репрессий и многочисленных ограничений на доходы банковского сектора. Например, установление потолков процентных ставок и секторная кредитная политика стимулируют инвестиции в реальный сектор экономики и приводят к росту налоговых поступлений, но вместе с тем постепенно разрушают финансовую систему. Самым простым способом ослабления финансовой системы, где проявляется фискальное доминирование, является навязывание банкам обязательств по размещению государственных ценных бумаг.
- **Банковская система.** Хрупкая банковская система - очевидное последствие длительного периода финансовой репрессии. Однако необходимо заметить, что после проведения реформы финансового сектора банковская система может оказывать независимое влияние на денежно-кредитную политику, что чревато конфликтом между двумя целями экономической политики: ценовой стабильностью и восстановлением доходности банковской сектора. Избежать этого можно лишь одним путем - ранжированием целей экономической политики на ранних стадиях финансовой либерализации.

4.2 Общие характеристики развивающихся рынков

Два последних фактора можно оценить лишь с качественной стороны, и только поступления от сеньоража поддаются количественному измерению. Доходы от сеньоража в промышленно развитых странах в среднем не превышают 1% ВВП. Семь стран, использующие технологию инфляционного таргетирования, вполне укладываются в эту норму. Единственными государствами, где средняя величина поступлений от сеньоража уступает показателям стран-приверженцев таргетирования инфляции, являются Германия и Соединенные Штаты. В развивающихся странах сеньоражные доходы значительно выше. В зависимости от региона годовой доход от сеньоража колеблется от 1,4% до 3,0% ВВП. В то же время среди развивающихся стран можно выделить особую группу государств, где поступления от сеньоража незначительно отличаются от сеньоражных доходов семи рассмотренных стран непосредственно до начала использования инфляционного таргетирования. К этой группе относятся страны с доходом на душу населения выше среднего: Израиль, Корея, Мексика и Южная Африка. Именно они могут претендовать на использование инфляционного таргетирования.

Однако не стоит забывать, что сеньораж является не единственным показателем фискального доминирования. Статистические исследования, проведенные специалистами МВФ¹⁷, не выявили какой-либо закономерности в соотношениях между

¹⁷ Debelle Guy, Masson Paul, Savastano Miguel and Sharma Sunil. Op. cit.

налоговым дефицитом, инфляцией и сеньоражем. В зависимости от типа региона или категории страны эти соотношения весьма ощутимо колеблются. По всей видимости, можно говорить о том, что не существует заранее определенной связи между фискальным дефицитом и инфляцией или, другими словами, размер налогового дефицита - еще не главное свидетельство фискального доминирования. Во внимание необходимо также принимать и другие факторы, затрагивающие систему государственных финансов.

Однозначно можно лишь утверждать, что фискальное доминирование и слабая инфраструктура внутреннего финансового рынка значительно ограничивают возможности денежно-кредитной политики, и, как следствие, - инфляционного таргетирования. Для того чтобы повысить эффективность денежно-кредитной политики власти должны проделать громадную работу:

- провести реформу государственных финансов, которая включала бы в себя расширение налоговой базы, отказ от сеньоража и других поступлений, получаемых от финансовых репрессий и служащих источниками бюджетных доходов;
- снижение инфляции до управляемого уровня;
- осуществление реформы банковского сектора и финансовой системы в целом.

Если стране удастся справиться с фискальным доминированием, высокой инфляцией и отказаться от финансовых репрессий, она может покинуть "низшую" категорию развивающихся стран. Теперь она будет находиться ближе к развитым странам, для которых все эти проблемы не характерны. Но несмотря на переход в "высшую" категорию развивающихся стран перед властями возникают другие проблемы. Основной среди них является сложность назначения приоритетов денежно-кредитной политики.

4.3 Конфликт с другими целями денежно-кредитной политики

В тех развивающихся странах, где внутренний финансовый рынок нормально функционирует, инфляция снижена до приемлемого уровня и отсутствуют явные признаки фискального доминирования, свобода в проведении денежно-кредитной политики критическим образом зависит от валютного режима и мобильности капиталов. Хотя в настоящее время фиксированный валютный курс (в своем классическом виде) встречается крайне редко, чистое плавание валютного курса также фактически ни кем не используется. Чаще всего страны вводят управляемое или грязное плавание - и развивающиеся страны здесь не исключение. В русле общемировой тенденции в 1990-х гг. значительное число развивающихся стран перешло на режим "гибкого" валютного курса. Но несмотря на номинально большую гибкость обменного курса, денежные власти этих стран несколько не снизили значимость валютного режима и не отказались от использования валютного курса в качестве одного из основных параметров денежно-кредитной политики. Родился своеобразный дуализм: отход от концепции фиксированного курса сопровождается сохранением ключевой роли валютного режима, что привело к утяжелению национальной денежно-кредитной политики.

Необходимым условием инфляционного таргетирования выступает отход от таргетирования других экономических показателей. Целевые ориентиры инфляции должны превалировать над всеми остальными целями денежно-кредитной политики. По этой причине попытки поддержания валютной стабильности (которые могут быть скрыты от сторонних глаз: де-юре валютный курс является гибким, в то время как де-факто денежные власти поддерживают валютный коридор) в корне противоречат принципам инфляционного таргетирования. До тех пока инфляционная цель будет сосуществовать с другими целями денежно-кредитной политики, эффективность инфляционного таргетирования представляется крайне низкой. Приемлемым выходом из этой ситуации может быть введение плавающего валютного курса одновременно с ужесточением контроля над потоками капиталов.

4.4 Инфляционное таргетирование и Россия

Как уже было сказано, не все развивающиеся страны могут использовать инфляционное таргетирование. Вполне закономерно возникает вопрос: а применимо ли инфляционное таргетирование в России? В «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политике на 2000 год» Центробанк РФ зафиксировал конечной целью снижение инфляции до 18% и поддержание темпов роста ВВП на уровне 1,5% в год. За последние несколько лет в отечественной денежно-кредитной политике не произошло каких-либо радикальных изменений. Как можно заметить, во всех «Основных направлениях...» за 1990-е гг. упоминается контроль над инфляцией¹⁸. Однако это не должно вводить в заблуждение: ЦБ РФ не является приверженцем инфляционного таргетирования. В основе монетарного инструментария Банка России лежит таргетирование не инфляции, а денежных агрегатов. Промежуточной целью денежно-кредитной политики Банка России в 1999 и 2000 г. являлось поддержание темпов роста денежной массы, адекватных достижению поставленной конечной цели¹⁹. Прирост денежной массы в 2000 г., соответствующий поставленным Правительством РФ макроэкономическим целям при сохранении основных принципов макроэкономической политики, проводимой в 1999 г., должен составить 21-25%, что означает продолжение увеличения денежной массы в реальном выражении.

Когда на заре рыночных преобразований инструментарий ЦБ РФ еще только создавался, активное участие в его разработке приняли специалисты Bundesbank. А поскольку Bundesbank на сегодня является единственным Центральным банком, объявляющим количественные показатели денежной массы в качестве основного ориентира денежной политики, участие его специалистов оказало не последнее влияние на формирование концепции Банка России. Операционной целью выступает денежная база, а операционная процедура денежно-кредитной политики ЦБ РФ базируется на контроле за объемами чистых международных резервов и чистых внутренних активов²⁰. В дополнение к промежуточной цели ЦБ РФ для своевременного получения сигналов о необходимости корректировки своей политики использует широкую систему индикаторов состояния денежно-кредитной сферы (номинальные и реальные процентные ставки, динамика номинального и реального валютного курса, мировые цены на товары российского экспорта и импорта, кривые доходности финансовых инструментов, бремя обслуживания внешнего долга и т.д.)

Однако может ли Банк России полностью полагаться на таргетирование денежных агрегатов? Для этого вида таргетирования ключевым условием выступает стабильность денежной сферы, наличие которой в России можно поставить под сомнение. Классический монетаристский подход, используемый при таргетировании денежных агрегатов, основывается на следующих допущениях.

- Функция спроса на деньги является стабильной.
- Экономика функционирует как идеальная модель: цены и заработная плата обладают гибкостью, совокупный спрос и совокупное предложение сбалансированы.
- Денежное предложение полностью контролируется властями.

¹⁸ В 1998 г. Центробанк РФ ставил конечной целью снижение инфляции до 5-8% в целом за год. В 1999 г. основными целями макроэкономической политики были признаны максимальное ограничение спада ВВП (в пределах 3%) и сдерживание инфляции (не более 30%). Стратегия денежно-кредитной политики ЦБ РФ в конце 1990-х гг. заключалась в постепенном выходе на траекторию экономического роста при умеренно низкой инфляции.

¹⁹ "В 1999 год без Чубайса, но с его политикой. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 1999 год". *Коммерсантъ* №229 от 8.12.98.

²⁰ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2000 год». *Деньги и кредит* №12, 1999. с. 36.

-

- Налогово-бюджетная политика не оказывает влияния на номинальный ВВП, если она не сопровождается изменениями в денежном предложении.
- Реальная процентная ставка находится на постоянном уровне, движение номинальной процентной ставки отражает исключительно изменения инфляционных ожиданий.

Очевидно, что ни один из приведенных критериев "работоспособности" таргетирования денежных агрегатов в России не выполняется. Остановимся на нескольких ключевых моментах.

Во-первых, в России отсутствуют признаки постоянства совокупного макроэкономического спроса на деньги, поэтому даже с позиций монетаризма становится неоправданным основывать политику на достижении количественных показателей денежной массы. Российская экономика характеризуется частыми экономическими шоками (1994 г. - валютный кризис, 1995 г. - кризис на рынке МБК, 1996 г. - выборы, 1997 г. - влияние международного кризиса, 1998 г. - девальвация рубля), которые сводят на нет любое монетарное планирование.

Во-вторых, при переходе от высокой к низкой инфляции крайне трудно предсказать скорость денежного обращения. Для реализации денежного таргетирования необходимо как минимум на год вперед оценить скорость обращения денег при том, что функция спроса на деньги остается неизвестной. Обычно эту проблему решают исходя из постоянной или даже увеличивающейся скорости оборота денег. Однако из стандартной функции спроса на деньги следует, что такие предпосылки являются нелогичными. В расчет должно быть включено существенное сокращение темпов инфляции. С падением инфляции скорость денежного оборота может сократиться с двухзначных до однозначных цифр. Кроме того, согласно количественной теории денег монетарное таргетирование может использоваться в средне- и долгосрочной перспективе. Таргетирование денежных агрегатов в краткосрочном периоде увеличивает вероятность ошибок денежно-кредитной политики.

В третьих, продолжительная инфляция приводит к глубокой долларизации экономики. Когда рыночные участники предпочитают национальной валюте иностранные платежные средства, реальное денежное предложение должно исчисляться с учетом вкладов и наличных средств в иностранной валюте. ЦБ РФ намерен использовать показатель широких денег (M2X) для оценки долларизации. Однако в связи с тем, что «валютная» составляющая денежного предложения властями не контролируется, снижение «внутренней» компоненты предложения денег может оказать лишь незначительный эффект в рамках попыток стабилизации. Кроме того, в странах с высокой инфляцией различие между деньгами и квазиденьгами значительно размыто. Как следствие, становится невозможным определить реальную степень «жесткости» денежно-кредитной политики.

Если таргетирование денежных агрегатов представляется малоэффективным, тогда может быть его способно заменить инфляционное таргетирование? Но, к сожалению, приходится констатировать, что до инфляционного таргетирования Банку России еще далеко. В соответствии с изложенными принципами таргетирования инфляции отечественная финансовая система не удовлетворяет главному требованию - свободе от фискального доминирования.

Фискальное доминирование оказывает решающее влияние как на внешнюю, так и на внутреннюю на экономическую политику. Для всех стал уже бесспорным тот факт, что сегодня перед государственными финансами стоят две ключевые проблемы: собираемость налогов и выплаты по внешнему долгу. По оценкам западных специалистов Россия может собирать налогов в федеральный бюджет на уровне 16-17% ВВП. С учетом того, что 50% всех налогов идет в местные бюджеты, это означает, что теоретически налоги должны составлять 32-34% ВВП. Подобная собираемость налогов

-

соответствует показателям таких стран как Испания, Португалия и даже Италия. Однако по оценкам Минфина РФ мы сможем достигнуть уровня 13% ВВП для федерального бюджета только лет через пять. В настоящее время бюджетные доходы напрямую зависят от мировых цен на энергоносители. Помимо налогов у государства есть второй источник бюджетных поступлений - заимствования на финансовых рынках. Но после девальвации, краха рынка ГКО и реструктуризации внешней задолженности крупные заимствования будут невозможны еще несколько лет.

Кроме того, у нас на лицо конфликт целей экономической политики. Что должно государство поддерживать в первую очередь: доходы населения, низкую инфляцию, стабильный курс рубля, рост ВВП или восстановление разрушенной банковской системы? Больше половины из этих целей противоречит друг другу. Например, доходы населения и низкая инфляция, восстановление банковского сектора и стабильность цен.

Назначение целевого ориентира инфляции является итогом расчета нескольких вариантов развития событий. В зависимости от того, какими будут заданы входные параметры (например, уровень цен, горизонт таргетирования и т.д.) экономическая система на выходе может показывать разные результаты. Как следствие, одно из ключевых мест в инфляционном таргетировании занимает непосредственно сама технология расчета ориентиров инфляции. А с ней у развивающихся стран, к которым относится и Россия, обстоит не все благополучно. Трудности процедуры таргетирования можно охарактеризовать несколькими пунктами:

- Назначение среднесрочного ориентира инфляции является результатом консенсуса в дискуссии об оптимальном уровне инфляции. В экономике переходного типа и в развивающихся странах такой консенсус просто не возможен. По ряду причин (первая из которых - отсутствие сложившейся структуры экономики) преимущества низкой и оптимальной инфляции в экономиках подобного рода не поддается количественной оценке, а, следовательно, невозможно рассчитать оптимальный уровень инфляции. Кроме того, снижение инфляции еще не означает бурного роста инвестиций. Как свидетельствует российский опыт 1996-97 гг., когда процентные ставки и инфляция заметно снижались, никакого инвестиционного подъема не произошло по причине отсутствия необходимых институциональных преобразований.
- То же самое можно сказать о скорости, с которой должна быть достигнута инфляционная цель. Поскольку консенсус относительно оптимальной скорости равнозначен ответу на вопрос, что является первичной целью денежно-кредитной политики в экономике трансформационного типа, нет никаких оснований полагать, что оптимальная скорость может быть найдена.
- Выбор индекса потребительских цен для инфляционного таргетирования также может быть весьма проблематичным. В настоящее время ИПЦ стал уже стандартным средством измерения инфляции. Однако для России он может и не подходить. Дело в том, что экономика переходного типа нередко подвергается многочисленным и разнообразным макроэкономическим шокам со стороны предложения. В результате для эффективной оценки инфляции власти должны периодически модифицировать индекс цен или использовать несколько разносторонних показателей инфляции.
- В России, как и во многих развивающихся странах, традиционной практикой являются административное регулирование и государственный контроль за ценами. Типичный пример тому - региональные энергетические комиссии. В долгосрочной перспективе управление ценами в условиях высокой инфляции не оказывает существенного эффекта, но зато позволяет в краткосрочном периоде контролировать инфляционные ожидания. Соответственно, если правительство прибегает к административному регулированию цен, Центральный банк должен корректировать процедуру прогноза инфляции с учетом предположений о периоде и амплитуде

изменения цен под влиянием государства. Что, в свою очередь, подразумевает большую координацию действий между денежными и фискальными властями по сравнению со странами, где цены устанавливаются рынком.

Таким образом, в России пока отсутствуют необходимые предпосылки инфляционного таргетирования. В долгосрочной перспективе Центробанк РФ, в принципе, может перейти на таргетирование инфляции. Но для этого необходимо будет проделать громадную работу: снизить инфляцию до управляемого уровня (менее 10%), решить проблему внешнего долга и налогообложения, ввести свободно плавающий валютный курс, восстановить банковскую систему и т.д.

Таблица.

**Сравнительные характеристики инфляционного таргетирования
в разных странах**

Источник: Debelles Guy. "Inflation Targeting in Practice".
IMF Working Paper №35, Washington, 1997.

Страна	Новая Зеландия	Канада	Великобритания	Швеция	Финляндия	Австралия	Испания
Время первого применения инфляционного таргетирования	Март 1990 г.	Февраль 1991 г.	Октябрь 1992 г.	Январь 1993 г.	Февраль 1993 г.	Апрель 1993 г.	Лето 1994 г.
Текущий целевой ориентир инфляции по состоянию на 1997 г.	0-3%	1-3%	1-4%	2%	2%	2-3%	Менее 3%
Горизонт таргетирования	5 лет (до 1998 г.)	Конец 1998 г.	Середина 1997 г.	1996 г. и далее	1996 г. и далее	Средняя продолжительность экономического цикла	Конец 1997 г.
Инструмент оценки инфляции	ИПЦ	ИПЦ	Индекс розничных цен, исключая процентные платежи по ипотеке (RPIX)	ИПЦ	ИПЦ	ИПЦ	ИПЦ
Факторы, учитываемые помимо ИПЦ	Составные части процентных издержек, косвенные налоги, государственные расходы и значимые изменения во внешней торговле	Нет	Процентные платежи по ипотеке	Нет	Процентные платежи по ипотеке, косвенные налоги, государственные субсидии, цены на недвижимость	Процентные платежи по ипотеке, косвенные налоги и ряд других	Нет
Объявление инфляционной цели	Таргетирование определяется соглашением о целях денежной политики Между министром финансов и Управляющим Центральным банком	Совместное заявление министра финансов и управляющего Центральным банком	Канцлер Казначейства	Bank of Sweden (Riksbank)	Bank of Finland	Reserve Bank of Australia	Bank of Spain
Публикация отчетов	Поквартально с марта 1990 г.	Полугодишно с мая 1995 г.	Поквартально с февраля 1993 г.	Поквартально с октября 1993 г.	Нет	Нет	Полугодишно
Публикация прогноза инфляции	Да	Нет	Да	Нет	Нет	Нет	Нет