

UNIVERZITA PARDUBICE

FAKULTA EKONOMICKO-SPRÁVNÍ

BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

2023

Marek Resutik

Univerzita Pardubice
Fakulta Ekonomicko-správní

Měnová politika centrálních bank v době krize

Bakalářská práce

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Akademický rok: 2022/2023

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: **Marek Resutik**
Osobní číslo: **E20123**
Studijní program: **B0413A050008 Ekonomika a management**
Specializace: **Management finančních institucí**
Téma práce: **Měnová politika centrálních bank v době krize**
Zadávající katedra: **Ústav ekonomických věd**

Zásady pro vypracování

Cílem práce je popsat cíle a nástroje vybraných centrálních bank a provést jejich vzájemnou komparaci. Dále se práce blíže zaměří na realizovanou měnovou politiku v době krize spojené s pandemií Covid-19 a válečným konfliktem na Ukrajině.

Osnova:

- Centrální banka a měnová politika.
- Nástroje měnové politiky.
- Měnová politika vybraných centrálních bank v době krize.
- Komparace nástrojů a opatření měnových politik vybraných centrálních bank.

Rozsah pracovní zprávy: cca 35 stran
Rozsah grafických prací: –
Forma zpracování bakalářské práce: tištěná/elektronická

Seznam doporučené literatury:

ČERNOHORSKÁ, Liběna. *Komplexní pohled do bankovního světa*. Vydání druhé. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2017. ISBN 978-80-7560-094-3.

ČERNOHORSKÝ, Jan. *Finance: od teorie k realitě*. Praha: Grada Publishing, 2020. Finance. ISBN 978-80-271-2215-8.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. ISBN 978-80-247-3671-6.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.

Internetové stránky vybraných centrálních bank.

Vedoucí bakalářské práce: doc. Ing. Liběna Černohorská, Ph.D.
Ústav ekonomických věd

Datum zadání bakalářské práce: 1. září 2022
Termín odevzdání bakalářské práce: 30. dubna 2023

prof. Ing. Jan Stejskal, Ph.D. v.r.
děkan

L.S.

doc. Ing. Jan Černohorský, Ph.D. v.r.
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 1. září 2022

Prohlašuji:

Práci s názvem Měnová politika centrálních bank v době krize jsem vypracoval samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využil, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byl jsem seznámen s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon), ve znění pozdějších předpisů, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Beru na vědomí, že v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších předpisů, a směrnicí Univerzity Pardubice č. 7/2019 Pravidla pro odevzdávání, zveřejňování a formální úpravu závěrečných prací, ve znění pozdějších dodatků, bude práce zveřejněna prostřednictvím Digitální knihovny Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne 28. 6. 2023

Resutik Marek

PODĚKOVÁNÍ

Tímto bych rád poděkoval své vedoucí práce paní doc. Ing. Liběně Černohorské, Ph.D. za především pohotovou a věcnou komunikaci, ve které mi poskytla užitečnou zpětnou vazbu a hodnotné rady.

ANOTACE

Cílem práce je popsat cíle a nástroje vybraných centrálních bank a provést jejich vzájemnou komparaci. Dále se práce blíže zaměří na realizovanou měnovou politiku v době krize spojené s pandemií Covid-19 a válečným konfliktem na Ukrajině. Pro popis jsme vybrali Národní banku Ukrajiny a Banku Ruska. Obě banky prosazují režim cílování inflace, kdy hlavními cíli měnových politik jsou cenová a finanční stabilita. Centrální banky využily při realizaci měnové politiky převážně úrokové míry, devizové intervence a také nástroje administrativní povahy. Z provedené komparace realizovaných měnových politik jsme vyvodili značnou rozdílnost, především pak v období válečného konfliktu na Ukrajině, která spočívá především v absenci devizových intervencí na straně Banky Ruska a rozdílnému vývoji úrokových měr.

KLÍČOVÁ SLOVA

Centrální banka, měnová politiky, nástroje měnové politiky, Národní banka Ukrajiny, Banka Ruska.

TITLE

Monetary policy of central banks in crisis

ANNOTATION

The aim of the thesis is to describe the objectives and instruments of selected central banks and to compare them with each other. Furthermore, the work will focus more closely on the implemented monetary policy during the crisis associated with the Covid-19 pandemic and the war conflict in Ukraine. For description, we selected the National Bank of Ukraine and the Bank of Russia. Both banks promote the inflation targeting regime, where the main goals of monetary policies are price and financial stability. When implementing monetary policy, central banks mainly used interest rates, foreign exchange interventions and also instruments of an administrative nature. From the comparison of implemented monetary policies, we have drawn a significant difference, especially during the war conflict in Ukraine, which consists mainly in the absence of foreign exchange interventions on the part of the Bank of Russia and the different development of interest rates.

KEYWORDS

Central bank, monetary policy, monetary policy instruments, National Bank of Ukraine, Bank of Russia.

OBSAH

SEZNAM ILUSTRACÍ	10
SEZNAM TABULEK	10
ÚVOD	11
1 Centrální banka a měnová politika	12
1.1 Centrální banka	12
1.2 Měnová politika	12
1.2.2 Cíle měnové politiky	14
2 Nástroje měnové politiky	16
2.1 Konvenční nástroje	16
2.2 Nekonvenční nástroje	18
3 Měnová politika vybraných centrálních bank	21
3.1 Národní banka Ukrajiny (National Bank of Ukraina)	21
3.1.1 Cíle Národní banky Ukrajiny	22
3.1.2 Nástroje měnové politiky Národní banky Ukrajiny	24
3.2 Měnová politika realizovaná Národní bankou Ukrajiny	25
3.2.1 Vývoj klíčové úrokové míry ve sledovaném období	25
3.2.2 Devizové intervence	27
3.2.3 Měnově politická opatření v období pandemie Covid-19	30
3.2.4 Měnově politická opatření v období válečného konfliktu na Ukrajině	31
3.3 Banka Ruska (Bank of Russia)	33
3.3.1 Cíle Ruské centrální banky	34
3.3.2 Nástroje měnové politiky Banky Ruska	34
3.4 Měnová politika realizovaná Ruskou centrální bankou	35
3.4.1 Vývoj klíčové úrokové míry ve sledovaném období	35
3.4.2 Měnově politická opatření v období pandemie Covid-19	37

3.4.3	Měnově politická opatření v období válečného konfliktu na Ukrajině	38
4	Komparace klíčových úrokových měr centrálních bank	40
5	Komparace realizované měnové politiky v období pandemie Covid-19.....	42
6	Komparace realizované měnové politiky v době ozbrojeného konfliktu na Ukrajině	44
	ZÁVĚR	47
7	POUŽITÁ LITERATURA	49

SEZNAM ILUSTRACÍ

Obrázek 1: Vývoj klíčové úrokové míry Národní banky Ukrajiny v období od 2018 do 2023	26
Obrázek 2: Objemy devizových intervencí Národní banky Ukrajiny v období Covid-19 a válečného konfliktu na Ukrajině	29
Obrázek 3: Vývoj klíčové úrokové míry Banky Ruska v období od 2018 do 2023	36
Obrázek 4: Vývoj klíčových úrokových měr Národní banky Ukrajiny a Banky Ruska v období od 2018 do 2023	41

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Vývoj indexu spotřebitelských cen v období 2015 až 2022	23
Tabulka 2: Měnově politické cíle Národní banky Ukrajiny	24
Tabulka 3: Objemy devizových intervencí Národní banky Ukrajiny v období Covid-19 a válečného konfliktu na Ukrajině	28
Tabulka 4: Měnová politika Národní banky Ukrajiny v období Covid-19	31
Tabulka 5: Měnová politika Národní banky Ukrajiny v období válečného konfliktu na Ukrajině	33
Tabulka 6: Měnová politika Banky Ruska v období Covid-19	38
Tabulka 7: Měnová politiky Banky Ruska v období válečného konfliktu na Ukrajině	39
Tabulka 8: Komparace měnově politických nástrojů	40
Tabulka 9: Komparace realizované měnové politiky v období Covid-19	43
Tabulka 10: Komparace realizované měnové politiky v období válečného konfliktu na Ukrajině	45

ÚVOD

Již několik let globální ekonomika čelí velmi neobvyklým světovým událostem, které ji velmi výrazně ovlivňují. Tento několika letý nepřetržitý stav bez pochyb dopadá na každého jednotlivce ať už činného či nečinného v ekonomice.

Aktuálnost tématu je nepochybná, jelikož pandemie Covid-19, ač byla po zdravotní stránce stabilizována do únosné míry, její ekonomické dopady jsou v aktuální globální ekonomice nadále výrazně přítomny. Dne 24. února 2022 byla ruským agresorem zahájena speciální vojenská operace na území Ukrajiny, která následně přerostla do celostátních válečných rozměrů. Tato neblahá situace trvá i v období vzniku této práce, kdy opět pozorujeme velké ekonomické dopady na globální ekonomiku.

Na základě výše uvedeného je cílem práce **popsat cíle a nástroje vybraných centrálních bank a provést jejich vzájemnou komparaci. Dále se práce blíže zaměří na realizovanou měnovou politiku v době krize spojené s pandemií Covid-19 a válečným konfliktem na Ukrajině.** Pro účely splnění cíle práce jsme vybrali Národní banku Ukrajiny a Banku Ruska. Práce je konkrétněji definována následujícími dílčími cíli:

- popsat centrální banku a měnovou politiku,
- popsat nástroje měnové politiky,
- popsat měnovou politiku vybraných centrálních bank v době krize,
- provést komparaci nástrojů a opatření měnových politik vybraných centrálních bank.

Měnová politika je celosvětově velmi podstatnou problematikou. Její efekty a dopady jsou přítomny prakticky ve všech ekonomikách světa. Zasahuje všechny subjekty od jednotlivců či domácností, kdy ovlivňuje jejich ekonomické chování a každodenní život, až po velké celky jako jsou státy či jiné nadnárodní ekonomické celky.

1 Centrální banka a měnová politika

Pro pochopení celkového kontextu a širších souvislostí, je nutné definovat a představit pojmy centrální banka, měnová politika a nástroje měnové politiky. V následující části textu jsme v první řadě všeobecně vymezili pojem centrální banka, dále pokračujeme vymezením pojmu měnová politika a představením jednotlivých nástrojů měnové politiky.

1.1 Centrální banka

Centrální banka je vrcholnou institucí v tzv. dvoustupňovém bankovním systému. Takovýto systém je přítomen ve všech vyspělých ekonomikách. V systému jsou komerční banky, které jsou centrální bance podřízeny, jsou tedy druhým stupněm tohoto systému [6]. Problematika statutu centrální banky je vždy zakotvena ve vrcholných právních normách státu. Z podstaty a postavení centrální banky vyplývají i její vlastnosti nebo pravomoci a také její funkce. Klíčovou vlastností centrální banky je její nezávislost. Je nezbytná pro autonomní fungování instituce. Nezávislost centrální bance zaručuje, že její činnost nebude ovlivňována jinými útvary státního aparátu. Centrální banka vykonává řadu funkcí, přičemž tou nejvíce podstatnou je vykonávání měnové politiky, kdy při výkonu užívá měnově politické nástroje. Nástroje měnové politiky jsou podrobně popsány v části 2 [6]. Centrální banka při výkonu měnové politiky usiluje o splnění měnově politických cílů, které jsou popsány v části 1.2.2. Kompletní výčet činností centrální banky je následovný:

- provádí měnovou politiku,
- emituje hotovostní oběživo,
- působí jako banky pro ostatní banky finančního systému,
- působí jako banka státu,
- vykonává dohled nad finančním systémem,
- zastupuje stát v měnové oblasti,
- spravuje devizové rezervy,
- provádí statistickou činnost [6].

1.2 Měnová politika

Při definování a objasňování pojmu měnová politika jsme v textu využili dvou citací. Jako první zmiňujeme:

„Vědomá činnost nějakého subjektu, který se prostřednictvím měnových nástrojů snaží regulovat vývoj množství peněz v oběhu, a tím dosáhnout určitých cílů“ [35].

Slovním spojením „*nejakého subjektu*“ je myšlena centrální banka daného státu, neboť právě centrální banka vykonává měnovou politiku či v případě větších nadnárodních ekonomických celků jí vykonává centrální banka tohoto celku. Citace je psána v přítomném čase, což nás vede k poznatku o kontinuálním, tedy nepřetržitým charakteru procesu vykonávání měnové politiky.

Více konkrétním a praktickým pohledem na problematiku měnové politiky je citace druhá:

„Měnovou politiku lze definovat jako používání měnově politických nástrojů (především úrokových sazeb) k ovlivňování konečných cílů měnové politiky, a to zejména inflace“ [7].

Nástroje měnové politiky jako jsou především úrokové míry a další, jsou podstatným pojmem, který je podrobně objasněn v kapitole 2. Zajištění cenové stability je obecně vnímáno jako hlavní cíl měnové politiky. V odborných publikacích se pak obecně uvádí péče o cenovou stabilitu, kdy centrální banky zejména sledují hodnoty inflace. Druhým obecně přijímaným hlavním cílem je finanční stabilita, kdy centrální banka usiluje o robustnost a odolnost finančního systému vůči vnějším šokům. Finanční systém je tvořen především komerčními bankami společně s centrální bankou. Vedle těchto cílů existují i další cíle, které jsou obecně vnímány jako vedlejší [7]. Cíle jsou v obecné rovině legislativně zakotveny v právních normách daného státu či ekonomického celku. Tyto cíle centrální banka více konkretizuje a určuje jejich prioritu v návaznosti na situaci v ekonomickém prostředí [7]. Více zevrubné vymezení měnově politických cílů uvádíme v části 1.2.2.

Dělení měnové politiky

Centrální banky při výkonu měnové politiky volí mezi třemi charaktery či druhy. Zda-li užijí expanzivní, restriktivní nebo neutrální druh měnové politiky, vždy závisí na celkovém kontextu situace v ekonomice. Zvolený druh měnové politiky, podává informaci o tom, jakým způsobem chce centrální banka dosáhnout plnění cílů, respektive jakým způsobem bude manipulovat s konkrétním nástrojem měnové politiky, a tedy v konečném důsledku ovlivňovat celou ekonomiku země.

Expanzivní měnovou politikou je myšlen přístup, kdy se centrální banka snaží zvýšit tempo růstu množství peněz v oběhu [35]. Prostřednictvím manipulace s měnově politickými nástroji, centrální banka usiluje o snížení úrokových měř v ekonomice. Konkrétně snížením úrokových měř na mezibankovním trhu, což vede ke snížení úrokové míry pro jednotlivé konkrétní

subjekty v ekonomice. Toto snížení motivuje subjekty k poptávce po úvěrových peněžních prostředcích, které jsou dále distribuovány do ekonomiky. Důsledkem této distribuce je zvýšení veličin investic a spotřeby, což jsou složky hrubého domácího produktu. Pokud se výstup ekonomiky ve formě hrubého domácího produktu zvýší, konstatujeme úspěšnost expanzivního přístupu. Dalším efektem je i růst či podpora zaměstnanosti [7].

Míra expanzivní měnové politiky musí být vhodně zvolená, jelikož dále ovlivňuje inflaci, kdy má v tomto režimu měnové politiky tendenci růst. Tedy je nutné, aby centrální banka udržela rovnováhu mezi podporou ekonomiky a hodnotou inflace.

Restriktivní politikou je opakem politiky expanzní, tedy centrální banka usiluje o snížení tempa růstu množství peněz v oběhu [35]. Za předpokladu normálně fungujících ekonomik má právě tempo růstu množství peněz v oběhu přímou spojitost s mírou inflace v ekonomice. Inflace má obecně úzkou návaznost na stav ekonomiky, tedy v případě, kdy je ekonomika ve fázi intenzivní expanze, vzniká i růst inflace. Aby centrální banka snížila hodnotu inflace, užívá opačný postup oproti expanzivní politice. Centrální banka opět manipulací s měnově politickými nástroji usiluje o opačný efekt, tedy o zvýšení úrokových měr v ekonomice. Mechanismus je obdobný, ale v opačném směru. Konečným důsledkem je zvýšení úrokových měr pro konkrétní subjekty. Toto vede k demotivaci těchto subjektů k poptávání úvěrových peněžních prostředků. Subjekty tedy nedisponují dodatečnými úvěrovými prostředky a nemohou je proto ani využít na investice a spotřebu. V důsledku celkově klesá agregátní poptávka po spotřebě a investicích, což má za důsledek snížení nebo zpomalení tempa růstu jejich ceny. Jak bylo zmíněno výše, inflace a výstup ekonomiky je úzce spjat. V důsledku užití restriktivní měnové ekonomiky klesá výstup ekonomiky reprezentovaný hrubým domácím produktem [7]. Opět z tohoto tvrzení vyplývá nutnost zachovat balanc mezi mírou inflace a výstupem ekonomiky centrální bankou.

Mezi expanzivním a restriktivním přístupem k měnové politice stojí neutrální měnová politika. Centrální banka shledává aktuální situaci v ekonomice, a tedy i míru plnění měnově politických cílů za adekvátní. V tomto případě není třeba s nástroji měnové politiky nijak manipulovat a ovlivňovat ekonomiku. Uplatňuje se především v případě, kdy jsou ekonomické podmínky a jejich předpovědi příznivé.

1.2.2 Cíle měnové politiky

Na cíle se můžeme z hlediska jejich priority dívat ve dvou rovinách. V každé měnové politice existuje jistá míra prioritizace. Z předpokladu nutné prioritizace vyplývá jejich rozdělení na

hlavní a vedlejší měnově politické cíle. Tyto cíle, především pak hlavní měnově politické cíle, jsou obecně přijímány všemi centrálními bankami ve vyspělých ekonomikách v relativně stejné podobě.

Hlavní měnově politické cíle

Jako hlavní měnově politické cíle uvádíme cenovou stabilitu a stabilitu finanční. Cenovou stabilitu definuje následující citace takto:

„Cenová stabilita se tak odvozuje od schopnosti uchovávat konstantní kupní sílu peněz v čase. Tedy srovnání toho, co bylo možné koupit za stejný obnos včera, co lze koupit dnes a co zítra. Takovým měřítkem je inflace, tedy změna cenové hladiny reprezentativního spotřebního koše“ [15].

Finanční stabilitou je myšlena schopnost finančního systému efektivně a dlouhodobě plnit svou funkci. Další důležitou vlastností finančního systému je jeho odolnost vůči negativním vlivům vyskytujících se v čase. Tato odolnost je ze strany centrální banky rovněž podporovaná [11]. Subjekty finančního systému jsou bankovní instituce, které jsou podřízeny vrcholovému subjektu, tedy centrální bance.

Vedlejší měnově politické cíle

K těmto dvěma hlavním cílům jsou přidávány i cíle méně prioritní, tedy vedlejší. Z toho vyvozujeme nutnost prioritizace cílů centrální banky. Vždy však platí naprostá priorita hlavních cílů [35]. Všeobecně přijímané vedlejší cíle uvádíme následující:

- ekonomický růst,
- zaměstnanost,
- měnová stabilita [7].

Asi nejvíce obecně přijímaným reprezentantem ekonomického růstu je hrubý domácí produkt. Více reprezentativním ukazatelem je pak reálný domácí produkt. V ideálním případě by ekonomický výstup, reprezentovaný hrubým nebo reálným domácím produktem, měl z hlediska časové řady vykazovat pozvolný konstantě rostoucí trend.

Míra zaměstnanosti je z pravidla úzce spjata s ekonomickým růstem, můžeme tedy hovořit o určité míře korelace těchto veličin [35]. Schopnost zaměstnávat neboli podporovat zaměstnanost, je přímo navázaná na jednotlivé subjekty trhu a jejich celkovou efektivnost podnikání. V případě expanzivní měnové politiky ze strany centrální banky se zvyšuje množství

peněz v oběhu, což subjektům dává možnost tyto peněžní prostředky využít k financování a rozšiřování podnikání, tedy i k nabízení nových pracovních míst. V případě restriktivní měnové politiky je efekt opačný [7].

Měnovou stabilitou je myšlena stabilita kurzu tuzemské měny vůči měnám zahraničním. V ideálním případě bychom pozorovali zcela nevolatilní vývoj kurzu tuzemské měny vůči zahraniční měně. Tento ideální stav by se při pohledu na časovou řadu vývoje kurzu tuzemské a zahraniční měny v praxi projevoval lineárním stranovým trendem.

2 Nástroje měnové politiky

Nástroje měnové politiky jsou klíčovým prostředkem k tomu, aby centrální banky mohly vykonávat měnovou politiku. Každá centrální banka působí v jiném ekonomickém prostředí. Na základě tohoto prostředí a informací o něm musí z dostupných nástrojů zvolit ten nejvíce vhodný, případně jejich kombinaci a dále určit do jaké míry daný nástroj či nástroje využije. Centrální banky jsou schopné před užitím nástroje jeho dopady do jisté míry predikovat a po jeho užití efekt v ekonomickém prostředí monitorovat a vyhodnocovat, kdy pak v závěru hodnotí jeho správnost a efektivitu užití, v návaznosti na dlouhodobě stanovené cíle měnové politiky.

Dříve byly nástroje měnové politiky děleny do skupin přímých a nepřímých nástrojů. Jelikož již v moderních ekonomikách nejsou přímé nástroje využívány, nebo velice zřídka, je toto dělení v praxi užíváno méně často. Přímé nástroje mají obecně formu nařízení, tedy se může jednat například o určitou právní normu, kdy většinou v čase nabytí účinnosti této právní normy, působí její efekt na ekonomické prostředí. Tyto přímé nástroje mohou mít plošný charakter, kdy působí na celé ekonomické prostředí, ale mohou být i zacíleny například na určitá odvětví či konkrétní subjekty. Jako příklad přímého nástroje uvádíme plošnou regulaci cen v ekonomice, která byla přítomna v některých politických režimech [7]. Oproti tomu u nepřímých nástrojů je jejich efekt promítán skrze tzv. transmisní mechanismus. Více aktuální dělení rozlišuje skupinu konvenčních a skupinu nekonvenčních nástrojů měnové politiky

2.1 Konvenční nástroje

Konvenční měnově politické nástroje, jsou v problematice měnové politiky využívány v běžné praxi, kdy jsou tyto nástroje aplikovány kontinuálně a jejich efekt dopadá na ekonomické prostředí nepřetržitě. Konvenční nástroje známe následující:

- operace na volném trhu,

- úrokové míry,
 - diskontní úroková míra,
 - základní úroková míra,
 - lombardní úroková míra,
- povinné minimální rezervy [7].

Předem upozorňujeme na významnost nástroje základní úrokové míry, který je v aktuálních měnových politikách nejvíce využívaným a nejvíce viditelným nástrojem.

Operace na volném trhu

Tento nástroj či prostředek je nezbytnou součástí každé měnové politiky, bez těchto operací by nebylo možné provádět měnovou politiku. Pro lepší pochopení, se na něj můžeme dívat jako na prostředek, díky kterému centrální banka může užívat jiné nástroje měnové politiky.

Podstatou nástroje je provádění transakcí centrální bankou na mezibankovním trhu. Pro tento obchod jsou vždy nutné dvě strany, centrální banka a banka komerční. Operace či obchody se provádí s cennými papíry a likviditou (peněžními prostředky na mezibankovním trhu). Cennými papíry jsou obecně myšleny obligace státu. Operací je několik druhů. Jednorázový prodej či nákup cenných papírů. Tento druh operace je standardním obchodem. Více specifickým druhem operace je tzv. REPO operace [34].

REPO operace se skládá z dvou protisměrných obchodů. Centrální a komerční banka uzavřou první část REPO operace, kdy centrální banka poskytuje likviditu a komerční banka dočasně prodává cenné papíry, na tyto cenné papíry se můžeme dívat jako na formu zástavy (kolaterál). Současně je uzavřena smlouva o zpětném odkupu cenných papírů, který se realizuje v druhé části operace. Po uplynutí smluvně daného období nastává druhá protichůdná operace. Centrální banka prodává dříve koupené cenné papíry komerční bance, která je nakupuje za dříve obdrženou likviditu zvýšenou o odměnu v podobě úroku. Do této operace mohou oba subjekty vstupovat jako věřitelé nebo dlužníci. Jinými slovy centrální banka může poptávat či nabízet likviditu [34].

Úrokové míry

V měnové politice centrální banka stanovuje a vyhláší 3 druhy úrokových měr, diskontní, základní a lombardní úroková míra. Užití tohoto nástroje má kontinuální charakter, tedy se

neurčuje, zdali bude či nebude použit, ale určuje se jeho hodnota. Tento nástroj je v aktuálních měnových politikách nejvíce využíváný.

Diskontní úrokovou mírou úročí centrální banka vklady ostatních komerčních bank, které si u centrální banky uložily svoji přebytečnou likviditu. Tento druh vkladu ze strany komerčních bank, bývá tzv. přes noc. Komerční banka po ukončení svých aktivit v daný den, uloží přebytečnou likviditu a následující den, při začátku své činnosti, tento vklad vybere. Jako ostatní je tento vklad prováděn formou REPO operace [20].

Základní úroková míra je někdy označovaná jako Dvoutýdenní REPO sazba nebo zkratkou 2T REPO sazba. Jedná se o vklad komerční banky u banky centrální, ale na rozdíl od diskontního vkladu je tento vklad na období dvou týdnů. Tato úroková míra je velice významná tím, že do jisté míry určuje úrokové míry v celé ekonomice. Ovlivňuje úrokové míry na mezibankovním trhu, které jsou podkladem pro určování referenční úrokové míry komerčních bank, za které pak banky buď poskytují nebo přijímají finanční prostředky ze stran ostatních subjektů, jako jsou firmy a domácnosti [20].

Poslední úrokovou mírou, kterou centrální banka stanovuje, je lombardní úroková míra. Z pravidla bývá nejvyšší z těchto tří, jelikož se jedná o úrokovou míru, za kterou likviditu centrální banka půjčuje komerčním bankám. Podobně jako v případě diskontního vkladu se jedná o úvěr přes noc, který má rovněž podobu REPO operace [20].

Povinné minimální rezervy

Povinné minimální rezervy jsou vklady komerčních bank u centrální banky. Pro banky je stanovena povinnost držet určitou míru likvidity ve formě rezervního vkladu. Velikost vkladu je stanovena pro každou banku individuálně na základě průměrné velikosti závazků banky za určité období vůči jiným nebankovním subjektům. Nástrojem po většinu času již nebývá nijak manipulováno, tedy již po dlouhou dobu je jeho hodnota neměnná. Aby na základě této povinnosti nebyly komerční banky poškozovány, centrální banka tyto rezervní vklady úročí většinou základní úrokovou mírou. Jeho hlavní funkce je především podpora stability bankovního systému. Povinné minimální rezervy představují pro jednotlivé banky rezervní likviditu, kterou mohou využít v případě vzniku poptávkových šoků po peněžních prostředcích [7].

2.2 Nekonvenční nástroje

V ekonomickém prostředí zpravidla nastávají situace, kdy nedochází k plnění měnově politických cílů. Na tyto situace centrální banka reaguje užitím nástrojů, převážně pak

manipulací s úrokovými měrami. Může nastat však situace, kdy konvenční nástroje měnové politiky nedosahují požadovaného efektu, tedy i po jejich užití není dosahováno měnově politických cílů. Pokud nastane situace, kdy konvenční nástroje pozbyly své účinnosti, banka přistupuje k užití nekonvenčních nástrojů [1]. Proto tyto nástroje nesou přívlastek nekonvenční, jelikož jsou užívány ve výjimečných (nekonvenčních) situacích v ekonomice. Známe následující nekonvenční nástroje:

- kvantitativní uvolňování (quantitative easing),
- kvantitativní utahování (quantitative tapering),
- kvalitativní uvolňování (qualitative easing)[1],
- devizové intervence,
- záporné úrokové míry
- forward guidance (dopředné vedení)[7].

Kvantitativní uvolňování

Kvantitativní uvolňování se uplatňuje v expanzivním přístupu k měnové politice. Účelem je snížení reálných úrokových měr, kdy je tento efekt nerozlučně spojen i s růstem množství peněžních prostředků v ekonomice. Tento růst množství je zajištěn samotnou povahou nástroje, kdy centrální banka emituje nové peněžní prostředky, které dále využívá. Za nově emitované peněžní prostředky centrální banka na trhu nakupuje aktiva, zpravidla jsou těmito aktivy státní dluhopisy. Užití tohoto nástroje se mimo jiné projeví v rozvaze centrální banky jejím růstem [27].

Efekt snížení reálných úrokových měr vyplývá z předpokladu, kdy s rostoucí cenou aktiva obligančního charakteru klesá jeho výnos. Toto se nepřímou děje, jelikož centrální banka, která tyto aktiva nakupuje a vytváří tak dodatečnou poptávku po nich, a tedy v návaznosti na to roste jejich cena a klesá reálná úroková míra.

Tento nástroj centrální banky využívají oproti konvenčním nástrojům relativně nově, avšak již řadu let. Proto došlo k jeho modifikaci, kdy se nákup aktiv již neomezuje pouze na státní dluhopisy, ale nákupy jsou rozšířeny i na jiná aktiva [27].

Kvantitativní utahování

Tento nástroj je přesným opakem kvantitativního uvolňování. Centrální banka nakoupené cenné papíry prodává, což vede k opačnému efektu kvantitativního uvolňování. Jeho užití se

tedy v ekonomice projeví růstem úrokových měr, poklesem množství peněz v ekonomice a rovněž k snížení hodnoty rozvahy centrální banky.

Oba tyto nástroje jsou užívány pouze po určitou dobu, kdy po dosažení měnově politických cílů dojde k přerušení nákupů či prodejů aktiv. Konstatujeme nekontinuální neboli přetržitý charakter nástroje. Rovněž je specifikováno období, kdy jsou prováděny nákupy, dále i objemy těchto nákupů. Tedy centrální banka nakupuje cenné papíry po určitou dobu, jednotlivé nákupy mají určitou periodu a konkrétní objem.

Kvalitativní uvolňování

Rovněž jako u předešlých nástrojů dochází k obchodování s cennými papíry. Rozdílem je, že při užití tohoto nástroje nedochází k zvýšení peněžních prostředků v ekonomice. Jedná se o prodej cenných papírů centrální bankou a nákup jiných cenných papírů právě za prostředky získané z prodeje. Tedy nedochází k nárůstu hodnoty rozvahy centrální banky, ale ke změně struktury aktiv v ní [27].

Centrální banka z pravidla prodává méně rizikové a více likvidní aktiva, která má v držení a poptává aktiva s vyšším rizikem a menší likviditou. Tímto usiluje o stabilizaci či podporu finančního systému, jelikož komerční banky mají možnost svá méně kvalitní aktiva prodat a nakoupit aktiva s menším rizikem a vyšší likviditou. Tyto operace zlepšují kapitálovou přiměřenost bank, což vede ke zlepšení jejich celkové stability v čase [1].

Devizové intervence

Jedná se o obchody prováděné centrální bankou za účelem oslabení nebo posílení domácí měny vůči měně zahraniční. K těmto obchodům je vyžadována protistrana, nejčastěji v podobě komerční banky, nebo pobočky zahraniční banky. Obchody jsou prováděny s devizami (bezhotovostní peníze). Oslabením domácí měny banka dosáhne vytvářením její dodatečné nabídky, v návaznosti na to vzniká přebytek, a tedy cena klesá. Posílení domácí měny je proces, kdy centrální banka prodává cizí měnu, tedy vytváří dodatečnou nabídku zahraniční měny [35].

Záporné úrokové míry

V případě, kdy dojde ke snížení úrokových měr centrální bankou na technickou nulu a nedostavuje se požadovaný efekt v podobě obnovení cenové stability, má centrální banka možnost tyto úrokové míry dodatečně snížit do záporných hodnot. Prakticky to znamená, že vklady u centrální banky ze strany komerčních bank jsou úročeny záporně, tedy oproti normálnímu stavu, kdy banky dostanou zpět jistinu obohacenou o úrok, dostanou jistinu poníženou právě o záporný úrok. Požadovaným efektem je motivace komerčních bank svoji

přebytečnou likviditu neukládat u centrální banky, ale využít tuto likviditu k financování investic v podobě poskytování nových úvěrů [7].

Forward guidance

Stěžejním prvek tohoto nástroje je komunikace centrální banky směrem k veřejnosti či ostatním subjektům ekonomiky. Centrální banka vydává publikace či veřejná prohlášení, kde na základě svého ekonomického výhledu komunikuje, jakým způsobem a do jaké míry hodlá v budoucnu ovlivňovat ekonomiku. Sděluje, jak hodnotí ekonomickou situaci a jak bude nakládat s nástroji měnové politiky, především sděluje, jak v budoucnu bude manipulovat s úrokovými měrami. Efekt tohoto nástroje je založen na předpokladu, kdy již samotná informace o předpokládaném vývoji, je schopna ovlivnit ekonomické prostředí. Využívání tohoto nástroje má pro jednotlivé subjekty na trhu jako jsou banky, podniky a domácnosti pozitivní efekt, jelikož díky informacím od centrální banky jsou schopny lépe plánovat a přizpůsobovat se nadcházejícímu období. Prakticky jsou subjekty schopny efektivněji řídit své investice či spotřebu. Díky předpovědi vývoje úrokových měr mohou i lépe určit své budoucí náklady spojené s úvěrovým financováním [46].

3 Měnová politika vybraných centrálních bank

Pro účely této práce jsme vybrali Národní banku Ukrajiny a Banku Ruska. V práci se věnujeme realizované měnové politice v období Covid-19 a válečnému konfliktu na Ukrajině. Jako začátek sledovaného období jsme zvolily 1. 3. 2020, jelikož v následujících dnech jsou k dispozici první zmínky o pandemii Covid-19. Konkrétně u Národní banky Ukrajiny jsou v projevu guvernéra ze dne 12. 3. 2020 a u Banky Ruska v projevu guvernéry ze dne 7. 3. 2020 [38][40]. Sledované období dále pokračuje k datu 24. 2. 2022, kdy byl zahájen válečný konflikt na Ukrajině. Jako konec sledovaného období jsme určili datum 14. 4. 2023. V části 3.2.1 a 3.4.1, kde popisujeme vývoj klíčových úrokových měr centrálních bank, jsme toto období rozšířili o 2 roky do minulosti, tedy vývoj klíčových úrokových měr popisujeme od 1. 3. 2018 do 14. 4. 2023.

3.1 Národní banka Ukrajiny (National Bank of Ukraina)

Stejně jako jiné instituce tohoto typu je Národní banka Ukrajiny právnickou osobou, z čehož vyplývá i nutnost právní úpravy. Hovoříme tedy o institutu, který je upraven právními normami státu Ukrajiny. Nejvíce podstatné zákony upravující statut a činnost Národní banky Ukrajiny jsou následující:

- „*CONSTITUTION OF UKRAINE*“,
 - Ústava Ukrajiny,
- „*ЗАКОН УКРАЇНИ Про Національний банк України*“,
 - zákon Ukrajiny O Národní bance Ukrajiny,
- „*ЗАКОН УКРАЇНИ Про банки і банківську діяльність*“,
 - zákon Ukrajiny O bankách a bankovních aktivitách [45].

Ústava Ukrajiny byla přijata 28. června 1996. Pasáže dotýkající se Ukrajinské centrální banky jsou především článek 99, kde je ustanovena Hřivna jako národní měna a následující článek 100 ustanovuje Národní banku Ukrajiny, respektive Radu národní banky Ukrajiny za orgán provádějící měnovou politiku [45].

20. května roku 1999 vstoupil v platnost zákon Ukrajiny O Národní bance Ukrajiny. Národní banka Ukrajiny je právnickou osobou se základním kapitálem 10 milionů hřiven, který je kompletně vlastněn státem. Podobně jako u ostatních subjektů tohoto typu, má i Národní banka Ukrajiny výhradní právo emitovat hotovostní peníze, tedy hovoříme o emisním monopolu. Důležitou oblastí legislativní úpravy jsou vlastnosti jakožto nezávislost a odpovědnost instituce. Tento zákon rovněž upravuje problematiku měnové politiky, kdy například určuje měnově politické cíle a nástroje, které instituce může při výkonu měnové politiky využít [31]. Konkrétněji je tato problematika popsána v následujícím textu 3.1.1 a 3.2

Zákon Ukrajiny O bankách a bankovních aktivitách schválený 7. prosince 2000 stanovuje vlastnosti bankovní soustavy, tedy upravuje vzájemné vztahy mezi komerčními bankami, ostatními subjekty a Národní bankou Ukrajiny, například v oblasti dohledu a regulace. Dále upravuje statut komerčních bank, kdy určuje například kapitálovou strukturu, vznik a zánik banky, způsoby účtování, vykazování a auditu [30].

3.1.1 Cíle Národní banky Ukrajiny

V zákoně Ukrajiny O Národní bance jsou v článku 6. Hlavní funkce určeny hlavní funkce instituce, tyto hlavní funkce v podstatě definují hlavní měnově politické cíle. Jako hlavní funkce, tedy hlavní měnově politické cíle uvádí následující:

„Podle Ústavy Ukrajiny je hlavní funkcí národní banky zajišťovat stabilitu měnové jednotky Ukrajiny. Národní banka by při plnění své hlavní funkce měla vycházet z priority dosažení a udržení cenové stability ve státě“ [31].

„Národní banka v mezích své pravomoci prosazuje finanční stabilitu, včetně stability bankovního systému, pokud to nebrání dosažení cíle definovaného v části druhé tohoto článku“ [31].

Podstatným doplněním k hlavnímu cíli, tedy k cenové stabilitě je, jak cenovou stabilitu definuje legislativa v tomto zákoně v článku 1. Termíny a pojmy:

„cenová stabilita – zachování kupní síly národní měny udržováním nízké, stabilní míry inflace měřené indexem spotřebitelských cen ve střednědobém horizontu (od 3 do 5 let)“ [31].

Tato definice cenové stability se shoduje s naším vymezením v předešlé části textu 1.2.2, avšak toto vymezení rozšiřuje o časovou specifikaci, kdy zákon hovoří o střednědobém horizontu. Střednědobí horizont definuje jako období 3 až 5 let [31]. Toto prakticky znamená, že při pohledu na časovou řadu vývoje indexu spotřebitelských cen mohou nastat krátkodobé výkyvy, avšak za období 3 až 5 let by průměr těchto hodnot měl odpovídat požadované hodnotě, kterou Národní banka Ukrajiny v roce 2015 stanovila na 5 % s rozsahem odchylky ± 1 % [9]. Vývoj ročního indexu spotřebitelských cen byl od roku 2015 následující:

Tabulka 1: Vývoj indexu spotřebitelských cen v období 2015 až 2022

Rok	Hodnota
2015	43,3 %
2016	12,3 %
2017	13,7 %
2018	9,8 %
2019	4,1 %
2020	5,0 %
2021	10,0 %
2022	26,6 %

Zdroj: [16]

Z výše zmíněného vyplývá skutečnost, kdy se v letech 2019 a 2020 nejvíce přiblížila Národní banka Ukrajiny stanovenému cíli cenové stability.

Důvodem, proč se liší cílená míra inflace od ostatních států, například v Evropě, odůvodňuje Národní banka Ukrajiny nerozvinutostí ekonomiky, jelikož je Ukrajina z pohledu ekonomie a trhu řazena do skupiny rozvíjejících se ekonomik. V rozvíjejících ekonomikách, kde došlo k přechodu na režim cílování inflace, zprvu subjekty trhu nevěří tomuto režimu, a proto se jejich inflační očekávání značně liší. Benevolentněji nastavený inflační cíl umožňuje instituci snadněji dosahovat tohoto cíle, a tedy v čase obhájit svoji schopnost ovlivňovat inflaci směrem

k cíli. Tímto v čase roste důvěra z pohledu ostatních subjektů, a tedy se inflační očekávání přibližují a sjednocují s inflačním cílem [47].

Další hlavní cíl, finanční stabilitu zákon definuje prakticky stejně, jak jsme jej definovali dříve v textu 1.2.2.

„finanční stabilita – stav finančního systému, ve kterém je schopen řádně zajistit schopnost efektivně vykonávat své klíčové funkce, jako je finanční zprostředkování a zajišťování realizace platebního styku, a tím přispívat k udržitelnému hospodářskému růstu, jakož i odolávat negativnímu dopadu krizových jevů na ekonomiku“ [31].

Tabulka 2: Měnově politické cíle Národní banky Ukrajiny

Měnově politický cíl	Definice měnově politického cíle
Cenová stabilita	Zajištění kladné hodnoty inflace na úrovni 5 % ve střednědobém horizontu 3 až 5 let s možnou odchylkou ± 1 %.
Finanční stabilita	Zajistit schopnost finančního systému efektivně a dlouhodobě plnit svou funkci.

Zdroj: [9][11][31]

3.1.2 Nástroje měnové politiky Národní banky Ukrajiny

Hlavními měnově politickými nástroji Národní banky Ukrajiny jsou úrokové míry. Jejich definice je takřka shodná s námi popsanou definicí v části 2.1. Liší se ve způsobu stanovení, kdy u Národní banky Ukrajiny jednotlivé úrokové míry nejsou vyhlašovány zvlášť, avšak je stanovena klíčová (základní) úroková míra a na základě její hodnoty jsou pak automaticky stanoveny i ostatní úrokové míry pro vklady či úvěry přes noc. Horní úroková míra pro úvěry přes noc je vždy o 2 procentní body vyšší, a naopak spodní úroková míra pro vklady přes noc je o 2 procentní body nižší. Toto pásmo úrokových měr pak Národní banka Ukrajiny nazývá *„Koridor úrokových sazeb pro nástroje trvalého přístupu“*. Nástroje trvalého přístupu jsou jednodenní vklady či úvěry komerčních bank u Národní banky Ukrajiny [19]. V průběhu sledovaného období bylo i s rozsahem tohoto koridoru manipulováno, tedy docházelo k zúžení i rozšíření, které popisujeme v části 3.2.1.

Devizové intervence Národní banka Ukrajiny využívá k několika účelům. I když byl směnný kurz Hřivny flexibilní, intervencemi se Národní banka Ukrajiny snažila o vyhlazení nečekaných a výrazných výkyvů. V návaznosti na začátek válečného konfliktu Národní banka Ukrajiny kurz zafixovala a pro jeho udržení využívá právě devizové intervence. Dále intervence využívá k správě svých mezinárodních rezerv [19].

V části 2.1, kde definujeme povinné minimální rezervy, hovoříme o nástroji jako o „tradičním“, kdy centrální banky s tímto nástrojem nemanipulují. Národní banka Ukrajiny při výkonu měnové politiky ve sledovaném období tento nástroj využila několikrát.

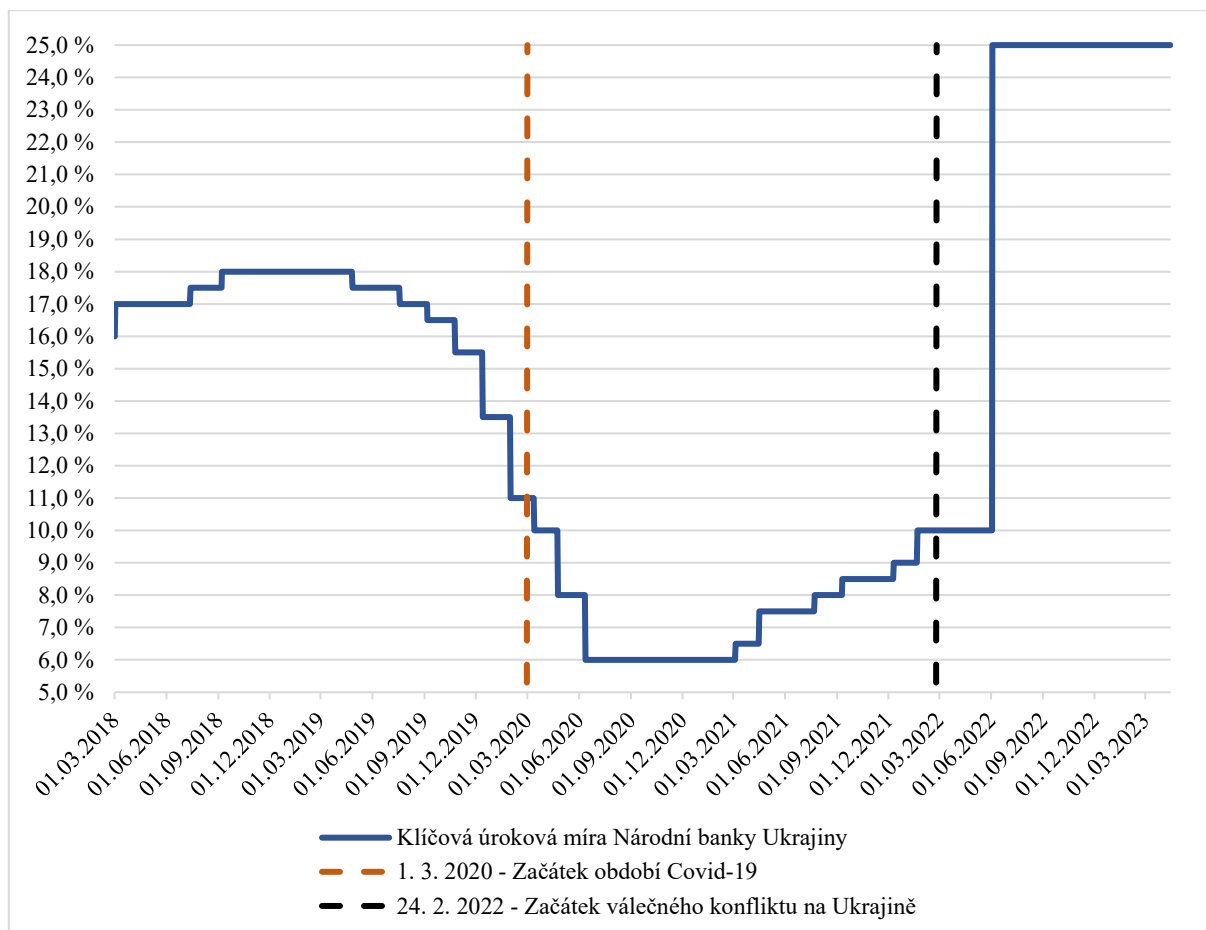
3.2 Měnová politika realizovaná Národní bankou Ukrajiny

Národní banka Ukrajiny ve sledovaném období realizovala v návaznosti na ekonomickou situaci v zemi expanzivní i restriktivní měnovou politiku. K výkonu měnové politiky Národní banka Ukrajiny využila nástroje, které jsme zmínili v předešlé části 3.1.2.

Hlavními prameny, ze kterých jsme čerpali informace k popsání realizované měnové politiky, byly projevy jednotlivých guvernérů Národní banky Ukrajiny. Tyto projevy obsahovaly především informace k nadcházejícím měnově politickým opatřením, která ve většině případů nabyly platnosti následující pracovní den po projevu. Dále byla v těchto projevech krátce komentována ekonomická situace v zemi, chystaná měnově politická opatření a také například hlavní sledovaná rizika. Krom projevů jsme dodatečně využili i ostatní publikované materiály Národní bankou Ukrajiny.

3.2.1 Vývoj klíčové úrokové míry ve sledovaném období

Hodnota úrokové míry byla vyhlášována po každém měnově politickém jednání Národní banky Ukrajiny. Její budoucí hodnota byla uveřejněna v následném projevu guvernéra a platnosti nabyly následující pracovní den. Obrázek 1 popisuje vývoj klíčové úrokové míry v období od 1. 3. 2018 do 14. 4. 2023. V období před začátkem Covidu-19, krom mírného ochlazení globální ekonomiky, nenastali žádné podstatné události, které by výrazně ovlivnily vývoj ekonomiky. Této skutečnosti odpovídá i vývoj klíčové úrokové míry za toto období v Obrázek 1, tedy období od 1. 3. 2018 do 1. 3. 2020.



Obrázek 1: Vývoj klíčové úrokové míry Národní banky Ukrajiny v období od 2018 do 2023

Zdroj: [25]

V projevu ze dne 12. 12. 2020 guvernér Národní banky Ukrajiny poprvé zmiňuje skutečnost šíření nového onemocnění Covid-19 [38]. Dne 13. 3. 2020, jak popisuje Obrázek 1, byla klíčová úroková míra stanovena na 10 %. Následně pozorujeme průběžný pokles v čase, který je ukončen 12. 6. 2020, kdy byla klíčová úroková míra stanovena na 6 % [25]. Tento pokles charakterizujeme jako expanzivní přístup k měnové politice, jak jsme jej vymezili v části 1.2. V tomto období Národní banka Ukrajiny reagovala na příchod Covid-19, kdy vzniklo velké riziko hospodářského úpadku [38]. Následující vývoj klíčové úrokové míry byl neutrální. Po relativně dlouhém období neměnné klíčové úrokové míry s hodnotou 6 %, které trvalo od 12. 6. 2020 do 4. 3. 2021, Národní banka Ukrajiny zahájila její postupné zvyšování, tedy začala prosazovat restriktivní přístup k měnové politice. 5. 3. 2021 vstoupila v platnost nová hodnota klíčové úrokové míry 6,5 %, kdy tato změna zahájila růst klíčové úrokové míry v celém následujícím období. Tento růst klíčové úrokové míry se dočasně zastavil 21. 2. 2022, kdy Národní banka Ukrajiny stanovila hodnotu úrokové míry na 10 % [25]. Po začátku invaze 24. 2. 2022 následoval 3. 3. 2022 projev tehdejšího guvernéra o měnové politice, kde komentoval

rozhodnutí o klíčové úrokové míře. Informoval o skutečnosti ponechání dosavadní míry 10 %. Toto rozhodnutí bylo učiněno, jelikož v prostředí válečného konfliktu a po zavedení řady dalších opatření, které popisujeme následně v části 3.2.4, ztratili tradiční měnově politické nástroje, jako je i klíčová úroková míra svoji účinnost [3].

Ke změně klíčové úrokové míry došlo 3. 6. 2022, kdy bylo rozhodnuto o jejím razantním zvýšení na 25 %. V projevu ze dne 2. 6. 2022 je stále přítomno tvrzení, že klíčová úroková míra postrádá svůj plný efekt, avšak zvýšení sazby bylo provedeno za účelem ztraktivnění hřivenských aktiv, v důsledku čehož, by dle předpokladu mělo dojít k snížení tlaku na devizovém trhu. Dále by toto opatření mělo napomoci ochránit úspory subjektů a omezit dolarizaci ekonomiky [36].

Změny v koridoru úrokových sazeb pro nástroje trvalého přístupu

Jak jsme poznamenali dříve v textu, v průběhu sledovaného období se Národní banka Ukrajiny rozhodla měnit i rozpětí svého koridoru úrokových měr. První změnu vyhlásila na období od 12. 6. 2020 do 2. 6. 2022, tedy téměř na 2 roky. Zúžila rozpětí koridoru z ± 2 procentních bodů na ± 1 procentní bod. Dne 3. 6. 2022 kdy do platnosti vstoupila i nová klíčová úroková míra, byl tento koridor navrácen zpět do rozpětí ± 2 procentní body. Toto rozpětí trvalo do 7. 4. 2023, kdy bylo změněno, avšak pouze z části. Horní hranice pro úvěry přes noc zůstala stejná, tedy + 2 procentní body oproti klíčové úrokové míře. Spodní hranice pro vklady přes noc byla výrazně snížena o dodatečné 3 procentní body na úroveň -5 procentních bodů oproti klíčové úrokové míře [25].

3.2.2 Devizové intervence

I když jsou v moderních ekonomikách devizové intervence méně obvyklé, a tedy jsou považovány za nekonvenční měnově politický nástroj, ve sledovaném období sehrály významnou roli a Národní banka Ukrajiny intervenovala takřka nepřetržitě. Devizové intervence jako nástroj měnové politiky centrálních bank jsme vymezili v části 2.2.

Národní banka Ukrajiny využívá devizové intervence jako nástroj měnové politiky z několika důvodů, kdy stěžejním je „*vyrovnat nadměrnou volatilitu směnného kurzu*“ [19]. Covid-19 způsobil turbulence takřka ve všech oblastech světové ekonomiky, tedy i na finančních trzích. Nutnost intervenovat či výrazně zvyšovat objemy intervencí bylo nutné pro stabilizaci kurzu domácí měny a vyhnout se tak volatilnímu vývoji kurzu [38]. V druhé polovině sledovaného období došlo 24. 2. 2022 v důsledku vzniku ozbrojeného konfliktu na Ukrajině k fixaci kurzu [21]. Tento kurz musel být v čase opodstatněn, tedy musel odpovídat realitě a dynamice

nabídkově-poptávkového aparátu. Konkrétní průběh intervencí je popsán dále v textu. Následující Tabulka 3 a Obrázek 2 popisují objemy devizových intervencí provedené Národní bankou Ukrajiny ve sledovaném období.

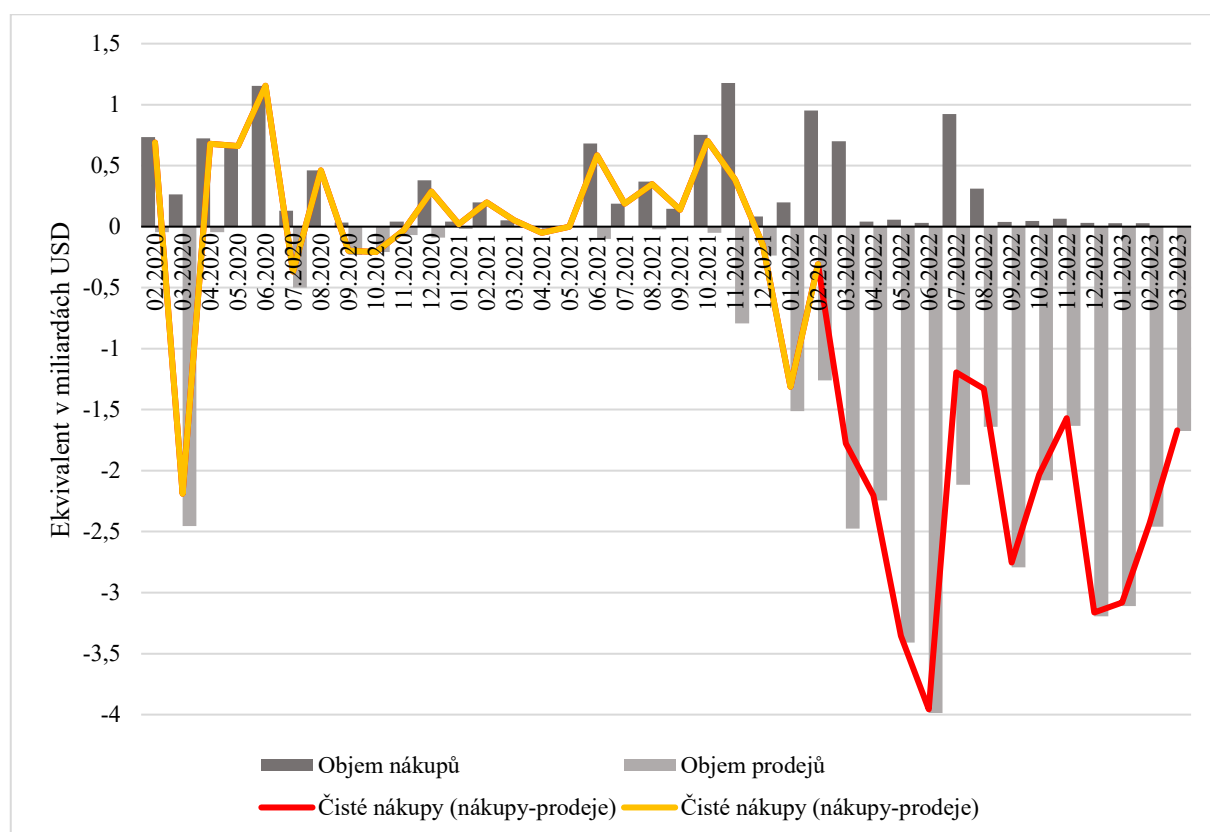
Tabulka 3: Objemy devizových intervencí Národní banky Ukrajiny v období Covid-19 a válečného konfliktu na Ukrajině

Datum	Ekvivalent v miliardách amerických dolarů		
	Objem nákupů	Objem prodejů	Čisté nákupy (nákupy-prodeje)
02.2020	0,734	-0,045	0,689
03.2020	0,264	-2,4536	-2,1896
04.2020	0,7233	-0,0445	0,6788
05.2020	0,6606	0	0,6606
06.2020	1,155	0	1,155
07.2020	0,13	-0,4987	-0,3687
08.2020	0,4605	0	0,4605
09.2020	0,034	-0,2315	-0,1975
10.2020	0	-0,2083	-0,2083
11.2020	0,041	-0,07	-0,029
12.2020	0,3786	-0,0894	0,2892
01.2021	0,04	-0,02	0,02
02.2021	0,2	0	0,2
03.2021	0,0505	0	0,0505
04.2021	0	-0,05	-0,05
05.2021	0	0	0
06.2021	0,6828	-0,0995	0,5833
07.2021	0,188	0	0,188
08.2021	0,3688	-0,0205	0,3483
09.2021	0,1466	-0,007	0,1396
10.2021	0,7522	-0,0496	0,7026
11.2021	1,1778	-0,7926	0,3852
12.2021	0,084	-0,2365	-0,1525
01.2022	0,1977	-1,5112	-1,3135
02.2022	0,9512	-1,259	-0,3078
Pozice za období Covid-19: Čistý kupec			1,7337
24.02.2022 - začátek válečného konfliktu na Ukrajině			
03.2022	0,69969	-2,47589	-1,7762
04.2022	0,041	-2,24431	-2,20331
05.2022	0,05638	-3,41059	-3,35421
06.2022	0,031	-3,98732	-3,95632
07.2022	0,92201	-2,11699	-1,19498
08.2022	0,3117	-1,64137	-1,32967
09.2022	0,0394	-2,7921	-2,7527

10.2022	0,0477	-2,07963	-2,03193
11.2022	0,06394	-1,63269	-1,56875
12.2022	0,0296	-3,19312	-3,16352
01.2023	0,0285	-3,11063	-3,08213
02.2023	0,02765	-2,45865	-2,431
03.2023	0,00515	-1,67412	-1,66897
Pozice za období válečného konfliktu: Čistý prodejce			-30,514

Zdroj: [21]

Zeleně označené hodnoty v Tabulka 3 jsou hodnoty za období, kdy byla Národní banka Ukrajiny v pozici čistého kupce, jelikož nakoupila větší objem zahraničních měn, než jich za dané období prodala. Oproti tomu červeně označené hodnoty reprezentují pozici čistého prodejce, kdy Národní banka Ukrajiny prodala větší objem zahraničních měn, než jich nakoupila.



Obrázek 2: Objemy devizových intervencí Národní banky Ukrajiny v období Covid-19 a válečného konfliktu na Ukrajině

Zdroj: [21]

Souhrnný ukazatel čistého nákupu ukazuje, že Národní banka Ukrajiny byla po dobu sledovaného období v pozici čistého prodejce. Tento ukazatel je v Obrázek 2 opět graficky odlišen na období pandemie Covid-19 (žlutá) a na období ozbrojeného konfliktu na Ukrajině (červená). V grafu jsou dobře viditelné výrazné výkyvy. Prvním výrazným výkyvem je březen

2020, kdy čisté nákupy dosáhly výrazně negativní hodnoty -2,1896 miliard v ekvivalentu amerických dolarů. Tento zvýšený objem intervencí byl nezbytným k potlačení turbulencí způsobenými šířením onemocnění Covid-19 [38][21]. Po tomto výkyvu následovalo relativně klidné a dlouhé období bez výrazných výkyvů. V tomto období a převážně pak v průběhu roku 2021 byly hodnoty čistého nákupu převážně v kladných hodnotách, tedy se v průměru Národní banka Ukrajiny dostala do pozici čistého kupce.

Začátkem roku 2022 ruská strana na svých hranicích začala stupňovat napětím a vyvíjet tak převážně psychologický nátlak na stranu ukrajinskou. V důsledku toho vznikl na devizovém trhu nepříznivý sentiment, což zapříčinilo i reakci Národní banky Ukrajiny, která začala objemy intervencí zvyšovat za účelem stabilizace kurzu. Národní banka Ukrajiny v den začátku invaze 24. 2. 2022 reagovala zafixováním směnného kurzu na hodnotu 29,25 UAH/USD. Aby tento kurz udržela, zahájila z hlediska jejich objemu výrazné devizové intervence, aby kompenzovala značný tlak na oslabení kurzu domácí měny. Devizové intervence dosáhli vrcholu za měsíc červen roku 2022 s objemem -3,95632 miliard v ekvivalentu amerických dolarů. Po tomto vrcholu následovala dne 21. 7. 2022 změna fixního devizového kurzu na hodnotu 36,57 UAH/USD, opět za kontinuálního užívání výrazných devizových intervencí [21][29]. Zároveň v tomto období Národní banka Ukrajiny uplatnila i opatření administrativní povahy, která značně limitovala transakce s národní měnou na devizovém trhu. Tato opatření popisujeme dále v textu 3.2.4.

3.2.3 Měnově politická opatření v období pandemie Covid-19

První opatření spojená s pandemií Covid-19, krom již popsané manipulace s klíčovou úrokovou mírou, byla oznámena v projevu ze dne 23. 4. 2020, kdy byl představen balíček opatření, který byl v období duben až červen roku 2020 postupně zaváděn do praxe. V tomto období Národní banka Ukrajiny zvýšila splatnost refinančních úvěrů z 30 na 90 dní. Rovněž pro své operace rozšířila seznam akceptovaných zástavních cenných papírů. Další částí balíčku je nástroj pro úrokové swapy dostupný od druhého čtvrtletí téhož roku, který bankám pomohl se zajištěním proti úrokovému riziku. Posledním opatřením oznámeného balíčku je zavedení dlouhodobých refinančních úvěrů. Tyto úvěry měly splatnost 5 let a byly úročeny pohyblivou úrokovou sazbou. Hlavním účelem zavedení těchto nových nástrojů je zajištění dostatku likvidity pro banky a podpora úvěrové emise [39]. V projevu ze dne 9. 9. 2021 je avizováno ukončení těchto nástrojů. Konkrétně od 1. 10. 2021 byla prodloužená doba splatnosti refinančních úvěrů zkrácena zpět z 90 na 30 dní. Dostupnost zavedených dlouhodobých refinančních úvěrů byla počínaje 4. čtvrtletí roku 2021 ukončena [37].

Tabulka 4: Měnová politika Národní banky Ukrajiny v období Covid-19

Nástroj měnové politiky	Manipulace s nástrojem
Klíčová úroková míra	V první polovině období Covid-19 prosazován expanzivní přístup (snižování) následovaný neutrálním přístupem (konstantní vývoj). V druhé polovině období uplatňován restriktivní přístup (zvyšování). Viz Obrázek 1.
Úrokový koridor	Od června roku 2020 do června roku 2022 rozpětí zúženo z hodnoty ± 2 procentní body na hodnotu ± 1 procentní bod.
Devizové intervence	Využity kontinuálně v celém období. Za období Covid-19 v pozici čistého kupce (Σ nákupů $>$ Σ prodejů). Viz Tabulka 3.
Podpora likvidity	Zvýšení splatnosti refinančních úvěrů z 30 na 90 dní. Zavedení dlouhodobých refinančních úvěrů se splatností 5 let. Rozšíření akceptovaného kolaterálu.

Zdroj: [21][25][39]

3.2.4 Měnově politická opatření v období válečného konfliktu na Ukrajině

V návaznosti na začátek ozbrojeného konfliktu na Ukrajině byl urychleně vydán dekret „*O fungování bankovního systému při zavádění stanného práva*“. Tímto byla dnem vydání 24. 2. 2022 uzákoněna nová opatření, jejichž hlavním účelem bylo zajištění stability finančního systému [28]. Opatřeních byla v tomto dekretu celá řada. Uvádíme příklady těchto opatření.

Národní banka Ukrajiny tímto dekretem až na výjimky zakázala výběr hotovosti v domácí či zahraniční měně převyšující ekvivalent 100 000 hřiven za den. Zároveň nařídila poskytovatelům platebních služeb užívání bezhotovostního platebního styku. Bankám bylo v tomto dekretu nařízeno udržovat své pobočky nepřetržitě v provozu, pokud není ohrožené zdraví či životy osob a posílit zásobu hotovosti v bankomatech umožňující výběr těchto prostředků. Národní banka Ukrajiny v případě potřeby likvidity refinancovala komerční banky na dobu až jednoho roku. Tímto dekretem byla výrazně omezena možnost devizových obchodů jak pro banky, tak i pro jejich klienty. Rovněž je zde uvedeno zafixování směnného kurzu hřivny vůči americkému dolaru. Komerčním bankám je až na výjimky zakázáno převádět domácí nebo cizí měnové hodnoty na účty zahraničních subjektů. Národní banka Ukrajiny zakazuje jakékoli finanční operace spojené s měnou Ruska a Běloruské republiky, dále pak s rezidenty těchto zemí, ať už s právníky či fyzickými osobami [28].

Dnem 10. 1. 2023 vstoupilo v platnost avizované opatření, týkající se vybraných minimálních rezerv. U vkladů na běžných účtech a netermínovaných vkladech v národní měně ze stran fyzických i právnických osob se zvýšila míra povinných minimálních rezerv z 0 % na 5 %. Pro tyto druhy vkladů v cizí měně došlo rovněž ke zvýšení z 10 % na 15 %. Národní banka Ukrajiny zároveň umožnila komerčním bankám pokrýt své minimální rezervy z 50 % domácími státními

dluhopisy [26]. Zvýšení míry povinných minimálních rezerv bylo učiněno znovu, kdy od 11. 2. 2023 míry vzrostly u vkladů v domácí měně z 5 % na 10 % a u vkladů v zahraniční měně z 15 % na 20 % [24]. K opětovnému zvýšení povinných minimálních rezerv došlo 11. 3. 2023. Od tohoto data musí být vklady v domácí měně pokryty minimálně z 20 % oproti původním 10 % a vklady v cizí měně z 30 % oproti původním 20 % [23]. Národní banka Ukrajiny nikterak nezvýšila povinné minimální rezervy z termínovaných vkladů s tříměsíční splatností, což má posílit účinnost následujícího opatření ze dne 7. 4. 2023.

Počínaje 7. 4. 2023 Národní banka Ukrajiny zavedla nové tříměsíční depozitní certifikáty s fixovanou úrokovou mírou odpovídající klíčové úrokové míře. Prostředky, které banky na nákup mohou využít, musí být ze 70 % vklady veřejnosti se splatností minimálně tři měsíce. Toto opatření má zatraktivnit tyto depozitní certifikáty a motivovat banky, aby svým klientům nabízely vklady s danou splatností, což má v konečném důsledku posílit zájem o úspory ze strany veřejnosti. Toto opatření zároveň podporuje snížení jednodenní úrokové míry na vklady přes noc, tedy toto snížení má opět motivovat banky využívat dlouhodobější depozitní certifikáty [22].

Tabulka 5: Měnová politika Národní banky Ukrajiny v období válečného konfliktu na Ukrajině

Nástroj měnové politiky	Manipulace s nástrojem
Klíčová úroková míra	Restriktivní přístup. Razantní zvýšení na hodnotu 25 %. Viz Obrázek 1.
Úrokový koridor	7. 4. 2023 částečná změna rozpětí. Spodní hranice pro vklady přes noc snížena o 3 procentní body na úroveň -5 procentních bodů oproti klíčové úrokové míře.
Devizové intervence	Využity kontinuálně v celém období válečného konfliktu na Ukrajině. Za toto období v pozici čistého prodejce (Σ nákupů $<$ Σ prodejů). Viz Obrázek 2.
Fixace směnného kurzu	24. 2. 2022 zafixováno na úrovni 29,25 UAH/USD. 21. 7. 2022 zafixováno na úrovni 36,57 UAH/USD.
Administrativní opatření	Zákaz výběru hotovosti nad 100 000 hřiven za den. Výrazné omezení devizových operací jak pro banky, tak jejich klienty. Zakázán převod deviz do zahraničí. Embargo na měnu Běloruska a Ruska a jejich rezidenty.
Podpora likvidity	V případě potřeby likvidity refinancování komerčních bank na dobu až jednoho roku.
Povinné minimální rezervy	Postupné zvýšení v průběhu období u vybraných druhů vkladů. Vklady na běžných účtech a netermínované vklady v národní měně prvně z 0 % na 5 %, poté z 5 % na 10 % a posledně z 10 % na 20 %. Vklady na běžných účtech a netermínované vklady v cizí měně prvně z 10 % na 15 %, poté z 15 % na 20 % a posledně z 20 % na 30 %. Umožnění pokrytí z 50 % domácími státními dluhopisy.
Depozitní certifikáty	7. 4. 2023 zavedeny nové tříměsíční depozitní certifikáty.

Zdroj: [21][22][23][24][25][26][28][29]

3.3 Banka Ruska (Bank of Russia)

Historie Banky Ruska, respektive jejich předchůdců, sahá až do roku 1860. Aktuální právní struktura vymezení instituce Banky Ruska je relativně podobná jako u Národní Banky Ukrajiny. Statut, vlastnosti, funkce a další právní náležitosti jsou především upraveny následujícími zákony:

- „*Constitution of the Russian Federation*“,
 - Ústava Ruské federace,
- „*Federal Law No. 86-FZ ‘On the Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia)’*“,

- Federální zákon č. 86-FZ „O Centrální bance Ruské federace (Banka Ruska)“,
- „Federal Law No. 395-1 On banks and banking activities“,
- Federální zákon č. 395-1 O bankách a bankovních aktivitách [14].

Ústava Ruské federace vydaná dne 10. 6. 2002 dává Bance Ruska výhradní právo na hotovostní emisi oběživa. Stanovuje její hlavní funkci, což je chránit ruský rubl a zajišťovat jeho stabilitu.

Více rozvinuté právní vymezení institutu je ve federálním zákoně č. 86-FZ „O Centrální bance Ruské federace (Banka Ruska)“, kde je právně upravena nezávislost instituce, její hlavní i vedlejší funkce a další. Banka Ruska je veřejnoprávní instituce, která má zákonodárné pravomoci související s její činností vymezenou ve federálním zákoně č. 86-FZ.

Ve federálním zákoně č. 395-1 O bankách a bankovních aktivitách ze dne 2. 12. 1990 je právně upraven finanční systém a jeho fungování.

Důležitou skutečností, která ovlivnila finanční systém Ruské federace, je zavedení platebního systému Mir. Stalo se tomu tak v roce 2015, kdy v prosinci tohoto roku, byla vydána první platební karta [12]. Toto souvisí s jednou z hlavních funkcí Banky Ruska rozvíjet národní platební styk.

3.3.1 Cíle Ruské centrální banky

Oproti ostatním institucím tohoto typu má Banka Ruska stanoveny větší množství hlavních měnově politických cílů. Federální zákon č. 86-FZ definuje hlavní měnově politické cíle Banky Ruska následovně:

- ochránit rubl a jeho stabilitu (cenová stabilita),
- zajistit stabilitu a rozvoj finančního systému Ruské federace,
- zajistit stabilitu a rozvoj národního platebního styku,
- zajistit stabilitu a rozvoj finančního trhu Ruské federace [14].

Banka Ruska uplatňuje režim měnové politiky cílování inflace, kdy předpokladem pro splnění hlavního cíle cenové stability je udržet inflaci na stanovené hodnotě. Inflační cíl je stanoven na hodnotu „blízko 4 %“. Na rozdíl od Národní banky Ukrajiny, Banka Ruska nedefinuje konkrétně možnou procentuální odchylku od inflačního cíle [18].

3.3.2 Nástroje měnové politiky Banky Ruska

Banka Ruska k výkonu měnové politiky užívá několik úrokových měr, které se vždy odvíjejí od klíčové úrokové míry. Tyto různé úrokové míry se užívají konkrétně k daným

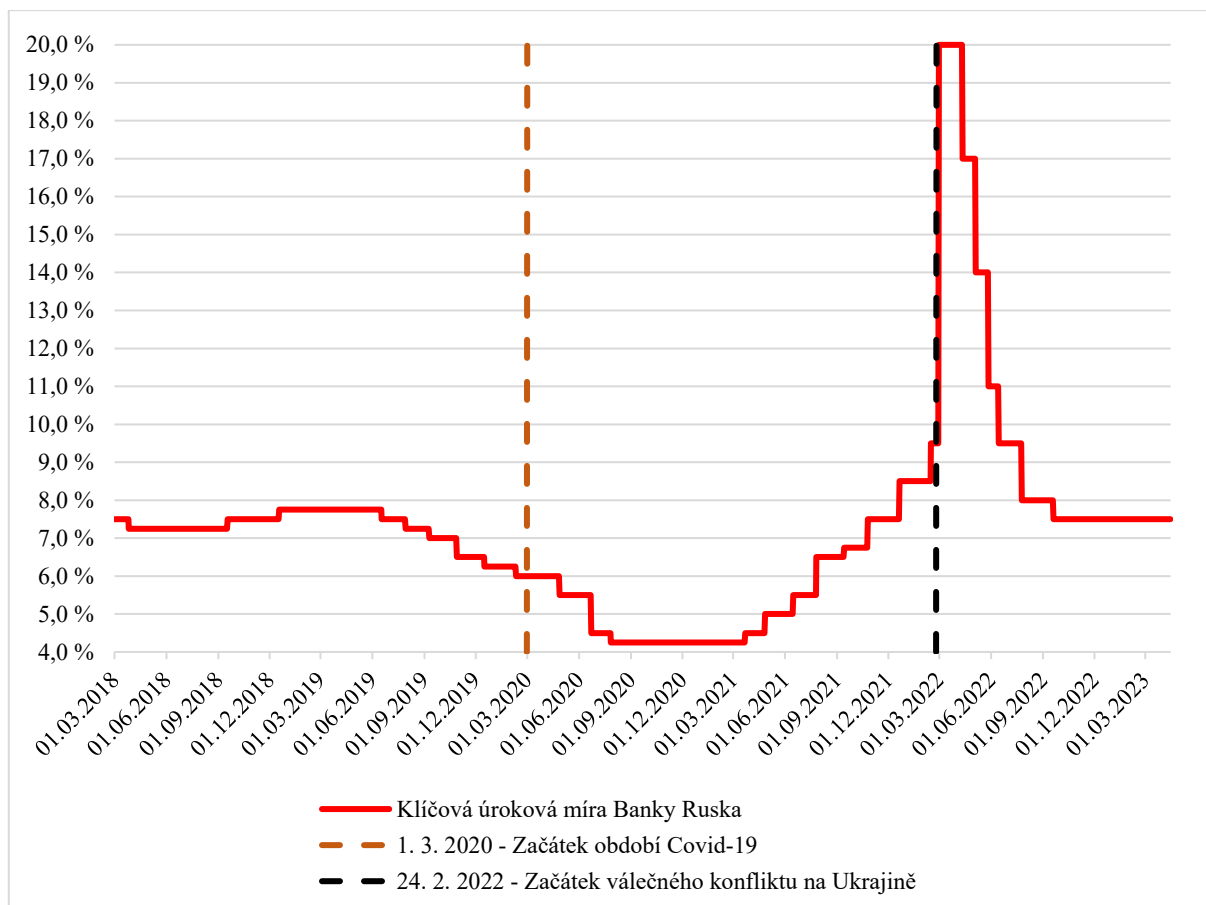
mezibankovním operacím. V zájmu možnosti komparace s Národní bankou Ukrajiny se v následujícím textu omezíme pouze na klíčovou úrokovou míru, úrokovou míru pro vklady přes noc a na úrokovou míru pro úvěry přes noc [17]. Tyto vybrané úrokové míry se vymezením shodují s naším vymezením v části 2.1, až na výjimku u klíčové úrokové míry. Na rozdíl od našeho vymezení se klíčová úroková míra aplikuje na vklady komerčních bank u Banky Ruska se splatností 7 dní nebo 1-6 dní. Operace s vklady na 7 dní banka označuje jako „*Hlavní operace*“ a operace s vklady na 1-6 dní označuje jako „*Jemné doladovací operace*“. Tyto druhy operací mají standardní podobu REPO operace. Standardní operace se splatností 14 dnů Banka Ruska nevyužívá. Úroková míra pro vklady přes noc je rovna klíčové úrokové míře -1 procentní bod. Naopak úroková míra pro úvěry přes noc je rovna klíčové úrokové míře +1 procentní bod. Toto nastavení úrokových měr tvoří tzv: „*Koridor úrokových měr Banky Ruska*“ [17].

3.4 Měnová politika realizovaná Ruskou centrální bankou

Banka Ruska ve sledovaném období prosazovala restriktivní a expanzivní přístup k měnové politice. K realizaci měnové politiky využila některé nástroje měnové politiky, které popisujeme v části 3.3.2. Jako hlavní informační zdroj jsme využili projevy guvernérky Elviry Nabiulliny a jiné elektronické publikace Banky Ruska [32].

3.4.1 Vývoj klíčové úrokové míry ve sledovaném období

Obrázek 3 popisuje vývoj klíčové úrokové míry v období od 1. 3. 2018 do 14.4. 2023. V období před začátkem Covidu-19, krom mírného ochlazení globální ekonomiky, nenastali žádné podstatné události, které by výrazně ovlivnily vývoj ekonomiky. Této skutečnosti odpovídá i vývoj klíčové úrokové míry za toto období v Obrázek 3, tedy období od 1. 3. 2018 do 1. 3. 2020 konstatujeme jako výchozí pro následný vývoj.



Obrázek 3: Vývoj klíčové úrokové míry Banky Ruska v období od 2018 do 2023

Zdroj: [13]

První zmínku o šíření onemocnění Covid-19 jsme zaznamenali v projevu ze dne 7. 2. 2020 [40]. Budoucí hodnota klíčové úrokové míry byla uveřejněna v projevu guvernérky a v platnost vstoupila následující pracovní den. Banka Ruska ve spojitosti s šířením onemocnění Covid-19 uplatňovala expanzivní přístup k měnové politice, kdy zprvu snižovala klíčovou úrokovou míru z hodnoty 6 % na úroveň 4,25 %, která platila od 27. 7. 2020 do 21. 3. 2021. Po relativně dlouhém období neměnné úrokové míry dne 22. 3. 2021 začala platit nová klíčová úroková míra 4,5 %, kterou Banka Ruska zahájila růst úrokové míry, a tedy i uplatňování restriktivního přístupu k měnové politice. Růst klíčové úrokové míry vyvrcholil v návaznosti na vznik válečného konfliktu na Ukrajině. Před vojenským konfliktem byla úroková míra na úrovni 9,5 %. Hodnota klíčové úrokové míry byla razantně zvýšena dne 28. 2. 2022, pár dnů po začátku konfliktu, na 20 %. Poté co se uvolnil prvotní šok ze vzniku konfliktu, začala Banka Ruska opět uplatňovat expanzivní přístup k měnové politice a svou klíčovou úrokovou míru opět snižovat. V následujícím období Banka Ruska po relativně velkých skocích snižovala úrokovou míru až na hodnotu 7,5 %, která je do jisté míry srovnatelná s úrokovou mírou v předválečném období [13].

3.4.2 Měnově politická opatření v období pandemie Covid-19

První zmínka o šíření nového onemocnění Covid-19 je přítomna v projevu ze dne 7. 2. 2022, kde jsou rovněž ve zkratce komentována i nová opatření [40]. Tato opatření jsou především zaměřena na podporu občanů, malých a středních podniků skrze finanční systém. Stěžejním opatřením v balíčku je poskytnutí dodatečné likvidity Bankou Ruska finančnímu systému v celkové výši 500 miliard rublů. Tuto dodatečnou likviditu mohli finanční instituce čerpat za účelem poskytování či restrukturalizování úvěrů pro malé a střední podniky. Z této sumy byla konkrétně vyčleněna část 150 miliard rublů na úvěry za účelem financování mzdových výdajů malých a středních podniků. Tato likvidita byla alokována mezi finanční instituce na základě jejich ratingu a struktury úvěrového portfolia. Finanční instituce tuto likviditu čerpaly za zvýhodněnou úrokovou míru stanovenou na hodnotu 4 % a splatnost tohoto úvěru byla do 1 roku [2]. Podmínky pro získání nároku na část této dodatečné likvidity Banka Ruska v čase upravovala.

Opatření, které již má účelně podpořit finanční systém, je uvolnění dříve nashromážděných rezerv v hodnotě okolo 110 miliard rublů. Tyto rezervy Banka Ruska uvolnila za účelem kompenzování komerčním bankám výpadky v oblasti splácení poskytnutých hypotečních úvěrů ze stran klientů, které způsobily hypoteční prázdniny [32]. Opatření bylo komentováno v projevu ze dne 3. 4. 2020.

17. 4. 2020 bylo zavedeno opět několik nových opatření. Jedno se týkalo dalšího upravení podmínek pro restrukturalizaci úvěrů pro některé klienty finančních institucí. Podstatnou změnou byla změna sazby pro systém pojištění vkladů. Do konce roku 2020 Banka Ruska pro banky snížila povinnost přispívat 0,15 % do systému pojištění vkladů na 0,1 % [33].

V návaznosti na rozhodnutí snížit klíčovou úrokovou míru dne 24. dubna, byla snížena i zvýhodněná úroková míra 4 % na 3,5 % u stěžejního opatření poskytující dodatečnou likviditu v souhrnné hodnotě 500 miliard rublů finančním institucím [41]. K dalšímu snížení zvýhodněné úrokové míry z 3,5 % na 2,5 % došlo opět v návaznosti na rozhodnutí za dne 19. 6. 2020 o snížení klíčové úrokové míry [42][10].

Tabulka 6: Měnová politika Banky Ruska v období Covid-19

Nástroj měnové politiky	Manipulace s nástrojem
Klíčová úroková míra	Na začátku období Covid-19 prosazován expanzivní přístup (snižování) následovaný neutrálním přístupem (konstantní vývoj). V druhé polovině období uplatňován restriktivní přístup (zvyšování).
Podpora likvidity	Uvolnění 500 miliard rublů na podporu malých a středních podniků skrze finanční systém za zvýhodněnou úrokovou míru. Uvolnění 110 miliard rublů pro finanční systém na kompenzaci hypotečních prázdnin.
System pojištění vkladů	Dočasné snížení povinnosti přispívat 0,15 % do systému na 0,1 %.
Povinné minimální rezervy	3. 3. 2022 sníženy povinné minimální rezervy na závazky vůči nerezidentům.

Zdroj: [2][5][13][33]

3.4.3 Měnově politická opatření v období válečného konfliktu na Ukrajině

Po začátku ozbrojeného konfliktu na Ukrajině 24. 2. 2022 byla zavedena řada opatření. Krom zvýšení klíčové úrokové míry mají tato opatření především administrativní povahu. Opatření jsou krátce komentovaná v projevu ze dne 28. 2. 2022 [43]. Prvním opatřením bylo využití nástroje devizových intervencí, kdy Banka Ruska 25. 2. 2022 provedla devizové intervence o objemu 1 miliardy amerických dolarů. Další intervence provedla 28. 2. 2022 v objemu 226 milionů amerických dolarů [8]. Další devizové intervence nebyly realizovány, jelikož došlo k zablokování devizových rezerv Banky Ruska. V návaznosti na toto zablokování bylo vydáno další opatření povahy kapitálové kontroly, které uložilo povinnost podnikům prodat 80 % svých příjmů z vývozu. Ve spojitosti s nastalou situací rovněž Banka Ruska omezila prodej cenných papírů na burze pro nerezidenty. Banky jsou standartně povinny přeceňovat svá aktiva a pasiva. Tato povinnost byla dočasně odpuštěna, aby banky i nadále splňovali podmínky kapitálové přiměřenosti. Pro zajištění dostatku likvidity ve finančním systému Banka Ruska uvolnila finanční prostředky odpovídající 900 miliardám rublů, které mohly banky využít na úvěrování svých klientů[43].

Banka Ruska realizovala rovněž změnu v povinných minimálních rezervách. S platností od 3. 3. 2022 byly sníženy povinné minimální rezervy na 2 % u závazků vůči nerezidentům v národní i cizí měně. Toto snížení se týkalo subjektů s univerzální licencí a bank se základní licencí [5].

Jedno z opatření, které bylo komunikováno na projevu ze dne 18. 3. 2022, je v té době již běžící program podpory pro malé a střední podniky, který byl spuštěn v důsledku šíření Covid-19. Banka Ruska provedla změny v tomto programu, kdy navýšila objem poskytnutých prostředků z 500 miliard rublů na celkových 675 miliard rublů. V čase došlo k razantním změnám hodnoty základní úrokové míry, čemuž musela odpovídat i zvýhodněná úroková míra tohoto programu. Nově úroková míra úvěrů financovaných skrze tento program, nepřesahovala 15 % pro malé podniky a 13,5 % pro podniky střední. V této době program umožnil dodatečné úvěrování či refinancování stávajících úvěrů. Tyto zvýhodněné úvěry mohly být poskytnuty na provozní výdaje se splatností 1 rok a na investiční výdaje se splatností až 3 roky [4]. Opatřením, které je rovněž v projevu zmíněno je přerušování obchodování na moskevské burze za účelem vyhnout se výraznému volatilnímu vývoji cen cenných papírů. Obchodování bylo částečně obnoveno až po téměř 3 měsících od tohoto projevu [44].

Tabulka 7: Měnová politika Banky Ruska v období válečného konfliktu na Ukrajině

Nástroj měnové politiky	Manipulace s nástrojem
Klíčová úroková míra	Počáteční razantní zvýšení na hodnotu 20 % následované postupným poklesem a ustálením na hodnotě 7,5 %.
Devizové intervence	Využity velmi krátkodobě po dobu dvou dnů.
Administrativní opatření	Narízení prodeje 80 % příjmů z vývozu podnikům. Omezení obchodování na burze cenných papírů. Dočasně odpuštěna povinnost přeceňovat aktiva a pasiva bank.
Podpora likvidity	Uvolnění 900 miliard rublů na podporu finančního systému. Změny v programu podpory pro malé a střední podniky za zvýhodněnou úrokovou míru. Zvýšení objemu podpory z 500 miliard na 675 miliard rublů.
Povinné minimální rezervy	3. 3. 2022 sníženy povinné minimální rezervy na závazky vůči nerezidentům.

Zdroj: [4][5][8][13][43]

4 Komparace klíčových úrokových měr centrálních bank

Nejpodstatnějším měnově politickým nástrojem, který obě vybrané centrální banky využily pro výkon měnové politiky ve sledovaném období, je nástroj úrokových měr. Krom odlišností ve stanovené hodnotě těchto měr se liší i v operacích, na které se vztahují. Výrazně odlišné operace jsou operace, na které je aplikována klíčová úroková míra. Národní banka Ukrajina využívá standardní REPO operace s dobou splatnosti 14 dní, jak jsme je vymezili v části 2.1 [19]. Oproti tomu Banka Ruska aplikuje klíčovou úrokovou míru na operace, které jsou založeny na stejném principu, avšak liší se v době splatnosti. Banka Ruska aplikuje klíčovou úrokovou míru na dva typy operací s rozdílnou dobou splatnosti. První druh REPO operací má splatnost 7 dní. Druhý typ REPO operací má splatnost 1-6 dní a má především účel jemně doladit likviditu subjektů [17].

Další rozdílností, která se úzce dotýká nástroje úrokových měr, je vzájemná rozdílnost úrokového koridoru Národní banky Ukrajiny a Banky Ruska, respektive jeho rozpětí. Pomineme-li změny v rozpětí úrokového koridoru, které Národní banka Ukrajiny v průběhu sledovaného období realizovala a vyjdeme pouze z výchozího stavu, liší se rozpětí úrokových koridorů o ± 1 procentní bod. Rozpětí úrokového koridoru Národní banky Ukrajiny je ± 2 procentní body a tedy je o ± 1 procentní bod větší nežli u úrokového koridoru Banky Ruska, které je ± 1 procentní bod [17][25].

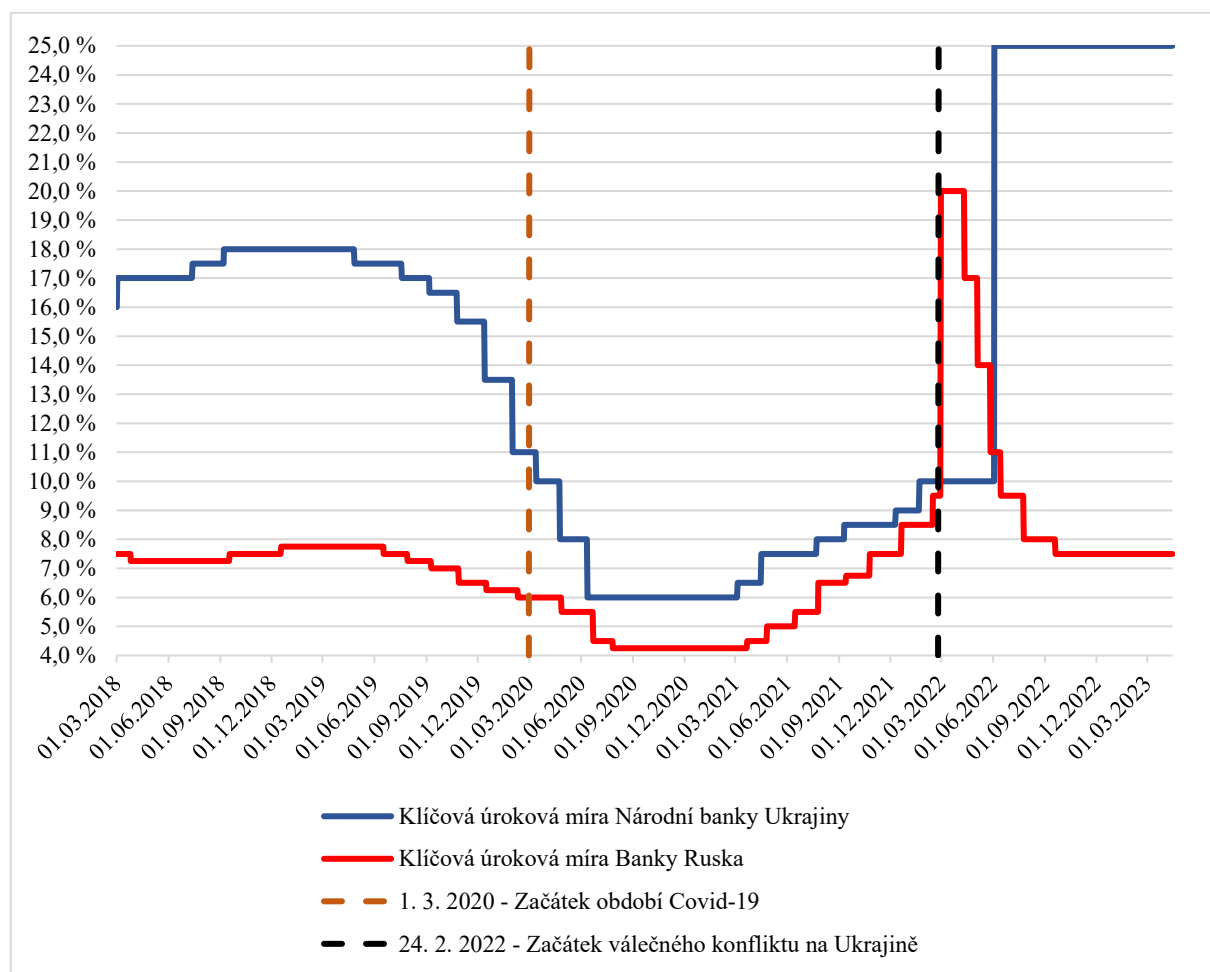
Tabulka 8: Komparace měnově politických nástrojů

Nástroj	Rozdílnost	Národní banka Ukrajiny	Banka Ruska
Klíčová úroková míra	Operace, na které se klíčová úroková míra aplikuje	REPO operace se splatností 14 dní	REPO operace se splatností 7 dní. REPO operace se splatností 1-6 dní
Úrokový koridor	Rozpětí koridoru	± 2 procentní body oproti klíčové úrokové míře	± 1 procentní body oproti klíčové úrokové míře

Zdroj: [17][19][25]

Obrázek 4 popisuje vývoj klíčových úrokových měr Národní banky Ukrajiny a Banky Ruska v období od 1. 3. 2018 do 14. 4. 2023. V Obrázek 4 jsou dvě křivky, kdy modrá reprezentuje vývoj klíčové úrokové míry Národní banky Ukrajina a červená reprezentuje vývoj klíčové úrokové míry Banky Ruska. Hnědá přerušovaná křivka označuje začátek období Covid-19 a černá přerušovaná křivka označuje začátek ozbrojeného konfliktu na Ukrajině. Vývoj klíčových úrokových měr centrálních bank v období před Covid-19, je z hlediska trendu do

značné míry srovnatelný. Nejvíce viditelnou rozdílností jsou samotné hodnoty, kdy Národní banka Ukrajiny hodnoty klíčové úrokové míry udržovala takřka o 10 % výše, nežli tomu tak bylo u Banky Ruska. Rozdílné je i tempo snižování klíčové úrokové míry, především v obdobích od června roku 2019. V tomto období Národní banka Ukrajiny klíčovou úrokovou míru snižovala výrazně rychleji oproti Bance Ruska, díky čemuž byl rozdíl takřka 10 % výrazně snížen.



Obrázek 4: Vývoj klíčových úrokových měr Národní banky Ukrajiny a Banky Ruska v období od 2018 do 2023

Zdroj: [25][13]

Pokud se na vývoj klíčových úrokových měr podíváme z pohledu charakteru realizované měnové politiky, můžeme vidět určitou shodu takřka v celém sledovaném období. V období Covid-19 zprvu Národní banka Ukrajiny i Banka Ruska prosazovaly expanzivní měnovou politiku v návaznosti na začátek šíření onemocnění Covid-19. Důsledkem tohoto expanzivního přístupu k měnové politice je prvotní pokles klíčových úrokových měr, kdy po tomto úvodním poklesu následuje relativně dlouhé období velmi nízkých úrokových měr. Národní banka Ukrajiny klíčovou úrokovou míru snižovala výrazněji oproti Bance Ruska. Po období nízkých

úrokových měr centrální banky přehodnotily svůj expanzivní přístup a začaly prosazovat restriktivní přístup k měnové politice, tedy začaly své klíčové úrokové míry zvyšovat. Se zvyšováním úrokové míry začala první Národní banka Ukrajiny. Okamžik, kdy se relativně podobný vývoj začal výrazně lišit, je zahájení válečného konfliktu na Ukrajině. Na tuto událost výrazně rychleji reagovala Banka Ruska, kdy takřka ihned reagovala razantním zvýšením své klíčové úrokové míry na hodnotu 20 %. Oproti tomu se Národní Banka Ukrajiny rozhodla řadu měsíců svou klíčovou úrokovou míru nijak neměnit až do okamžiku rovněž razantního zvýšení její hodnoty na 25 %, která přetrvává do konce sledovaného období. Po razantním zvýšení klíčové úrokové míry na straně Banky Ruska, začala opět k měnové politice přistupovat expanzivně. Relativně vysokou úrokovou míru začala zprvu výrazněji snižovat, až ji ustálila na hodnotě 7,5 %, což téměř odpovídá hodnotám před začátkem ozbrojeného konfliktu na Ukrajině [25][13].

Dalším rozdílem v realizované měnové politice související s klíčovou úrokovou mírou je úrokový koridor, který užívaly obě centrální banky. Úrokové koridory centrálních bank prakticky plní totožný účel, avšak pouze Národní banka Ukrajiny se rozhodla s rozsahem tohoto úrokového koridoru manipulovat. Od června roku 2020 Národní banka Ukrajiny svůj úrokový koridor zúžila na dobu takřka 2 let. Rozpětí koridoru bylo sníženo z ± 2 procentních bodů na ± 1 procentní bod. K opětovnému rozšíření na rozpětí ± 2 procentní body došlo v červnu roku 2022. Další změna v koridoru byla realizována v souvislosti s již přes rok trvajícím ozbrojeným konfliktem na Ukrajině. V dubnu roku 2023 Národní banka Ukrajiny snížila spodní hodnotu úrokového koridoru z hodnoty -2 procentní body na -5 procentních bodů. Oproti tomu úrokový koridor Banky Ruska zůstal po celé sledované období nezměněn [25].

5 Komparace realizované měnové politiky v období pandemie Covid-19

Podstatné rozdíly v realizované měnové politice ve sledovaném období sledujeme v opatřeních administrativní povahy. Národní banka Ukrajiny účinek svých opatření směřovala především na celkové zajištění dostačené likvidity ve finančním systému [28]. Oproti tomu Banka Ruska rovněž poskytovala dodatečnou likviditu, avšak tato likvidita, respektive její využití, bylo díky omezením více cílené. Národní banka Ukrajiny šla cestou zvýšení dob splatnosti u jednotlivých refinančních úvěrů, což mělo poskytnout finančnímu systému dostatečnou likviditu, kterou mohl využít po delší období [39]. Banka Ruska poskytla finančnímu systému dodatečnou likviditu, avšak tuto likviditu mohly subjekty finančního

systemu využít s určitým omezením. Tuto likviditu, zatíženou zvýhodněnou úrokovou mírou, mohly subjekty finančního systému čerpat za účelem poskytování úvěrů malým a středním podnikům [2]. Tedy Banka Ruska svá opatření konkrétněji zacílila na podporu ohrožených oblastí ekonomiky. Dalším typem likvidity, který Banka Ruska uvolnila, byla likvidita uvolněná za účelem kompenzovat finančnímu systému vzniklé finanční ztráty v návaznosti na zvýšení počtu nesplácených úvěrů [32]. Ztráty, které vznikly ve finančním systému Ukrajiny, Národní banka Ukrajiny cíleně nekompenzovala. Dalším rozdílem v realizované měnové politice bylo dočasné snížení povinného příspěvku do systému pojištění vkladů Bankou Ruska [33]. Takové opatření Národní banka Ukrajiny neuplatnila.

Výraznou odlišností v realizovaných měnových politikách je absolutní absence devizových intervencí na straně Banky Ruska [8]. Oproti tomu Národní banka Ukrajiny intervenovala nepřetržitě po celé období Covid-19. Výraznější objem devizových intervencí v březnu roku 2020 byl následován relativně konstantními hodnotami, kdy se za období Covid-19 Národní banka Ukrajiny nacházela v pozici čistého kupce (Σ nákupů > Σ prodejů) [21]. Konkrétní objemy devizových intervencí popisujeme v tabulce Tabulka 3.

Tabulka 9: Komparace realizované měnové politiky v období Covid-19

Nástroje a měnově politická opatření	Národní banka Ukrajiny	Banka Ruska
Klíčová úroková míra	Trendově shodný vývoj	Trendově shodný vývoj
Úrokový koridor	Od června roku 2020 do června roku 2022 rozpětí zúženo z hodnoty ± 2 procentní body na hodnotu ± 1 procentní bod.	Rozpětí nezměněno v celém období.
Devizové intervence	Využity v celém období v pozici čistého kupce.	Nevyužito.
Podpora likvidity	Zvýšení splatnosti refinančních úvěrů z 30 na 90 dní. Zavedení dlouhodobých refinančních úvěrů se splatností 5 let. Rozšíření akceptovaného kolaterálu.	Uvolnění 500 miliard rublů na podporu malých a středních podniků skrze finanční systém za zvýhodněnou úrokovou míru. Uvolnění 110 miliard rublů pro finanční systém na kompenzaci hypotečních prázdnin.
System pojištění vkladů	Nevyužito.	Dočasné snížení povinnosti přispívat 0,15 % do systému na 0,1 %.

Zdroj: [2][5][13][21][25][33][39]

6 Komparace realizované měnové politiky v době ozbrojeného konfliktu na Ukrajině

Výrazné rozdíly v realizované měnové politice shledáváme v období válečného konfliktu na Ukrajině. Banka Ruska oproti Národní bance Ukrajiny provedla relativně málo opatření pro potlačení negativních efektů. Krom zvýšení klíčové úrokové míry a užití devizových intervencí, bylo nařízeno prodat podstatné části z příjmů podniků z vývozu, za účelem zajištění dostatečných devizových prostředků [13][43]. Rovněž uvolnila dodatečnou likviditu na podporu finančního systému a dočasně odpustila povinnost bank přeceňovat položky v rozvaze. Dále posílila svůj v té době již probíhající program na podporu malých a středních podniků [43]. Banka Ruska pozastavila obchodování na moskevské burze cenných papírů, tento krok Národní banka Ukrajiny podniknout nemohla, jelikož žádnou burzou cenných papírů nedisponuje [44]. Banka Ruska rovněž manipulovala s mírou povinných minimálních rezerv, avšak oproti Národní bance Ukrajiny v podstatně menší míře [26][24][23][5].

Opatření provedené Národní bankou Ukrajiny byly značně početnější a rozsáhlejší. V malé míře je shodným rysem měnové politiky využití nástroje povinných minimálních rezerv, avšak Národní banka Ukrajiny tento nástroj využila v podstatně větší míře, kdy u různých druhů povinných minimálních rezerv provedla v čase, několikrát zvýšila sazby a také upravila možnosti krytí rezerv. Centrální banky se rovněž rozcházejí v požadovaném efektu užití tohoto nástroje, kdy Národní banka Ukrajiny prostřednictvím tohoto nástroje usilovala o přemístění peněžních prostředků obyvatelstva do termínovaných vkladů, kdežto Banka Ruska chtěla tímto nástrojem docílit zvýšení dostupnosti devizových prostředků [26][24][23][5]. Národní banka Ukrajiny zavedla rovněž řadu restriktivních opatření jako limit na výběr hotovosti, fixace směnného kurzu a zákaz některých devizových operací s cizími měnami. Také uvalila embargo na jakékoli nakládání s rublem a běloruským rublem, což bylo doprovázeno i zákazem obsluhování rezidentů Ruska a Běloruska finančními institucemi [28].

Výše uvedená opatření byla uskutečněna v relativně blízké době po vzniku válečného konfliktu na Ukrajině. Banka Ruska po těchto opatřeních už další dodatečná opatření neuplatnila. Národní banka Ukrajiny s téměř 2 měsíčním odstupem zavedla opatření, které bankám zpřístupnilo nové tříměsíční depozitní certifikáty. Tyto certifikáty byly zpřístupněny za účel motivovat banky k nabízení termínovaných vkladů s tříměsíční a delší splatností, a tak ochránit úspory obyvatelstva a motivovat obyvatelstvo ke spoření [22]. Efekt tohoto opatření zesílila dodatečným snížením jednodenní úrokové míry na vklady přes noc [25].

Oproti předešlému období Covid-19 již Banka Ruska provedla devizové intervence [8]. Devizové intervence provedené Bankou Ruska však byly ve srovnání s devizovými intervencemi provedenými Národní bankou Ukrajiny ve značně menším rozsahu. Banka Ruska intervenovala pouze 2 dny. Tento malý rozsah byl zapříčiněn především zablokováním devizových rezerv Banky Ruska, kdy Banka Ruska prakticky nebyla schopna své následné potenciální intervence provádět. Ve snaze kompenzovat zablokování devizových rezerv, vydala nařízení podnikům prodat 80 % příjmů z vývozu [43]. Oproti tomu Národní banka Ukrajiny intervenovala nepřetržitě ve značném rozsahu. Za období válečného konfliktu se Národní banka Ukrajiny nacházela v pozici čistého prodejce (Σ nákupů $<$ Σ prodejů) [21]. S devizovými intervencemi úzce souvisí i fixace směnného kurzu, kterou Národní banka Ukrajiny využila [29]. K fixaci směnného kurzu se Banka Ruska neuchýlila.

Tabulka 10: Komparace realizované měnové politiky v období válečného konfliktu na Ukrajině

Nástroje a měnově politická opatření:	Národní banka Ukrajiny	Banka Ruska
Klíčová úroková míra	Počáteční razantní zvýšení následované ustálením na hodnotě 25 %.	Počáteční razantní zvýšení na hodnotu 20 % následované postupným poklesem a ustálením na hodnotě 7,5 %.
Úrokový koridor	7. 4. 2023 částečná změna rozpětí. Spodní hranice pro vklady přes noc byla snížena o 3 procentní body na úroveň -5 procentních bodů oproti klíčové úrokové míře	Rozpětí nezměněno v celém období.
Devizové intervence	Využity ve velmi výrazných objemech po celé období konfliktu v pozici čistého prodejce.	Využity velmi krátkodobě po dobu dvou dnů.
Fixace směnného kurzu	24. 2. 2022 zafixováno na úrovni 29,25 UAH/USD 21. 7. 2022 zafixováno na úrovni 36,57 UAH/USD	Nevyužito.
Administrativní opatření	Zákaz výběru hotovosti nad 100 000 hřiven za den. Výrazné omezení devizových operací pro banky a jejich klienty. Zakázán převod deviz do zahraničí. Embargo na měnu Běloruska a Ruska a jejich rezidenty.	Nařízení prodeje 80 % příjmů z vývozu podnikům. Omezení obchodování na burze cenných papírů. Dočasně odpuštěna povinnost přeceňovat aktiva a pasiva bank.

Podpora likvidity	V případě potřeby likvidity Národní banka Ukrajiny refinancovala komerční banky na dobu až jednoho roku.	Uvolnění 900 miliard rublů pro finanční systém. Změny v programu podpory pro malé a střední podniky za zvýhodněnou úrokovou míru. Zvýšení objemu podpory z 500 miliard na 675 miliard rublů.
Povinné minimální rezervy	Postupné zvýšení v průběhu období u vkladů na běžných účtech a netermínovaných vkladů v národní a zahraniční měně. Umožnění pokrytí z 50 % domácími státními dluhopisy.	3. 3. 2022 sníženy povinné minimální rezervy na závazky vůči nerezidentům.
Depozitní certifikáty	7. 4. 2023 zavedeny nové tři měsíční depozitní certifikáty.	Nevyužito.

Zdroj: [4][5][8][13][21][22][23][24][25][26][28][29][43]

ZÁVĚR

Cílem práce bylo popsat cíle a nástroje vybraných centrálních bank a provést jejich vzájemnou komparaci. Dále se práce blíže zaměřila na realizovanou měnovou politiku v době krize spojené s pandemií Covid-19 a válečným konfliktem na Ukrajině. Zá účelem splnění tohoto cíle jsme zvolili Národní banku Ukrajiny a Banku Ruska.

Obě centrální banky uplatňují režim cílování inflace. Hlavními cíli obou bank jsou zajištění cenové a finanční stability. Národní banka Ukrajiny definuje cíl cenové stability jako zajištění kladné hodnoty inflace na úrovni 5 % ve střednědobém horizontu 3 až 5 let s možnou odchylkou ± 1 %. Banka Ruska jej definuje jako udržení inflace na stanovené hodnotě blízko 4 %.

Klíčovou úrokovou míru Národní banka Ukrajiny uplatňuje na vklady plynoucí z REPO operací se splatností 14 dní. Oproti tomu, Banka Ruska aplikuje klíčovou úrokovou míru na dva druhy vkladů plynoucí z REPO operací se splatností 7 dní či 1-6 dní.

Obě banky podporovaly finanční systém poskytováním likvidity, avšak Banka Ruska svoji podporu více cílila a snažila se tak podpořit konkrétní oblasti ekonomiky.

Do jisté míry se v podstatné části sledovaného období trendově shodovali vývoje klíčových úrokových měr centrálních bank. K podstatným odlišnostem ve vývoji došlo ve zhruba třetí třetině sledovaného období, kdy oproti Národní bance Ukrajiny, začala Banka Ruska svoji klíčovou úrokovou míru relativně výrazně snižovat. Po několika sníženích Banka Ruska svoji klíčovou úrokovou míru ponechala blízko předválečným úrovním. Realizovaná politika úrokových měr sehrála klíčovou roli při tlumení výrazných negativních dopadů, především pak inflačních tlaků. Růst základních úrokových měr mělo mimo jiné napomoci k ochraně úspor obyvatelstva. Tento efekt byl dále umocněn na straně Národní banky Ukrajiny, kdy finančnímu systému nabídla nové tříměsíční depozitní certifikáty, což mělo banky motivovat k poptávce po peněžních prostředcích ze stran obyvatelstva a k jejich uložení.

Velkým rozdílem realizovaných měnových politiky, je takřka úplná absence devizových intervencí na straně Banky Ruska. Banka Ruska užila devizové intervence ve velmi malém rozsahu ve srovnání s Národní bankou Ukrajiny, která užívala nástroj devizových intervencí nepřetržitě po celé sledované období. Toto umožnilo Národní bance Ukrajiny po vzniku ozbrojeného konfliktu na Ukrajině směnný kurz domácí měny zafixovat. Tuto možnost Banka Ruska neuplatnila.

Obě centrální banky při výkonu své měnové politiky uvedly v platnost i opatření administrativní povahy. V této části realizované měnové politiky se struktura dílčích opatření i účel těchto opatření do značné míry liší.

Závěrem konstatujeme, že nejvíce podstatným nástrojem, který obě centrální banky využily v době krize, je nástroj úrokových měr. Neméně podstatným nástrojem na straně Národní banky Ukrajiny jsou devizové intervence, jelikož intervenovala nepřetržitě celé období. Obě centrální banky s určitými rozdíly podporovali finanční systém skrze poskytování likvidity. Centrální banky se shodují v hlavním cíli, tedy v cenové stabilitě a finanční stabilitě.

7 POUŽITÁ LITERATURA

- [1] 15. Nestandardní nástroje měnové politiky. *Česká národní banka* [online]. Praha: ČNB, c 2023 [cit. 2023-03-05]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/15-nestandardni-nastroje-menove-politiky/>
- [2] Additional measures to support lending to small and medium-sized enterprises. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 27.3.2020 [cit. 2023-04-19]. Available from: https://www.cbr.ru/eng/press/pr/?file=27032020_204520eng2020-03-27T20_45_02.htm
- [3] Address by NBU Governor Kyrylo Shevchenko on NBU Board's Monetary Policy Decision. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023, 3.3.2022 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/news/all/zvernennya-golovi-natsionalnogo-banku-kirila-shevchenka-schodo-rishennya-pravlinnya-natsionalnogo-banku-z-monetarnih-pitan>
- [4] Bank of Russia and Russia's Government launch joint anti-crisis subsidised lending programmes for SMEs. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 5.3.2022 [cit. 2023-04-20]. Available from: https://www.cbr.ru/eng/press/pr/?file=05032022_163911ENG_PP09032022_123403.htm
- [5] Bank of Russia lowers reserve requirements for credit institutions. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 2.3.2020 [cit. 2023-04-20]. Available from: https://www.cbr.ru/eng/press/pr/?file=02032022_203229ENG_DKP03032022_120341.htm
- [6] ČERNOHORSKÁ, Liběna. *Komplexní pohled do bankovního světa. 2*. Studentská 84, 532 10 Pardubice: Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko-správní, 2017. ISBN 978-80-7560-094-3.
- [7] ČERNOHORSKÝ, Jan. *Finance: od teorie k realitě*. U Průhonu 22, 170 00 Praha 7: Grada Publishing, 2020. ISBN 978-80-271-2215-8.

- [8] Data on the Bank of Russia FX operations (daily). *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 18.04.2023 [cit. 2023-04-20]. Available from: https://www.cbr.ru/eng/hd_base/valintbr/valvol_day/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.03.2020&UniDbQuery.To=14.04.2023
- [9] Description of goals and important objectives. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/monetary/about/targets>
- [10] Elvira Nabiullina's speech at Federation Council's Financial Market Development Board. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 13.7.2020 [cit. 2023-04-20]. Available from: <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=6922>
- [11] Finanční stabilita. *Česká národní banka* [online]. Praha: ČNB, c 2023 [cit. 2023-03-05]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/financni-stabilita/>
- [12] History of the Bank of Russia. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023. [cit. 2023-04-19]. Available from: https://www.cbr.ru/eng/about_br/history/
- [13] Key Rate. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 19.04.2023 [cit. 2023-04-19]. Available from: https://www.cbr.ru/eng/hd_base/KeyRate/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.03.2018&UniDbQuery.To=14.04.2023
- [14] Legal Status and Functions. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 13.04.2022 [cit. 2023-04-19]. Available from: https://www.cbr.ru/eng/about_br/bankstatus/
- [15] LÍZAL, Lubomír. Cenová stabilita versus stabilita cen. *Česká národní banka* [online]. Praha: ČNB, c 2023, 20. 10. 2014 [cit. 2023-03-05]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Cenova-stabilita-versus-stabilita-cen/
- [16] Macroeconomic Indicators: Data. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023 [cit. 2023-06-05]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/statistic/macro-indicators#1>

- [17] Monetary Policy Framework. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 25.03.2022 [cit. 2023-04-19]. Available from: https://www.cbr.ru/eng/oper_br/o_dkp/mp_framework/
- [18] Monetary policy goals and principles. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 10.09.2020 [cit. 2023-04-19]. Available from: https://www.cbr.ru/eng/dkp/objective_and_principles/
- [19] Monetary Policy Instruments. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/monetary/tools>
- [20] Nástroje měnové politiky. *Česká národní banka* [online]. Praha: ČNB, c 2023 [cit. 2023-02-10]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>
- [21] NBU currency interventions. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/markets/currency-interventions?startDate=2020-03-01&endDate=2023-05-31>
- [22] NBU Implements Announced Changes in Operational Design of Monetary Policy to Reinforce Macrofinancial Stability, Effective 7 April. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023, 6.4.2023 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/news/all/natsionalniy-bank-z-7-kvitnya-vprovadjuje-anonsovani-zmini-do-operatsiynogo-dizaynu-monetarnoyi-politiki-dlya-posilennya-makrofinansovoyi-stiykosti>
- [23] NBU Keeps Enhancing Monetary Transmission and Fostering Bank Competition for Term Deposits. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023, 24.2.2023 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/news/all/natsionalniy-bank-vjivaye-podalshih-zahodiv-dlya-posilennya-monetarnoyi-transmisiyi-ta-stimulyuvannya-konkurentsiyi-bankiv-za-strokovi-koshti-vkladnikiv>
- [24] NBU Keeps Taking Measures to Boost Monetary Transmission and Spur Domestic Debt Market. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023, 31.1.2023 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/news/all/natsionalniy-bank-prodovjuje-implementatsiyu->

[zahodiv-dlya-posilennya-monetarnoyi-transmisiyi-ta-aktivizatsiyi-vnutrishnogo-borgovogo-rinku](#)

- [25] NBU monetary operations with banks: interest rates. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023, 12.2.2020 [cit. 2023-06-15]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/markets/interest-rates?startDate=2018-03-01&endDate=2023-04-14>
- [26] NBU Starts Implementing Announced Measures to Enhance Monetary Transmission. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023, 19.12.2022 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/news/all/nbu-rozpochav-implementatsiyu-anonsovanih-zahodiv-dlya-posilennya-monetarnoyi-transmisiyi>
- [27] Nekonvenční měnová politika vybraných centrálních bank. *Česká národní banka* [online]. Praha: ČNB, c 2023 [cit. 2023-02-10]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Nekonvencni-menova-politika-vybranych-centralnich-bank/>
- [28] O fungování bankovního systému při zavádění stanného práva. *Legislation of Ukraine* [online]. Verkhovna Rada of Ukraine, c 1994-2023, 23.03.2023 [cit. 2023-04-19]. Dostupné z: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text>
- [29] Official hryvnya exchange rates. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/markets/exchangerate-chart?cn%5B%5D=USD&startDate=2022-01-13&endDate=2023-04-21>
- [30] On Banks and Banking. *Legislation of Ukraine* [online]. Verkhovna Rada of Ukraine, c 1994-2023, 01.04.2023 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/main/2121-14?lang=en#Text>
- [31] On the National Bank of Ukraine. *Legislation of Ukraine* [online]. Verkhovna Rada of Ukraine, c 1994-2023, 31. 3. 2023 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/main/679-14?lang=en#Text>
- [32] Press conference of Bank of Russia Governor Elvira Nabiullina on 3 April 2020. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 3.4.2020 [cit. 2023-04-20]. Available from: <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=6622>

- [33] Press conference of Bank of Russia Governor Elvira Nabiullina on 17 April 2020. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 17.4.2020 [cit. 2023-04-20]. Available from: <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=6659>
- [34] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. U Průhonu 22, 170 00 Praha 7: Grada Publishing, 2014. ISBN 978-80-247-3671-6.
- [35] REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualizované vydání. Praha: Management press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.
- [36] Speech by NBU Governor Kyrylo Shevchenko at Press Briefing on Monetary Policy Decisions. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023, 2.6.2022 [cit. 2023-04-19]. Available from: https://bank.gov.ua/en/news/all/speech_chairman_national_bank_kirill_khevchenko_during_press_briefing_on_monetary_policy_decisions
- [37] Speech by NBU Governor Kyrylo Shevchenko at Press Briefing on Monetary Policy Decisions. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023, 9.9.2021 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/news/all/vistup-golovi-natsionalnogo-banku-kirila-shevchenka-pid-chas-presbrifingu-schodo-rishen-z-monetarnoyi-politiki-12378>
- [38] Speech by NBU Governor Yakiv Smolii at a press briefing on monetary policy. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/news/all/vistup-golovi-natsionalnogo-banku-yakova-smoliya-pid-chas-presbrifingu-schodo-rishen-z-monetarnoyi-politiki>
- [39] Speech by NBU Governor Yakiv Smolii at a press briefing on monetary policy. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023, 23.4.2020 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/news/all/vistup-golovi-natsionalnogo-banku-yakova-smoliya-pid-chas-presbrifingu-schodo-rishen-z-monetarnoyi-politiki-8486>
- [40] Statement by Bank of Russia Governor Elvira Nabiullina in follow-up to Board of Directors meeting 20 March 2020. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 20.3.2020 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=6529>

- [41] Statement by Bank of Russia Governor Elvira Nabiullina in follow-up to Board of Directors meeting on 24 April 2020. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 24.4.2020 [cit. 2023-04-20]. Available from: <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=6676>
- [42] Statement by Bank of Russia Governor Elvira Nabiullina in follow-up to Board of Directors meeting on 19 June 2020. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 19.6.2020 [cit. 2023-04-20]. Available from: <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=6852>
- [43] Statement by Bank of Russia Governor Elvira Nabiullina in follow-up to Board of Directors meeting on 28 February 2022. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 28.2.2022 [cit. 2023-04-20]. Available from: <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=12730>
- [44] Statement by Bank of Russia Governor Elvira Nabiullina in follow-up to Board of Directors meeting on 18 March 2022. *The Central Bank of Russian Federation | Bank of Russia* [online]. Moscow: Bank of Russia, c 2000–2023, 18.3.2022 [cit. 2023-04-20]. Available from: <https://www.cbr.ru/eng/press/event/?id=12765>
- [45] The Constitution of Ukraine. *Legislation of Ukraine* [online]. Verkhovna Rada of Ukraine, c 1994-2023, 27. 05. 2021 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/en/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80?find=1&lang=en&text=National+Bank+of+Ukraina#n4597>
- [46] What is forward guidance?. *European Central Bank* [online]. European Central Bank, c 2023, 28.07.2022 [cit. 2023-03-28]. Available from: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html
- [47] Why has the NBU set Ukraine’s medium-term inflation target at 5%?. *National Bank of Ukraine* [online]. National Bank of Ukraine, c 1991-2023 [cit. 2023-04-19]. Available from: <https://bank.gov.ua/en/monetary/about/targets/target-ch>