

KAPITOLA 1

VYHODNOCENÍ PLNĚNÍ INFLAČNÍCH CÍLŮ ČNB V LETECH 1998–2007

KATEŘINA ŠMÍDKOVÁ

VZNIK SBORNÍKU O PLNĚNÍ INFLAČNÍCH CÍLŮ

Sborník *Vyhodnocení plnění inflačních cílů ČNB v letech 1998–2007* obsahuje analýzy expertů centrální banky, které vznikly na přelomu let 2007 a 2008 a které se ohlížejí za deseti lety cílování inflace v České národní bance (ČNB). Analýzy byly zaměřeny především na identifikaci faktorů, které v uplynulé dekádě nejvíce odchýlily inflaci od inflačních cílů ČNB, poskytly ale také řadu dalších diskuzních podnětů v podobě mezinárodního srovnání plnění inflačních cílů či institucionálního srovnání prognóz inflace.

Sborník obsahuje devět příspěvků analyzujících ústřední téma s pomocí různých metodologií a pokrývajících tři fáze cílování inflace. V počáteční fázi (1998–2001), která byla zaměřena na dezinflaci, ČNB pracovala s čistě expertním prognostickým systémem (tj. souborem expertních odhadů a úvah doplněným o výpočty dílčích modelů). Ve fázi pokročilého cílování (2002–2004), ve které pokračovala dezinflace, přešla ČNB na nový prognostický systém, jehož centrálním prvkem se stal nový prognostický model (QPM). Ve fázi standardního cílování (2005–2007), pro kterou byl již vyhlášen standardní horizontální cíl, se měnověpolitické dokumenty opíraly o plně rozvinutý prognostický systém s rozšířenou verzí centrálního modelu (QPM+).

Všechny fáze cílování inflace jsou pokryty pouze některými příspěvky, řada příspěvků se zaměřila na pozdější fáze, protože metodologie v nich použité potřebují širší datovou základnu – a ta nebyla pro počáteční fázi k dispozici.

Úvodní kapitola vznikla jako průvodce sborníkem s cílem napomoci čtenáři utvořit si na metodologii nezávislý pohled na faktory, které v jednotlivých fázích cílování odchylovaly inflaci od inflačních cílů ČNB.

POTENCIÁLNÍ FAKTORY OVLIVŇUJÍCÍ ODCHYLKY INFLACE OD CÍLE

S odchylkami inflace od cíle se vyrovnávají všechny centrální banky cílující inflaci. V uplynulé dekádě se inflace u vybraného vzorku centrálních bank odchytila od cílovaného pásma ve 47 % případů¹. Česká zkušenost s cílováním inflace byla v počáteční a pokročilé fázi cílování odlišná, a proto byla frekvence plnění cílů ve sledované dekádě nižší – 34 % (Tabulka 1). Další českou odlišností byla v první dekádě cílování inflace asymetrie odchylek. Zatímco u vybraného vzorku centrálních bank byla inflace v polovině případů nad cílem a v polovině pod ním, v českém případě bylo možno pozorovat v podstatě pouze odchylky směrem dolů. Tato asymetrie a také vyšší frekvence odchylek od cíle v počáteční a pokročilé fázi cílování inflace byla motivací pro zkoumání faktorů odchylojících inflaci od cíle. Porovnání české zkušenosti ze standardní fáze cílování inflace se zkušeností vzorku centrálních bank ukazuje, že se české cílování inflace mezinárodním standardům vyrovnalo. Ve standardní fázi se inflace se odchytila od cíle v 50 % případů a navíc letošní rok naznačuje, že také rozložení odchylek kolem cíle může postupně konvergovat k symetrickému rozložení.

¹ Vybraný vzorek zemí je popsán v Kapitole 2. K obdobným závěrům docházejí i jiné studie pracující s jinými vzorky zemí, viz Bulíř, Šmídková, Kotlán and Navrátil (2007).

Tabulka 1: Rozsah podstřelování inflačních cílů

Inflace:	ČR				Vzorek zemí			
	1998–2007	1998–2001	2002–2004	2005–2007	1998–2007	1998–2001	2002–2004	2005–2007
v pásmu	34 %	23 %	33 %	50 %	53 %	56 %	57 %	52 %
pod pásmem	66 %	77 %	67 %	50 %	24 %	25 %	24 %	22 %
nad pásmem	0 %	0 %	0 %	0 %	23 %	19 %	19 %	26 %

Poznámka: V této tabulce je cíl chápán jako celé pásmo. V prvních dvou fázích cílování inflace v ČR toto pojetí odpovídá vyhlášenému cíli, ve fázi standardního cílování je cíl pouze bodový, v tabulce je proto použito vyhlášené toleranční pásmo. Tabulka pracuje se čtvrtletními daty, pro měsíční data by procentuální rozložení vypadalo trochu jinak a vyskytlo by se i několik případů nadstřelení českého inflačního cíle.

Bankovní rada ČNB se na počátku analytických prací dotázala expertů na vliv potenciálních faktorů, které mohly stát za asymetrickými odchylkami inflace od cíle. Jednalo se především o tři faktory: (i) podstřelování cíle mohla způsobit série protiinflačních šoků, (ii) podstřelování mohlo způsobit prognostický systém a (iii) podstřelování mohlo způsobit samotný rozhodovací systém. Vzhledem k tomu, že se v posledních letech cílování inflace často spojuje s „řízení“ inflačních očekávání², byla spolu s těmito třemi faktory také zkoumána role očekávání³. Od počátku analytických prací bylo zřejmé, že interpretace výsledků bude poměrně obtížná. Žádná metodologie nemůže totiž vyhodnotit všechny faktory najednou, a přitom faktory mohou působit na inflační odchylky paralelně a navíc se jejich relativní důležitost může v čase měnit. Autoři jednotlivých příspěvků se tedy většinou zaměřovali na vybrané faktory a vybrané fáze cílování inflace – vždy s ohledem na zvolenou metodologii. K závěrům, které by nebyly závislé na zvolené metodologii, je možno dospět porovnáním závěrů jednotlivých příspěvků o roli jednotlivých faktorů.

ZAMĚŘENÍ JEDNOTLIVÝCH PŘÍSPĚVKŮ SBORNÍKU

První tři příspěvky *Základní charakteristiky inflačního cílování v České republice* (Kap. 2), *Jednoduchý, modelově nezávislý rozklad příčin neplnění vyhlášeného inflačního cíle* (Kap. 3) a *Příčiny odchylek inflace od cílů ČNB – empirická analýza* (Kap. 4) poskytují úvod do problematiky vyhodnocování plnění inflačních cílů ČNB v letech 1998–2007. Protože pracují s relativně jednoduchými metodologiemi, které nejsou datově tak náročné jako modely použité v dalších příspěvcích, mohou pokrýt celé zkoumané období. Závěry těchto příspěvků jsou také – vzhledem k jednoduchosti zvolených metodologií – relativně nezávislé na modelových předpokladech. Tyto dvě přednosti příspěvků (relativní modelová nezávislost a pokrytí celé dekády cílování) jsou vykoupeny omezenou možností rozlišit detailně všechny potenciální faktory. Příspěvky proto rozlišují mezi dvěma hlavními skupinami faktorů – šoky a ostatními faktory. Ze závěrů těchto úvodních příspěvků je zřejmé, že cílování inflace uspělo v procesu dezinflace a zajistilo české ekonomice nízkou inflaci. V uplynulé dekádě lze identifikovat několik epizod výraznějších

² Kredibilní měnová politika může jako doplňující nástroj k měnověpolitickým sazbám používat komunikaci a řídit inflační očekávání přímo, viz Eusepi and Preston (2007).

³ Tyto faktory byly v průběhu analytických prací označovány také jako pracovní hypotézy a některé jsou v příspěvcích přímo testovány. Pracovních hypotéz byly pojmenovány takto: (i) hypotéza překvapované centrální banky, (ii) hypotéza vychýlené mušky, (iii) hypotéza asymetricky chápaného cíle a (iv) hypotéza příliš kredibilního cíle.

odchylek inflace od cíle, které jsou většinou spojeny s protiinflačními šoky – a to globálními i specifickými pro českou ekonomiku. Některé z těchto analýz identifikují také období, kdy došlo k podstřelení cíle, i když protiinflační šoky nebyly výrazné, a naznačují, že v těchto epizodách mohl svou roli hrát také prognostický systém nebo rozhodovací proces. Mezinárodní srovnání ukazuje, že česká zkušenost s plněním inflačních cílů není nijak výjimečná, a naznačuje, že také ostatní transformující se ekonomiky byly zasahovány výraznými šoky.

Následující čtyři příspěvky *Vychýlenost predikcí a podstřelování inflačního cíle* (Kap. 5), *Chyby v predikcích inflace v České republice: Evidence z panelu institucí* (Kap. 6), *Vyhodnocení kvality a úspěšnosti prognóz – historický přehled* (Kap. 7) a *Historie inflačního cílování v České republice optikou dynamického modelu všeobecné rovnováhy* (Kap. 8) pracují se složitějšími metodologiemi, které umožňují detailnější diskuzi jednotlivých faktorů inflačních odchylek. Větší strukturovanost úvah o faktorech inflačních odchylek se projevuje větší datovou náročností, která omezuje některé analýzy pouze na pozdější fáze cílování inflace, a také jistou závislostí závěrů na zvoleném modelu a jeho předpokladech. Obdobně jako první tři příspěvky přisuzují i příspěvky se strukturovanějším pohledem na jednotlivé faktory odchylek inflace od cíle významnou roli šokům – a to bez ohledu na zvolenou metodologii. Svou roli – především v prvních dvou fázích cílování inflace – zřejmě sehrál i prognostický systém ČNB. Protože obdobné odchylky jako prognostický systém ČNB vykazovaly i systémy jiných domácích analytických institucí, zdá se, že role šoků byla dominantní. Modelové analýzy podporují tuto interpretaci s tím, že v některých případech není možné rozlišit, zda šlo o vliv prognostického systému nebo rozhodovacího procesu. Tam, kde je toto rozlišení možné, byla větší role přisuzována prognostickému systému. To proto, že především v pokročilejší fázi cílování se rozhodnutí o měnověpolitických sazbách velmi blížila návrhům expertů založeným právě na prognostickém systému. Pokud rozhodovací proces k odchylkám přispěl, tak spíše příliš malou korekcí prognostického systému.

Dva závěrečné příspěvky *Asymetrické zacházení s inflačním cílem?* (Kap. 9) a *Příčiny podstřelování cíle: Role inflačních očekávání* (Kap. 10) se zaměřují vždy na jeden konkrétní potenciální faktor inflačních odchylek. Oba faktory – asymetrie rozhodovacího procesu i role očekávání – se totiž obtížně analyzují pomocí metodologií, které byly použity ve čtyřech předchozích příspěvcích. Tyto doplňující analýzy ukazují, že rozhodovací proces mohl přispět k podstřelování inflačních cílů svou asymetrií v počáteční fázi cílování. ČNB v této fázi pracovala se dvěma typy cílů (krátkodobé, střednědobé)⁴ a mohla tedy pokles inflace pod krátkodobý cíl v prostředí globálních deflačních šoků chápat jako rychlejší nenákladné dosažení cíle střednědobého (tj. provádět oportunistickou dezinflaci). Případně se ČNB mohla obávat, že snížení sazeb, které by bylo nutné k vykompenzování vlivu deflačních šoků, by vyvolalo znehodnocení koruny, což by v době, kdy kurzové turbulence byly pouze nedávnou historií⁵, ohrozilo věrohodnost nové strategie⁶. Je zřejmé, že česká měnová politika ukotvila inflační očekávání⁷, empirické výsledky ale neukazují, že by inflační očekávání byla primárním faktorem inflačních odchylek. Protiinflační šoky se ale do očekávání promítaly relativně významně, a tak očekávání mohla sehrát v podstřelování inflačních cílů jistou sekundární roli.

⁴ V počáteční fázi cílování inflace byly vyhlášeny roční a tříleté inflační cíle, viz Šmídková and Hrnčíř (1998).

⁵ Mezinárodní měnový fond v té době upozorňoval, že strategie založená na důvěře budované vlastními silami (nikoli dovezené pomocí fixace kurzu) nemusí v českých podmínkách uspět, viz IMF (1998).

⁶ O nutnosti zachovat důvěru v měnovou politiku se hovořilo na jednání bankovní rady například v březnu 1998, viz ČNB (1998).

⁷ Empirické analýzy dokládají, že cílování inflace ukotvilo v české ekonomice očekávání, ačkoli odchylky inflace od cíle byly poměrně časté, viz Holub and Humík (2008).

FAKTORY STOJÍCÍ ZA ODCHYLKAMI INFLACE OD INFLAČNÍCH CÍLŮ

Ačkoli se jednotlivé příspěvky metodologicky odlišují, je možné vytvořit si na jejich základě přehled nejčastěji identifikovaných faktorů, které stály za asymetrickými odchylkami inflace od cíle (Tabulka 2)⁸. Z tohoto přehledu jsou patrné dva závěry: (i) podstřelování inflačních cílů v letech 1998–2007 nelze spojit pouze s jedním faktorem a (ii) v různých fázích cílování inflace měly jednotlivé faktory odlišnou důležitost. V každé fázi cílování inflace šlo o kombinaci faktorů. Jako nejčastější příčina odchylek jsou identifikovány protiinflační šoky. Druhou významnou příčinou – a to především v počáteční a pokročilé fázi cílování – byl zřejmě prognostický systém. Nejméně často je naopak identifikován samotný proces rozhodování o sazbách. Role rozhodovacího procesu byla v čase nejdynamičtější. Zatímco v počáteční fázi je vnímán jako faktor, který k podstřelení ročních inflačních cílů mohl přispět, v dalších fázích cílování inflace již autoři příspěvků tento faktor jako potenciální příčinu odchylek naopak dokonce zamítají.

Tabulka 2: Faktory stojící za inflačními odchylkami v jednotlivých fázích cílování inflace v ČR

	Počátky cílování (bez QPM, dezinflace) 1998–2001	Pokročilé cílování (nově s QPM, dezinflace) 2002–2004	Standardní cílování (QPM+, stabilizace) 2005–2007
Protiinflační šoky	2 4 5 8 10*	2 4 5 6 8 10*	5 6 7 8
Prognostický systém	3* 8* 5	3 5 6	3 5 6 7* 8*
Rozhodování o sazbách	3* 4 8* 9	8	8*
Inflační očekávání	10*	7 8* 10*	7* 8*

Poznámka: V každém políčku tabulky jsou červeně uvedeny kapitoly sborníku, jejichž autoři považují pro danou fázi daný faktor za důležitý pro odchylku inflace od cíle. Zeleně jsou naopak uvedeny ty kapitoly, které daný faktor jako důvod odchylky vylučují. U některých příspěvků zvolená metodologie neumožňuje rozlišit dva faktory od sebe. V takovém případě jsou uvedeny oba faktory a je k nim přidána hvězdička. QPM je model, který byl do prognostického systému zabudován v roce 2002. QPM+ označuje rozšířenou verzi QPM.

Nejvýraznější odchylka (v maximu až o 6 p.b.) od cíle byla během uplynulé dekády pozorována v počáteční fázi cílování inflace. Tato odchylka byla způsobena kombinací tří faktorů: (i) globálními protiinflačními šoky, (ii) rigiditou prognostického expertního systému a (iii) oportunistickou dezinflací. Nejvíce a v časově posloupnosti nejdříve stlačily inflaci pod cíl globální šoky. V této době významně klesly ceny ropy, potravin a dokonce došlo i k poklesu globálního indexu cen průmyslových výrobců. K takovému globálnímu poklesu cen došlo naposledy v letech 1986–87. Kromě ČNB podstřelily cíl v tomto období také další země ve zvoleném vzorku centrálních bank cílujících inflaci (7 z 10 bylo pod středem cíle). Ke globálním šokům se připojily i některé šoky domácí. Prudce a neočekávaně posílila koruna. Následně se projevil problém tehdejšího prognostického systému, který reagoval na nové informace pomalu, resp. opakovaně

⁸ Tabulka 2 je jednoduchou “meta-analýzou“ příspěvků. Meta-analýza je v současné době v ekonomii populárním nástrojem všude tam, kde se hledají odpovědi na obtížné otázky, u kterých je zřejmé, že velkým problémem je buď (i) závislost výsledků na modelu (model dependence) nebo (ii) nejistota o správném modelu (model uncertainty) nebo dokonce (iii) neexistuje model, který by dokázal zachytit celý problém a k dispozici jsou jen parciální analýzy. Identifikace faktorů odchylek inflace od cíle spadá do této kategorie obtížných otázek.

označoval za pravděpodobné, že se klesající globální ceny rychle vrátí k tempům z první poloviny devadesátých let a průsak posilujícího kurzu do inflace bude poměrně slabý. V prostředí protiinflačních šoků byla praktikována politika oportunistické dezinflace. Navíc v prvním roce cílování inflace existovala relevantní obava, že by příliš rychlý pokles sazeb mohl vyvolat ztrátu důvěry v měnovou politiku a návrat kurzových turbulencí⁹.

Ve fázi pokročilého cílování se inflace nejvíce od cíle odchýlila v roce 2003. Šlo o druhou největší odchylku v desetiletém období (v maximu o 4 p.b.). V této fázi již byla podstatná interakce pouze dvou faktorů. Protiinflační šoky – šlo o kombinaci globálních a specifických – zkombinovaly svůj vliv se zavedením nového prognostického systému, který se namísto expertních analýz opíral o modelové prognózy doplněné expertními korekcemi. Korekce vycházely z krátkodobých prognóz a dílčích empirických analýz. Rozhodovací proces již v této fázi cílování příčinou podstřelení nebyl. Důležitou roli opět sehrály globální šoky, rok před podstřelením cíle klesly ceny ropy, potravin a zpomalily ceny průmyslových výrobců. Inflační cíl opět podstřelily také jiné země (8 z 10 zemí pod středem cíle). Mezi specifické šoky patřilo posílení koruny v letech 2002–2003, zhodnocení koruny bylo tehdy překvapením pro všechny domácí instituce, a proto je chápáno jako šok. Došlo rovněž k překvapivému (z pohledu prognostického systému) zpomalení tempa deregulací v letech 2002–2003. Prognostický systém přispěl k podstřelení inflace také v této fázi. Především v době svého zavedení (léto 2002) totiž výrazně nadhodnotil všechny složky inflace, částečně vlivem expertních zásahů do nově zavedeného modelu. Navíc stále přetrvávala jistá rigidita v přehodnocování předpokladů prognóz. Přitom v této fázi cílování inflace byl na prognózu vytvořenou prognostickým systémem položen v rámci rozhodovacího procesu poměrně velký důraz, neboť zavedením centrálního prognostického modelu do prognostického systému se zvýšila transparence systému a tím i jeho role v měnověpolitické debatě. V této fázi cílování začal rozhodovací proces pracovat s explicitním vyhodnocováním rizik prognózy. Teprve postupně ale toto vyhodnocování vedlo k častějším korekcím návrhů měnověpolitických rozhodnutí, která byla experty tvořena na základě prognóz.

Nejvýraznější odchylku inflace od cíle ve fázi standardního cílování přinesl přelom let 2006 a 2007. V desetiletém období však šlo o nejmenší odchylku (v maximu o 2 p.b.). Také pro tuto odchylku byla klíčová interakce protiinflačních šoků a prognostického systému, který se v roce 2005 potýkal s problémy¹⁰. Rozhodovací proces však již v této fázi cílování pracoval aktivně s vyhodnocováním rizik prognózy vytvořené prognostickým systémem. Vzhledem k tomu posunu v práci s riziky prognózy plnil rozhodovací proces mnohem výrazněji korigující roli ve vztahu k prognostickému systému a podstřelení spíše zmírňoval. V této fázi cílování již sehrála svou roli ve snižování inflace zřejmě i inflační očekávání, která mohla mít v sobě zabudovanou zkušenost s podstřelováním cíle v předchozích dvou fázích¹¹.

⁹ Ačkoli s desetiletým odstupem může být tento faktor podceňován, kurzové turbulence a jejich následky byly v té době velmi živou zkušeností, viz Šmídková et al (1998).

¹⁰ Prognostický systém opakovaně nadhodnocoval růst cen potravin, podceňoval kurzovou apreciaci (stejně jako všechny domácí instituce) a měl problémy s definicí rovnovážných trendů, resp. se zachycením nabídkové strany ekonomiky. Tyto problémy jsou spojené především s nestandardním vývojem české ekonomiky, která je stále ekonomikou konvergující, a proto je pro ni mnohem obtížnější – ve srovnání s plně rozvinutými ekonomikami – rovnovážné trendy a nabídkovou stranu ekonomiky empiricky zachytit.

¹¹ Empirické odhady mohou identifikovat možné rozdíly mezi cílem oficiálním a cílem z pohledu veřejnosti. Ten byl v českém případě zatím zřejmě spíše nižší než oficiální, viz Franta, Saxa, Šmídková (2007).

NĚKOLIK POZNÁMEK ZÁVĚREM

Poznatky získané ze zpracovaných analýz jsou experty ČNB dále využívány při implementaci strategie cílování inflace. Ačkoli byla první dekáda cílování inflace charakterizována poměrně netypickou asymetrií v odchylkách inflace od cíle směrem dolů, je snahou expertů ČNB získané poznatky zobecnit a využívat je v dalších letech implementace cílování inflace.

Podstřeňování inflačních cílů v letech 1998–2007 nelze spojit pouze s jedním faktorem. Odchytky inflace od cíle byly vyvolány především šoky. Zkušenost z minulých let dále ukázala, že v období výrazných šoků může k odchylkám inflace přispět také rigidita prognostického systému. Zatímco externím šokům centrální banka předejít nemůže, způsob práce s prognostickým systémem lze ovlivnit.

Z tohoto pohledu se osvědčila strategie častějších změn prognostického systému, která v porovnání se strategií pomalého přizpůsobování se novým informacím více napomáhá rozhodovacímu procesu. ČNB se již zavedením rozšířené verze centrálního modelu (QPM+) v roce 2005, častějšími změnami předpokladů prognózy (například ohledně průsaku cen do inflačních očekávání) a zavedením nového modelu (G3) touto cestou vydala.

Prognostický systém s centrálním prognostickým modelem je velmi přínosný pro strukturování měnověpolitických diskuzí a pro tvorbu hlavního scénáře ekonomického vývoje. Zkušenosti z let 2002 a 2005 zdůraznily, že prognóza je vstupem do měnověpolitické diskuze, jejímž druhým podstatným tématem musí být rizika prognózy¹². Důležitou rolí rozhodovacího procesu je rizika prognózy vyhodnocovat a v případě jejich asymetrického rozložení korigovat návrhy měnověpolitických opatření, která jsou na prognóze založena.

O cílování inflace se stále více hovoří jako o strategii, která má řídit inflační očekávání. Česká zkušenost s cílováním inflace odpovídá v tomto směru mezinárodním poznatkům. Komunikace se ve srovnání s počáteční fází cílování inflace postupně stala druhým nástrojem české měnové politiky, který doplňuje měnověpolitické sazby a umocňuje její efektivnost.

REFERENCE

- BULÍŘ A., K. ŠMÍDKOVÁ, V. KOTLÁN A D. NAVRÁTIL (2007): “Inflation Targeting and Communication: Should the Public Read Inflation Reports or Tea Leaves,” Czech National Bank, Prague, CNB WP 14.
- ČNB (1998): “Záznam z projednání 3. situační zprávy v Bankovní radě dne 19. 3. 1998.”
- EUSEPI, S., A B. PRESTON (2007): “Central Bank Communication and Expectations Stabilization,” NBER Working Paper, No. 7426 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- FRANTA M., B. SAXA A K. ŠMÍDKOVÁ (2007): “Inflation persistence: Euro area and new EU member states,” European central bank, Working paper series, No 810.

¹² Existují dva významné důvody pro pečlivé vyhodnocení rizik: (i) členové bankovní rady mají často širší a novější množinu informací než experti v době tvorby prognózy a (ii) nejistota spojená s předpoklady modelu, viz Šmídková (2005).

HOLUB, T. A J. HURNÍK (2008): “Ten Years of Czech Inflation Targeting: *Missed Targets and Anchored Expectations*,” *Emerging Markets Finance and Trade*, forthcoming (November/December).

IMF (1998): “IMF Concludes Article IV Consultation with the Czech Republic,” Press Information Notice (PIN) No. 98/12 March 6.

ŠMÍDKOVÁ, K. ET. AL. (1998): “Koruna Exchange Rate Turbulence in May,” Praha, Česká národní banka, Working Paper Series No. 2.

ŠMÍDKOVÁ, K. (2005): “How Inflation Targeters (Can) Deal with Uncertainty,” *Czech Journal of Economics and Finance*, Praha, No. 7–8, p. 316–332.

ŠMÍDKOVÁ, K. A M. HRNČÍŘ (1998): “Přechod na strategii inflačního cílení,” Praha, *Czech Journal of Economics and Finance*, Praha, No. 4, p. 205–222.