

UNIVERZITA PALACKÉHO V OLMOUCI
FILOZOFICKÁ FAKULTA

MĚNOVÁ POLITIKA V BĚLORUSKÉ REPUBLICE

Bakalářská práce

Autor: Darya Smaliakova

Vedoucí práce: doc. Ing. Richard Pospíšil, Ph.D.

Olomouc 2022

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma *Měnová politika v Běloruské republice* vypracovala samostatně za použití v práci uvedených pramenů a literatury. Dále prohlašuji, že tato bakalářská práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Olomouci dne

Podpis

Poděkování

Tímto bych ráda poděkovala vedoucímu své bakalářské práce, panu prof. Ing. Richardu Pospíšilovi, Ph.D., za jeho rady a připomínky, které mě navedly k vypracování této práce. Taktéž bych chtěla poděkovat své rodině za podporu během celého mého studia.

Obsah

Úvod	4
1 Teoretické základy provádění měnové politiky	6
1.1 Podstata měnové politiky, její cíle a zásady	6
1.1.1 Cíle měnové politiky	7
1.1.2 Zásady měnové politiky	8
1.2 Druhy a režimy měnové politiky	10
1.2.1 Strukturální měnová politika	11
1.2.2 Běžná měnová politika	11
1.2.3 Režimy měnové politiky.....	12
2 Měnová politika a nástroje jejího provádění v Běloruské republice	14
2.1 Právní a regulační rámec pro provádění měnové politiky v Bělorusku	14
2.1.1 Základní právní jádro	14
2.1.2 Hlavní měnová omezení	15
2.1.3 Orgány měnové kontroly a regulace	18
2.2 Vývoj měnové politiky Běloruské republiky	19
2.2.1 I. etapa	19
2.2.2 II. etapa	20
2.2.3 III. etapa.....	21
2.2.4 IV. etapa	24
3 Analýza trendů měnové politiky 2018–2021	25
3.1 Trendy na trhu vkladů	30
3.2 Perspektivy vývoje měnové politiky a zlepšování jejích nástrojů	36
3.2.1 Možné strategie řízení směnného kurzu	36
3.2.2 Plánování a provádění kurzové politiky	39
Závěr	46
Summary	49
Seznam literatury	51
Seznam tabulek	53
Seznam grafů	54

Úvod

Účinná měnová politika jako jedna z hlavních složek ekonomického systému má zásadní význam v kontextu globalizace, jejímž nejdůležitějším faktorem je formování globálních finančních trhů. Výzvy globalizace dramaticky zvyšují citlivost národních ekonomik na vnější šoky a vyžadují vhodné mechanismy, které zajistí, aby se finanční systém přizpůsobil především změnám v přeshraničních kapitálových tocích. Pružná měnová politika je proto nezbytným předpokladem pro zvýšení konkurenceschopnosti země a její aktivní účasti ve světové ekonomice.

Bělorusko prochází obdobím změn, kdy dochází k systémovému přechodu od průmyslového modelu k inovativnímu. V této souvislosti má zvláštní význam konstruktivní vládní regulace ekonomiky a její měnové sféry. K tomu je bezpodmínečně nutná celková strategie ekonomického rozvoje, jejíž organickou součástí by měla být měnová strategie založená na vědecké koncepci odrážející vnitřní a vnější aspekty činnosti státu v měnové sféře a její účelné změny do budoucna. Je zřejmé, že za těchto podmínek by se k řešení hlavních ekonomických problémů měly aktivně využívat moderní nástroje měnové politiky nepřímo ovlivňovanými regulačními orgány na finanční transakce.

Cílem této bakalářské práce je analyzovat měnovou politiku Běloruské republiky, její vývojové trendy v posledních letech a vypracovat možné scénáře vývoje a zlepšení měnové politiky v Bělorusku.

Bakalářskou práci jsem rozčlenila do tří navazujících částí. První část mého příspěvku je zaměřena na stanovení cílů, úkolů a režimů měnové politiky. Druhá část představuje právní a regulační rámec Běloruské republiky pro měnovou politiku. Zaměřuje se také na poměrně širokou škálu měnových omezení, která jsou součástí běloruské měnové politiky. Tato část nás také podrobněji seznamuje s etapami vývoje měnové politiky Běloruska jako nezávislého státu po rozpadu SSSR.

Poslední část se zaměřuje na analýzu trendů běloruské měnové politiky za poslední čtyři roky a zahrnuje analýzu vývoje saldo zboží a služeb, jejich vývoz a dovoz, analýzu vývoje devizových rezerv Běloruska včetně výzkumu vývoje vkladů fyzických a právnických osob, a to jak v běloruských rublech, tak v cizí měně, a to vše v rámci covidu a politického napětí. Tato část zahrnuje také možné scénáře vývoje a zlepšení měnové politiky v Bělorusku.

1 Teoretické základy provádění měnové politiky

1.1 Podstata měnové politiky, její cíle a zásady

Regulace tržní otevřené ekonomiky je založena na využití měnových mechanismů k zajištění udržitelného hospodářského růstu a platební bilance a k předcházení nadměrné inflaci a nezaměstnanosti. Tento „magický čtverec“ určuje směr měnové regulace. Dosažení čtyř vrcholů čtverce – všech čtyř cílů – najednou je nemožné. Například urychlení hospodářského rozvoje vyžaduje zvýšení peněžní zásoby, ale nadměrné zvýšení peněžní zásoby vede k vyšší inflaci. Boj proti inflaci může naopak způsobit zvýšení nezaměstnanosti a zpomalení hospodářského růstu. Umění řízení ekonomiky spočívá ve správném stanovení priorit a pečlivém použití všech možných nástrojů měnové politiky.

Měnová politika je nedílnou součástí hospodářské politiky státu, na kterou přímo působí vláda a centrální banka uvnitř i vně země a je prováděna prostřednictvím ovlivňování národní měny, měnového kurzu a měnových transakcí. Realizuje se prostřednictvím souboru ekonomických, právních a organizačních opatření v oblasti měnových vztahů. Měnovou politiku země provádí její vláda a měnové orgány v rámci priorit měnové politiky a měnové regulace. Na mezinárodní úrovni ji provádějí mezinárodní měnové a finanční organizace.

Domácí měnová politika ovlivňuje poměr cen zboží prodávaného na zahraničních trzích a na domácím trhu v národní měně. Její podoba závisí na faktorech, jako jsou trendy ve světové ekonomice, hospodářská situace země a úroveň konkurenceschopnosti země na světovém trhu.

Profesor L. N. Krasavina definuje měnovou politiku jako soubor opatření prováděných v oblasti mezinárodních měnových a ekonomických vztahů v souladu s aktuálními a strategickými cíli země. Je zaměřena na dosažení hlavních cílů globální hospodářské politiky: zajištění udržitelného hospodářského růstu, omezení růstu nezaměstnanosti a inflace a udržení platební bilance.¹

¹ КРАСАВИНА, Л. *Международные валютно-кредитные и финансовые отношения*. 5. Москва: Юрайт, 2009. s. 53.

1.1.1 Cíle měnové politiky

V rámci obecného cíle měnové politiky státu jsou její konkrétní úkoly v různých etapách historického vývoje určovány měnovým a hospodářským postavením země, procesy probíhajícími ve světovém hospodářském systému a rozložením sil na světové scéně. V závislosti na těchto faktorech si každá země určuje směr a formy měnové politiky. Například v jedné fázi by se měla zaměřit na překonání dopadů měnové krize, v jiné fázi na stabilizaci a posílení národní měny. V určitém okamžiku se také naskytne příležitost liberalizovat měnové vztahy dané země. Mezi konečné cíle měnové politiky však mohou patřit:

- vnitřní stabilita měny;
- podpora ekonomického růstu;
- podpora zaměstnanosti;
- rovnovážnost běžného účtu platební bilance;
- stabilita měnového kurzu;
- stabilita úrokových sazeb;
- stabilita finančních trhů.²

Moderní ekonomické zdůvodnění měnové politiky vychází ze závěrů monetaristů z poloviny dvacátého století, a to sice, že opatření k regulaci hospodářských problémů jsou vyvážena opatřeními ke stimulaci hospodářského růstu. To znamená, že čím nižší je míra regulace trhu (a tedy čím vyšší je míra liberalizace), tím vyšší je míra hospodářského růstu. Vzhledem k tomu, že neomezený trh je nejlepším způsobem, jak zajistit dlouhodobou a efektivní alokaci zdrojů v ekonomice (tzv. neviditelná ruka A. Smithe), je absence měnových kontrol nezbytnou podmínkou rychlého hospodářského růstu.

- Měnová politika nedokáže zachytit skutečné signály trhu a včas provést nezbytné úpravy hospodářské politiky obecně. Jinými slovy, měnová regulace a kontrolní opatření způsobují nebo zvyšují zpoždění při provádění naléhavých opatření v jiných oblastech hospodářské politiky. To může vést například k omezení rozsahu opatření k řešení krize.
- Měnová regulace a kontrolní opatření jsou nespravedlivá a vedou k nerovnému prostředí pro různé podniky a odvětví hospodářství. Dohled nemůže pokrýt celou

² PAULÍK, T. *Hospodářská politika*. Opava: Karviná, 2002. s. 34.

ekonomiku. Malé a velké podniky, vývozcí a dovozci zboží, služeb, pojišťovny, burza, rezidenti a nerezidenti jsou v různých podmínkách.

- Měnové regulace a kontroly jsou neúčinné. V dnešní době mobilního mezinárodního kapitálu a složitých finančních institucí a trhů jsou jakékoli kontroly účinné nanejvýš krátkou dobu a postupem času jsou stále častěji obcházeny. Důkazem toho jsou cykly zřejmého podhodnocení měnového kurzu, po nichž následuje zřejmé nadhodnocování, a četné složité vývozní a dovozní systémy, které umožňují obejít devizové kontroly a jsou založeny na směnkách, barterových obchodech a vzájemném započtení.
- Regulace a kontrola měny způsobuje podnikům i státu značné náklady. To vede k omezení obchodu se zahraničím a v důsledku toho může vyvolat odvetná opatření ze strany jiných zemí.³

V současné době je měnová politika souborem opatření prováděných v oblasti mezinárodních měnových, úvěrových a jiných ekonomických vztahů. Obsah měnové politiky zahrnuje opatření, která zajišťují:

- relativní rovnocennost měnového kurzu národní měny;
- tvorbu zlatých a devizových rezerv země;
- požadovanou úroveň investic do národního hospodářství;
- efektivní řízení státního vnějšího dluhu;
- fungování systému mezinárodního zúčtování a mezinárodního toku kapitálu;
- hospodářskou bezpečnost země včetně řešení problémů hospodářského růstu, nezaměstnanosti i inflace a vyrovnání platební bilance.⁴

1.1.2 Zásady měnové politiky

Tvorba hlavních směrů měnové politiky by měla být podřízena především národním zájmům a zároveň by neměla být v rozporu se zásadami mezinárodního měnového systému, který předpokládá rozvoj všech typů měnových vztahů mezi subjekty světové ekonomiky. Z právního hlediska je měnová politika formalizována vnitrostátními měnovými zákony a mezinárodními předpisy, dvoustrannými a mnohostrannými dohodami. Měnová legislativa je soubor zákonů a podzákoných předpisů, které upravují pravomoci centrální banky a vlády v oblasti měnových vztahů, stanovují postup operací

³ ПИЩУК, В. Эволюция режимов валютного курса в современных условиях. *Банковское дело*. Минск, 2012. s. 17–20.

⁴ АВАГЯН, Г. *Международные валютно-кредитные отношения*. Минск: Магистр, 2020. s. 32.

s měnou a měnovými hodnotami, vymezují hlavní směry regulace a kontroly měny ze strany státu.

Měnová politika by měla vycházet z těchto zásad:

- Strategické zaměření měny, která má být uvedena do oběhu. Podstatou tohoto principu je, že státní orgány měnové regulace a kontroly určují účel regionální měny a její perspektivu jako mezinárodního platebního a rezervního prostředku, resp. směr „vázání“ kurzu národní měny nebo dosažení její volné směnitelnosti.
- Princip propojení měnových režimů. Jeho smysl spočívá v tom, že státní orgány měnové regulace a kontroly určují vzájemné propojení režimů vzájemně provázaných a upravených měnových kurzů členských zemí měnové oblasti (bloku) s cílem udržet rovnocennou směnu.
- Intervenční podpora měnových režimů. V rámci tohoto principu vypracovávají státní měnové regulační a kontrolní orgány pravidla pro intervence na podporu měnových kurzů členských zemí měnové oblasti (bloku) s využitím speciálních, základních a derivátových finančních nástrojů.
- Sjednocení provozních pravidel pro běžné měnové transakce. Podstatou tohoto principu je, že státní měnové regulační a kontrolní orgány obecně určují strukturu a jednotné postupy, pravidla pro běžné měnové transakce (včetně mechanismu měnové regulace transakcí běžného účtu platební bilance).
- Sjednocení provozních pravidel pro kapitálové měnové transakce. Její obsah spočívá v tom, že státní měnové regulační a kontrolní orgány obecně určují strukturu a jednotné postupy, pravidla kapitálových měnových transakcí (včetně mechanismu měnové regulace kapitálového účtu a transakcí na finančním účtu platební bilance).
- Integrace devizových a zlatých rezerv členských států měnového bloku nebo zóny. V rámci tohoto principu se připravuje postup pro vytvoření regionálního měnového fondu, který částečně nebo zcela spojuje zlaté a devizové rezervy členských států měnové zóny (bloku) a měnové asociace (unie).⁵

Jako hlavní prvky mechanismu měnové politiky budeme rozlišovat:

⁵ ПУПЛИКОВ, С. Валютная политика в Республике Беларусь на современном этапе. *Экономика и управление*. 2006, s. 11–16.

— právní prvek, právní předpisy pro fungování měnového systému, které určují strategické směřování společné měny (stát s globální rezervní měnou, která míří k "navázání" na určitou měnu nebo dosáhnout volné směnitelnosti);

— operační prvek jako technika realizace měnové politiky v podobě vytváření měnových vztahů.

Hovoříme-li o právním základu fungování měnové politiky, je třeba především zdůraznit, že měnová politika by měla směřovat k realizaci cíle integrace národního hospodářství do světového hospodářského systému.

Měnová politika jako součást hospodářské politiky je tedy ve srovnání s produkcí druhotná, protože na prvním místě je soubor opatření, která zajišťují stabilní růst reálné ekonomiky, nastolení reprodukčního procesu a dosažení cílů strukturální politiky země odvozených z celostátní hospodářské koncepce. Měnová politika je však součástí mechanismu pro dosažení cílů hospodářské politiky a musí být úzce propojena s opatřeními pro udržitelný hospodářský růst, finanční stabilitu, kontrolu inflace a platební bilanci. Měnová politika jako součást hospodářské politiky státu tak přispívá k řešení perspektivních a aktuálních úkolů zaměřených na strukturální změny v ekonomice s cílem dosáhnout udržitelného hospodářského růstu, omezení inflace a nezaměstnanosti, a to prostřednictvím cíleného a efektivního využívání deviz. Obsahem je komplex opatření zajišťujících relativní ekvivalenci kurzu národní měny, platební bilanci a tvorbu devizových rezerv země.

1.2 Druhy a režimy měnové politiky

Měnová politika země má vliv na poměr cen zboží, s nímž se obchoduje na zahraničním a domácím trhu v národní měně. Její prvky a formy se zase objevují na pozadí takových faktorů, jako je vývoj světové ekonomiky, hospodářská situace země a rovnováha sil na světové scéně.

Ekonomická povaha měnové politiky země je chápána z historického hlediska, protože prioritou se stávají konkurenční cíle jako měnové omezení, liberalizace transakcí, prevence měnové krize a zajištění stabilizace měny.

Kromě toho existují dva typy měnové politiky: běžná měnová politika a strukturální měnová politika. Každá z nich má své vlastní cíle, úkoly a metody provádění.

1.2.1 Strukturální měnová politika

Strukturální měnová politika je soubor opatření k provedení dlouhodobých změn v mezinárodním měnovém systému, jejichž cílem je odstranit nerovnováhu mezi objektivně se vyvíjejícím měnovým mechanismem vztahů mezi účastníky systému a principy, na nichž systém funguje. Probíhá na mezistátní úrovni, kde v současné době působí *Mezinárodní měnový fond* jako koordinátor změn, nebo na úrovni regionálních hospodářských seskupení různých zemí (svazů, asociací). Příkladem strukturální měnové politiky je vznik *Brettonwoodského měnového systému*, který byl doprovázen řadou změn v postupech stanovování směnných kurzů, například změnami v národních měnových zákonech členských zemí. Dalším příkladem je formování jamajského měnového systému na základě ruin *Brettonwoodských dohod* (strukturální měnová politika má podobu měnových reforem), jejichž cílem je zlepšit principy vzájemného působení všech zemí a často je doprovázena bojem o posílení postavení jednotlivých národních měn a dosažení určitých privilegií. Souběžně také strukturální měnová politika utváří současné politické trendy.⁶

1.2.2 Běžná měnová politika

Běžná měnová politika je soubor opatření zaměřených na operativní regulaci směnného kurzu, měnových transakcí a mechanismu trhu. Běžnou měnovou politiku provádějí státní orgány – centrální banka, ministerstvo financí a specializované orgány devizové kontroly. Je podřízena hospodářské politice země. Způsoby provádění běžné politiky jsou:

- režim směnných kurzů;
- měnové intervence;
- měnová omezení;
- vývozní, dovozní nebo úrokové subvence;
- diverzifikace devizových rezerv;
- diskontní politika;
- jiné provozní režimy regulace.

Cílem běžné měnové politiky je rychle reagovat na nepříznivé změny měnových složek národního hospodářství způsobené krátkodobými vnějšími faktory nebo chybami měnových orgánů. Měnová politika země ovlivňuje poměr cen zboží obchodovaného na

⁶ АВАГЯН, Г. *Международные валютно-кредитные отношения*. Минск: Магистр, 2020. s. 32.

domácím a zahraničním trhu, může stimulovat vývoz zboží a služeb nebo příliv kapitálu a naopak může způsobit odliv kapitálu a utlumit domácí výrobu. V neposlední řadě může nevhodná měnová politika pro domácí ekonomiku způsobit měnovou a hospodářskou krizi.

1.2.3 Režimy měnové politiky

Existují čtyři základní režimy měnové politiky, jejichž hlavním účelem je dosažení cenové stability:

- režim s implicitní nominální kotvou – spočívá v cílování určité veličiny přijaté interně v rámci centrální banky, aniž by došlo k jejímu explicitnímu vyhlášení; předpokladem pro úspěšné fungování tohoto režimu je vysoká důvěryhodnost centrální banky, jež umožní dosažení žádoucích změn inflace a jejich očekávání i bez explicitních cílů;
- cílování měnové zásoby – pozornost se soustřeďuje na tempo růstu zvoleného peněžního agregátu; to vychází ze skutečnosti, že růst cen je v dlouhodobém horizontu ovlivňován vývojem peněžní nabídky; otázkou je ovšem samotná volba peněžního agregátu vhodného k cílování; v době finančních inovací, elektronizace a globalizace trhů se vazba mezi peněžními agregáty a cenovou hladinou rozvolňuje;
- cílování měnového kurzu – snaha prostřednictvím změn úrokových sazeb a přímých devizových intervencí zajistit stabilitu nominálního měnového kurzu vůči měně tzv. kotevní země, a tak z této země „importovat“ cenovou stabilitu; k udržení závazku daného měnového kurzu je nutná vhodná kombinace hospodářských politik zajišťující nízký inflační diferenciál vůči kotevní zemi, dostatečné devizové rezervy, udržení konkurenceschopnosti a celkové důvěryhodnosti země včetně jejího institucionálního i právního rámce a politické stability; jednou z hlavních nevýhod tohoto režimu je ztráta autonomie měnové politiky;
- cílování inflace – centrální banka s jistým předstihem veřejně vyhlásí inflační cíl (či posloupnost cílů), o jehož dosažení bude usilovat; jedná se o aktivní a přímé formování inflačních očekávání; tento režim zahrnuje do svého rozhodovacího schématu podstatně větší množství informací než jen měnový kurz nebo peněžní agregáty, např. také trh práce, dovozní ceny, ceny výrobců, mezeru výstupu,

nominální a reálné úrokové sazby, nominální a reálný měnový kurz a hospodaření veřejných rozpočtů.⁷

⁷ Česká národní banka a monetární (měnová) politika [online]. cit. 2021-11-06. Dostupné z: https://is.muni.cz/el/1422/podzim2007/CM301Z/um/Modul_5_-_Zakladni_pojmy.pdf.

2 Měnová politika a nástroje jejího provádění v Běloruské republice

2.1 Právní a regulační rámec pro provádění měnové politiky v Bělorusku

Hospodářská situace v zemi má přímý vliv na vývoj měnové legislativy v Bělorusku. Lze pozorovat určitou zákonitost, a to sice, že čím lepší a stabilnější je finanční a hospodářská situace v Bělorusku, tím méně měnových omezení a zákazů platí. Naopak další finanční krize, ku příkladu pokles devizových rezerv nebo záporná bilance, povedou okamžitě ke zpřísnění měnové legislativy, a tedy k měnovým kontrolám. Mezi relevantní příklady zpřísnění měnové legislativy patří omezení nákupu cizí měny a otevření (zprístupnění) speciálních účtů pro držení cizí měny nakoupené na domácím měnovém trhu Běloruské republiky (usnesení rady Národní banky Běloruska č. 448 ze dne 17. října 2011 o zavedení změn a doplňků do Instrukce o postupu při devizových obchodech za účasti právnických osob a fyzických osob, usnesení rady Národní banky Běloruské republiky č. 368 ze dne 7. září 2011 o transakcích nákupu a prodeje cizí měny na vnitřním devizovém trhu se změnami a doplňky), nákup cizí měny pouze na pas (výnos prezidenta Běloruské republiky č. 449 ze dne 6. října 2011 o některých otázkách devizových obchodů fyzických osob).

2.1.1 Základní právní jádro

Nejprve bychom měli identifikovat ty právní akty Běloruské republiky, které tvoří právní jádro měnové politiky. Základními právními předpisy Běloruské republiky v oblasti měnové politiky jsou:

- zákon Běloruské republiky ze dne 22. července 2003 č. 226-3 o měnové regulaci a kontrole ve znění pozdějších změn a doplňků, (dále jen „zákon“);
- předpis pro devizové operace schválený usnesením rady Národní banky Běloruské republiky č. 72 ze dne 30. dubna 2004 ve znění pozdějších změn a doplňků (dále jen „předpis č. 72“);
- výnos prezidenta Běloruské republiky č. 178 ze dne 27. března 2008 o postupu při provádění a kontrole zahraničněobchodních transakcí ve znění změn a doplňků (dále jen „výnos č. 178“);

- instrukce o postupu registrace transakcí a výkonu funkce devizového agenta bankami a nebankovními finančními institucemi schválená usnesením bankovní rady Národní banky Běloruské republiky č. 46 ze dne 16. dubna 2009 v platném znění (dále jen „*instrukce č. 46*“);
- usnesení rady Národní banky Běloruské republiky č. 165 ze dne 11. listopadu 2008 o postupu při provádění plateb v rámci zahraničněobchodních smluv zahrnujících dovoz;
- rozhodnutí Rady ministrů a rady Národní banky Běloruské republiky č. 1483/22 ze dne 5. listopadu 2011 o stanovení lhůt pro dokončení zahraničněobchodních transakcí podle některých typů zahraničněobchodních dohod a podmínek pro prodloužení lhůt pro dokončení zahraničněobchodních transakcí;
- usnesení rady guvernérů Národní banky Běloruské republiky č. 101 ze dne 9. července 2009 o zahraničních obchodních operacích ve znění pozdějších změn a doplňků.⁸

2.1.2 Hlavní měnová omezení

Seznam významných měnových omezení zavedených státem v různých obdobích existence měnového systému Běloruské republiky je následující:

- povinný prodej části devizových příjmů podnikatelskými subjekty, přičemž sazba povinného prodeje se pohybuje od 20 do 100 % výše přijatých příjmů;
- stanovení pevného měnového kurzu běloruského rublu;
- zavedení kladné refinanční sazby a zároveň navázání minimálních úrokových sazeb bank z termínovaných vkladů na aktuální refinanční sazbu;
- zvýšení sazby povinných minimálních rezerv pro vklady v rublech a cizích měnách;
- stanovení dolní a horní hranice pro kolísání směnného kurzu běloruského rublu;
- zákaz poskytování úvěrů v cizí měně právnickým osobám;
- provádění hotovostních měnových transakcí v rámci měnového koridoru;
- opatření k omezení poptávky po cizí měně na domácím devizovém trhu a k omezení nabídky běloruských rublů na trhu zahraničních měn (zavedení dodatečné obchodní seance na *Mezinárodním měnovém fondu*, která měla přilákat

⁸ КАШИН, Р. Валютные операции субъектов хозяйствования. Библиотечка журнала "Юрист". Минск: Агентство В. Гревцова, 2012. s. 87.

volné devizové prostředky bank a hospodářských subjektů k nákupu cizí měny za kurz blízký tržnímu);

- stanovení seznamu zboží a služeb, jejichž dovoz lze hradit v běloruských rublech;
- zavedení měnových omezení na kapitálovém účtu, jejichž cílem je zabránit odlivu kapitálu ze země.⁹

Snad nejcitlivějším omezením pro účastníky zahraničněobchodních transakcí byla některá ustanovení dekretu prezidenta republiky č. 7 ze dne 4. ledna 2000 o zdokonalení postupů při provádění a kontrole zahraničněobchodních transakcí. V tomto dokumentu nejsou příliš restriktivní předpisy, ale jejich dopad na vývozce a dovozce nelze přeceňovat. Za prvé se jedná o povinnost provádět zúčtování zahraničněobchodních transakcí pouze s využitím účtů vývozců a dovozců, s některými výjimkami. Za druhé je to povinnost provádět zúčtování podle zahraničněobchodních smluv, pro které mají právnické a fyzické osoby (podnikatelé) vystaveny transakční pasy, pouze prostřednictvím obsluhujících bank, u kterých jsou tyto transakční pasy potvrzeny. Za třetí sem zahrnujeme omezení zúčtování v běloruských rublech mezi rezidenty při úhradě vývozních závazků za zboží (práce, služby).

Nejbolestivějším omezením ve *výnosu č. 178* je však lhůta pro zahraničněobchodní transakce, která se dodnes prakticky nezměnila – 90 kalendářních dnů pro vývoz a 60 kalendářních dnů pro dovoz. Lhůty pro zahraničněobchodní transakce jsou již dlouho předmětem diskusí a sporů, a to nejen mezi běloruskými podniky a organizacemi, které tyto lhůty považují za příliš krátké, ale také v procesu jednání o přistoupení Běloruska ke *Světové obchodní organizaci*, jejíž členské země se domnívají, že tyto lhůty, a především legalizované licenční řízení, které je v rozporu se zásadami mezinárodního obchodu, jsou nepřijatelné.

V souvislosti s integrací do celní unie je důležité s partnerskými zeměmi koordinovat opatření měnové regulace používaná v zahraniční hospodářské činnosti. Hlavní rozdíly v měnových regulačních opatřeních používaných zeměmi *Eurasijského hospodářského prostoru* jsou uvedeny v tabulce 1.

⁹ ШУЛЕКОВСКИЙ, В. Валютная политика Республики Беларусь на современном этапе. *Банкаўскі веснік*. Минск, 2012, s. 53.

Tabulka 1: Srovnávací analýza měnové regulace v zemích Eurasijského hospodářského prostoru

Směry	Bělorusko	Kazachstán	Rusko
Určení směru měnové regulace	Národní banka	Národní banka a Ministerstvo financí	Centrální banka a vláda
Režim směnných kurzů	Řízený plovoucí kurz		
Omezení výše záloh na dovoz zboží a služeb	Ano	Ne	Ne
Omezení pro rezidenty při otevírání účtů v zahraničních bankách	Je vyžadováno schválení Národní banky	Ne	Ne
Nákup a prodej cizí měny rezidenty prostřednictvím bank	Cílený nákup, použití do 7 dnů	Ne	Ne

Zdroj: vlastní úprava dle údajů Národní banky Běloruska, Ruska a Kazachstánu.

V Běloruské republice jsou na rozdíl od Ruska a Kazachstánu měnové omezení poměrně rozšířené. Pouze Bělorusko používá zejména povinný prodej měnových výnosů hospodářskými subjekty (v Kazachstánu zrušen v roce 1999, v Rusku v roce 2006), omezení pro otevírání účtů rezidentů v zahraničních bankách.

Centrální banky zemí *Eurasijského hospodářského prostoru* se musí dohodnout na postupu při používání měnových omezení. V souladu s postupem stanoveným v *Dohodě o harmonizovaných zásadách devizové politiky* lze ve výjimečných případech (např. záporná dynamika platební bilance, snížení devizových rezerv pod přijatelnou úroveň, prudké výkyvy směnného kurzu) zavést měnová omezení na dobu nepřesahující jeden rok.

Měnová omezení kapitálových toků uplatňovaná v Bělorusku pomáhají minimalizovat rizika při provádění zahraničních ekonomických transakcí rezidentů. Zároveň je však třeba je důsledně zrušit v rámci dohod zemí *Eurasijského hospodářského prostoru*.

Jakékoli kroky ke zrušení měnových omezení přinesou očekávané výhody pouze tehdy, pokud vláda přijme komplexní opatření ke zlepšení ekonomiky jako celku, a to včetně boje proti inflaci a zlepšení měnového, daňového a celního režimu. Měnová liberalizace je možná až po stabilizaci platební bilance, udržení pozitivní dynamiky devizových rezerv, která zajišťuje plnění vnějších závazků země, snížení míry inflace a provádění účinné fiskální politiky.

Současná měnová omezení by měla být nejen zrušena nebo odstraněna, ale ve svém důsledku (zajištění přílivu měny do země za účelem vyrovnání platební bilance a udržení stability směnného kurzu) by měla být nahrazena jinými nepřímými nástroji měnové a devizové regulace.

2.1.3 Orgány měnové kontroly a regulace

V Bělorusku v současné době úspěšně funguje následující systém měnové regulace a měnových kontrolních orgánů:

- měnovými regulačními orgány v Běloruské republice jsou Rada ministrů Běloruské republiky a Národní banka Běloruské republiky;
- orgány měnové kontroly v Běloruské republice jsou Rada ministrů Běloruské republiky, Národní banka, Státní kontrolní výbor Běloruské republiky a Státní celní výbor Běloruské republiky;

Většinu zúčtování v Bělorusku v běloruských rublech a v cizí měně provádějí klienti (rezidenti i nerezidenti) prostřednictvím běloruských bank. Uvolnění a zrušení měnových omezení a liberalizaci měnových kontrol banky jen vítají, protože jim umožňují zjednodušit a zrychlit práci banky, zkvalitnit služby klientům a odstranit konflikty ve vztazích s klienty a orgány kontroly.

2.2 Vývoj měnové politiky Běloruské republiky

Celosvětová praxe ukazuje, že v otevřených ekonomikách hraje kurzová politika prioritní roli v rámci měnové politiky vlády (zejména v době hospodářské krize), a Bělorusko není výjimkou. Cílem kurzové politiky je udržovat stabilní a předvídatelný kurz běloruského rublu vůči zahraničním měnám. Hlavní směry měnové politiky jsou posuzovány v kontextu měnové regulace a jsou formulovány v hlavních směrech politiky na příští rok. V posledních dvou desetiletích lze v rámci kurzové politiky Běloruské republiky rozlišit čtyři hlavní etapy vývoje kurzových režimů:

I. etapa – režim „klouzavé fixace“ směnného kurzu běloruského rublu vůči ruskému rublu (2001–2004)

II. etapa – režim „tvrdé vazby“ běloruského rublu na americký dolar (2005–2008)

III. etapa – režim navázání běloruského rublu na měnový koš (2009–2011)

IV. etapa – uplatnění režimu „řízeného plovoucího kurzu“ pro směnný kurz běloruského rublu (od října 2011)¹⁰

2.2.1 I. etapa

První fáze vývoje kurzové politiky se vyznačovala pozitivními měnovými výsledky a zvýšenou důvěrou v národní měnu. Tento průlom byl důsledkem opatření přijatých v letech 2001 až 2004, která umožnila přechod od systému více směnných kurzů k jednomu směnnému kurzu. V této fázi byla zachována předpokládaná dynamika oficiálního kurzu a stabilita tržních kotací národní měnové jednotky a byla zajištěna účinná kontrola provádění devizových transakcí. Národní banka aktivně pokračovala v liberalizaci měnové legislativy a měnových vztahů, jejímž cílem bylo regulovat platební bilanci země a zvýšit příliv zahraničních investic. V tomto období bylo zrušeno šest z 21 druhů měnových omezení, která platila na začátku roku 2001. Klíčovým faktorem měnové politiky v tomto období byla reforma měnové legislativy. Byl přijat zákon Běloruské republiky č. 226-3 ze dne 22. 7. 2003 o měnové regulaci a měnové kontrole a pravidla měnových operací, schválený usnesením bankovní rady Národní banky č. 72 ze dne 30. 4. 2004, který strukturoval a zdokonalil měnovou legislativu země. Přísná měnová politika Národní banky a současné uplatňování měnového režimu „klouzavého fixu“ byly

¹⁰ БОБРОВСКАЯ, Ж. Практические аспекты валютной политики Республики Беларусь в условиях становления экономики инновационного типа. *Экономика: теория и практика*. Минск, 2012. s. 4.

hlavními faktory pozitivního vývoje v devizovém sektoru. V důsledku toho běloruský rubl v roce 2005 posílil vůči ruskému rublu o 3,9 % a americkému dolaru o 0,8 %, inflace se snížila na 10,3 % a běžný účet platební bilance byl poprvé v historii nezávislého Běloruska kladný ve výši 296,4 mil. USD.

2.2.2 II. etapa

Druhá fáze s "tvrdým navázáním" běloruského rublu na americký dolar začala v roce 2005 a byla vedena potřebou dále snížit inflaci, omezit inflační a devalvační očekávání obyvatelstva a ekonomických subjektů a snahou minimalizovat měnová rizika. Důvodem postupného a od roku pak 2007 konečného opuštění vazby na ruský rubl bylo zvýšené vzájemné kolísání obou hlavních světových měn na mezinárodních finančních trzích, které ovlivňovalo volatilitu běloruského rublu vůči ruskému rublu a ztěžovalo provádění rychlé a účinné kurzové politiky. Přejít na režim "tvrdé vazby" na americký dolar a používání kurzové politiky jako nominální kotvy bylo navíc odůvodněno vysokou mírou otevřenosti ekonomiky a závislostí domácí spotřeby na dovozu, významným vlivem pohybu směnného kurzu na inflaci a vysokým stupněm dolarizace ekonomiky (v roce 2005 tvořily vklady v cizích měnách přibližně 40 % všech vkladů v komerčním bankovním systému). V letech 2005 a 2006 činil nárůst indexu spotřebitelských cen 10,3 %, respektive 7 % ve srovnání s 28,4 % v roce 2003 a 18,1 % v roce 2004. Zlaté a devizové rezervy se v roce 2005 zvýšily na 1,3 mld. USD a v roce 2006 na 1,5 mld. USD. V roce 2006 se rezervy zvýšily na 1,4 mld. USD. Domácí zboží se stalo konkurenceschopnějším na mezinárodních trzích v důsledku 2,6% znehodnocení reálného efektivního směnného kurzu běloruského rublu v roce 2006. Současně se v roce 2006 začaly projevovat negativní trendy ve vnějším ekonomickém sektoru ekonomiky v důsledku předstihu růstu dovozu zboží (33,5 %) před vývozem (23,3 %), schodek běžného účtu činil 2 617,1 mil. USD (v roce 2007 činil růst dovozu zboží 22,5 % a vývozu 10,4 % a záporné saldo se zvýšilo na 4 335,1 mil. USD). Národní banka zahájila expanzivní měnovou politiku s aktivním poskytováním úvěrů na vládní projekty a programy, což vedlo k negativní transformaci (míra refinancování klesla od 1. 1. 2005 do 1. 1. 2009 ze 17 % na 12 % ročně; nesplacené úvěry na podporu vládních programů představovaly ke konci roku 2009 více než 30 bilionů rublů, tj. 41 % celkových úvěrových závazků vůči bankám). V tomto období se však aktivně pokračovalo v programu růstu příjmů, aby se dosáhlo sociálních cílů. V letech 2004-2006 bylo tempo růstu reálných mezd vyšší než tempo růstu HDP (vyrovnané k 1. 10. 2011). Jednou z

příčin růstu záporného salda platební bilance a zvýšené poptávky ekonomických subjektů a domácností po devizách na počátku roku 2007 byly vyšší ceny za dovoz energií z Ruska (podmínily zdvojnásobení deficitu zahraničního obchodu) a nové obchodní podmínky pro rafinované ropné produkty. S cílem snížit poptávku po zahraniční měně zpřísnila Národní banka řadu měnových omezení pro subjekty zahraničního obchodu. Byl snížen limit výše zálohových plateb rezidentů nerezidentům, omezen přístup ekonomických subjektů k nákupu měny na domácím devizovém trhu za účelem poskytování finančních půjček nerezidentům atd. Přijetí řady opatření měnové politiky a přijetí půjčky ve výši 1,5 mld. USD od Ruské federace umožnilo ve druhé polovině roku 2007 zrušit řadu omezení. Na konci roku 2008 měla světová finanční a hospodářská krize strategicky negativní dopad na domácí devizový trh Běloruské republiky. Pokles poptávky po běloruském zboží na zahraničních trzích vedl k 58% poklesu příjmů z vývozu (ve čtvrtém čtvrtletí roku 2008). Globální vnější šoky způsobily následující trendy:

- v roce 2008 dosáhlo záporné saldo zahraničního obchodu se zbožím 6,1 mld. USD a překročilo úroveň roku 2007 o 50,1 %;
- zvýšená poptávka po devizách, tzv. „měnový útok“, ze strany ekonomických subjektů (saldo čisté poptávky po devizách v roce 2008 činilo 3,8 mld. USD) a domácností (1,3 mld. USD jen ve 4. čtvrtletí 2008).
- snížení zlatých a devizových rezerv země v roce 2008 ze 4,2 mld. USD na 3 miliardy (podle národní definice), což představuje 0,9 měsíce dovozu zboží a služeb (minimální úroveň zlatých a devizových rezerv přijímaná v mezinárodní praxi je tři měsíce dovozu).¹¹

2.2.3 III. etapa

Třetí etapa vývoje kurzové politiky přímo souvisí s dopadem světové finanční a hospodářské krize na běloruskou ekonomiku a bankovní systém. V tomto období byla měnová politika zaměřena na zvýšení účinnosti kurzového režimu. Národní banka upravila kurz běloruského rublu a přešla na nový kurzový režim. S cílem obnovit cenovou konkurenceschopnost běloruského vývozu a vyrovnat bilanci zahraničního obchodu a platební bilanci byl běloruský rubl 2. ledna 2009 devalvován vůči americkému dolaru o 20,5 %. Devalvace byla hlavní podmínkou pro získání pohotovostní půjčky od

¹¹ БОБРОВСКАЯ, Ж. Практические аспекты валютной политики Республики Беларусь в условиях становления экономики инновационного типа. *Экономика: теория и практика*. Минск, 2012. s. 7.

Mezinárodního měnového fondu ve výši 2,5 mld. USD. V průběhu roku 2009 země získala z různých zdrojů zahraniční půjčky v celkové výši 9,2 mld. USD, což umožnilo celoroční nárůst zlata a devizových příjmů na 6 mld. USD (podle národní definice).

Od začátku roku 2009 byl zaveden nový mechanismus směnných kurzů, který váže kurz běloruského rublu na hodnotu koše zahraničních měn, který zahrnuje americký dolar, euro a ruský rubl ve stejném poměru. Zahraniční měny, které tvořily koš, dominovaly na devizovém trhu země a účinně určovaly nominální efektivní kurz běloruského rublu vůči měnám hlavních obchodních partnerů Běloruska. Tento mechanismus zajistil stabilitu směnného kurzu běloruského rublu a jeho kolísání v daných mezích vůči hodnotě měnového koše ($\pm 10\%$) ve vztahu k počátku roku 2009. Hodnota měnového koše byla vypočtena jako geometrický průměr dvoustranných směnných kurzů běloruského rublu vůči americkému dolaru, euru a ruskému rublu k určitému datu. Pokles kurzu běloruského rublu vůči jedné z měn zařazených do koše v důsledku jeho posílení na světovém trhu byl kompenzován posílením národní měnové jednotky vůči ostatním zahraničním měnám zařazeným do koše. Nový kurzový režim zvýšil flexibilitu a účinnost kurzové politiky při reakci na změny na vnějších finančních trzích a umožnil rychlejší a měřitelnější volatilitu hlavních světových měn a zmírnil kolísání efektivního kurzu rublu. V roce 2009 došlo k devalvaci běloruského rublu vůči koši zahraničních měn o 8 %, tj. v rámci stanoveného koridoru, byla přijata opatření k dedolarizaci ekonomiky, včetně snížení počtu transakcí, u nichž bylo ze zákona povoleno používání cizí měny mezi rezidenty, a od poloviny roku 2009 bylo za účelem omezení měnových rizik pro domácnosti pozastaveno poskytování úvěrů fyzickým osobám v cizí měně.

I v roce 2010 byla kurzové politice přisouzena dominantní role při dosahování hlavního cíle měnové politiky – zajištění stability národní měny. V roce 2010 byl stanoven koridor pro změnu hodnoty měnového koše o $\pm 10\%$ od centrální hodnoty stanovené na začátku roku. Kurz běloruského rublu v roce 2010 zůstal v rámci stanovených výkyvů. Devizové rezervy země dosáhly počátkem roku 2011 výše 6,6 mld. USD. Od druhé poloviny roku 2010 je situace na domácím měnovém trhu charakterizována zhoršující se platební bilancí a rostoucí poptávkou ekonomických subjektů a domácností po devizách. V roce 2010 dosáhlo záporné obchodní saldo 9,6 mld. USD a čistá poptávka po devizách ze strany ekonomických subjektů se oproti předchozímu roku zvýšila 1,9krát a u domácností 1,8krát. Národní banka aktivně

intervenovala na devizovém trhu, přičemž jen v prvním čtvrtletí roku 2011 se zlaté a devizové rezervy snížily o 1,4 miliardy dolarů, protože je Národní banka používala k udržení stability národní měny.

Od počátku roku 2011 se ekonomika a bankovní systém země pohybují v prostředí vícenásobného směnného kurzu. Většina devizových transakcí v tomto období se uskutečnila na mimoburzovním trhu. Na domácím devizovém trhu činila čistá poptávka v prvním čtvrtletí 2011 1,91 mld. USD. Největší poptávka ve výši 0,84 mld. USD pocházela od domácností, a to v důsledku vysokých očekávání devalvace a nákupu cizí měny na nákup automobilů v zahraničí. Čistý nákup cizí měny podniky činil 0,47 mld. USD.

V této souvislosti klesla úroveň devizových rezerv Běloruské republiky v prvním čtvrtletí roku 2011 o 1,3 mld. USD na 3,8 mld. USD. Aby snížila tlak na devizové rezervy, byla Národní banka nucena urychlit devalvaci běloruského rublu vůči koši zahraničních měn. V důsledku toho dosáhla cena koše zahraničních měn k 22. dubnu roku 2011 horní hranice koridoru (8 %).

Současně byl zaveden soubor opatření ke stabilizaci domácího měnového trhu prostřednictvím regulace transakcí.

Ukončení devizových intervencí ze strany Národní banky zabránilo poklesu úrovně vládních zlatých a devizových rezerv. Zároveň opatření přijatá v oblasti měnové regulace a kontroly měny v souvislosti s nerovnováhou zahraniční ekonomiky vedla ke vzniku vícenásobných směnných kurzů a zvýšení odložené poptávky.

S cílem výrazně zpřísnit měnovou politiku od 1. června 2011 Národní banka od 2. září 2011 zrušila nestandardní operace na podporu likvidity komerčních bank, které byly prováděny za účelem usnadnění poskytování úvěrů na vládní programy, a refinancuje banky pouze za tržních podmínek, a to po dobu nepřesahující 7 dní.

Od 20. října 2011 začala na běloruské měnové a burzovní burze fungovat jednotná obchodní seance, při níž se kurz nákupu a prodeje cizí měny stanovoval na základě nabídky a poptávky. Kromě toho byly zrušeny prioritní oblasti pro nákup cizí měny a limity kolísání hodnoty koše měn stanovené pro rok 2011.

V roce 2011 došlo k přechodu na tržní kurzový režim, ale zároveň se kurz měnového koše snížil téměř třikrát. Důvěra obyvatel v běloruský rubl jako prostředek

spořeni katastrofálně poklesla a zahraniční zadlužení republiky nadále rostlo. Je však třeba poznamenat, že úroveň zlatých a devizových rezerv se vrátila na úroveň před krizí.

2.2.4 IV. etapa

V roce 2011 přešlo Bělorusko na režim řízeného floatu. Oficiální kurz běloruského rublu k americkému dolaru a ruskému rublu se stejně jako dříve stanovuje denně na základě obchodování na běloruské měnové a akciové burze za předchozí pracovní den, zatímco oficiální kurzy ke všem ostatním zahraničním měnám, včetně eura, se stanovují na základě křížových kurzů měn k americkému dolaru platných na světových trzích. Obchodování na měnové a akciové burze probíhá metodou fixace od jejího vzniku. Od konce roku 2011 však Národní banka není povinna udržovat směnný kurz v určitých mezích. Současně Národní banka za účelem řízení směnného kurzu přímo intervenuje na burze, přičemž objem intervencí není pravidelně zveřejňován.

Využívání devizových intervencí umožňuje Národní bance aktivně řídit směnný kurz. Například na začátku roku 2012 přijala Národní banka opatření proti nadměrnému posilování běloruského rublu na základě rizika pro cenovou konkurenceschopnost vývozců, když v lednu až březnu 2012 nakoupila na burzovních obchodech v čisté hodnotě ekvivalent 943 mil. USD v cizí měně.

3 Analýza trendů měnové politiky 2018–2021

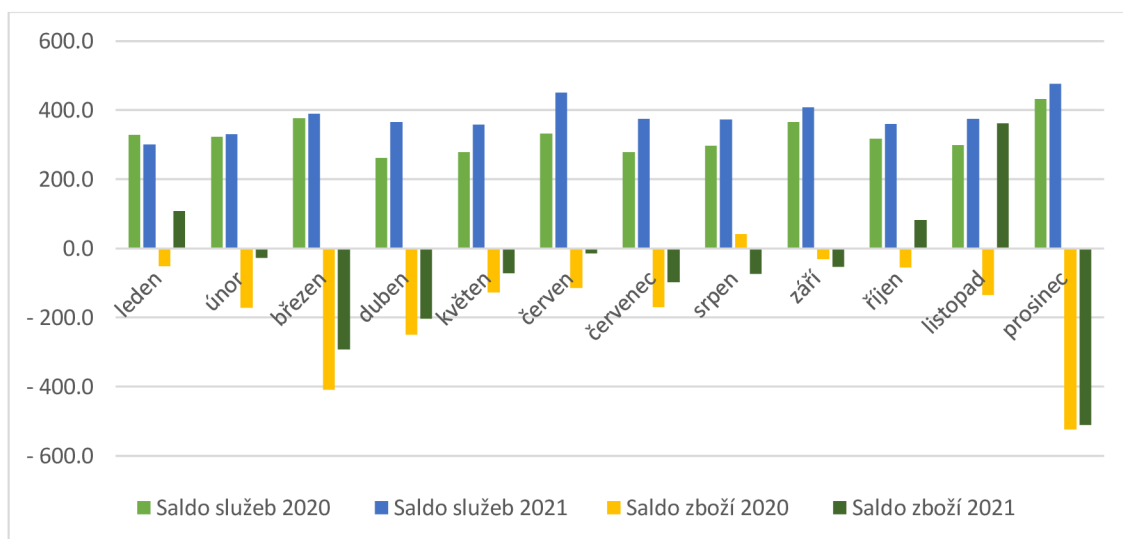
V současné době, kdy ekonomika Běloruské republiky čelí výzvě, se hospodářské subjekty i jednotlivci snaží jednat s cílem minimalizovat možné hospodářské ztráty. Dynamika ukazatelů na měnovém trhu je zase odrazem nálad ekonomických subjektů a výkonnosti národního hospodářství.

Zatímco však hospodářské krize v letech 2009, 2011 nebo 2014 byly poměrně razantní a vyznačovaly se zrychleným růstem cen a rychlou devalvací běloruského rublu, současné problémy, kterým národní hospodářství čelí, nejsou tak agresivní a táhnou se v čase. Navzdory negativnímu dopadu pandemie, politickému napětí v zemi a zavedení sankcí zůstal devizový trh v průběhu roku 2020 a první poloviny roku 2021 relativně klidný, s výjimkou nárůstu kurzu v roce 2020. Tyto výkyvy však byly způsobeny spíše krátkodobými faktory, jako byl pokles cen ropy a oslabení ruského rublu v březnu 2020 nebo zvýšené politické napětí po prezidentských volbách. Současný stabilní stav měnového trhu se přitom může postupně měnit na méně stabilní v důsledku realizace existujících rizik založených na vlivu procesů uvnitř ekonomiky a vnějších příčin.

V 2021 byla dynamika běloruského rublu navzdory zrychlení inflačních procesů poměrně plynulá a vykazovala tendenci k posilování. K udržení kurzu národní měny v současném období přispělo několik faktorů.

Za prvé byl devizový trh pozitivně ovlivněn zlepšením situace v zahraničním obchodě. Za rok 2021 dosáhl kumulativní přebytek obchodu se zbožím a službami 2,3 mld. USD, což bylo o 1,1 mld. USD více než v roce 2020. Tento růst byl způsoben jak zvýšením přebytku obchodu se službami, tak pozitivním vývojem obchodu se zbožím.

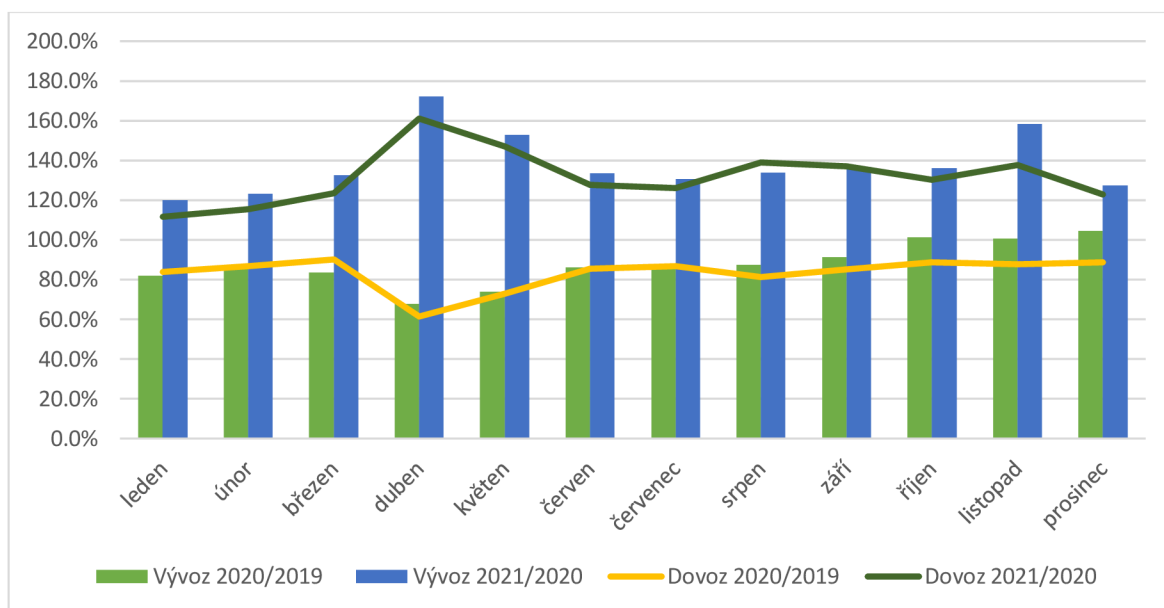
Graf 3.1: Vývoj salda zboží a služeb, v mil. USD



Zdroj: <https://www.nrb.by/statistics/foreigntrade>, vlastní zpracování.

V roce 2021 došlo nejen ke zlepšení celkového salda zboží a služeb, ale také k nárůstu objemu zahraničního obchodu ve srovnání s rokem 2020. To bylo do značné míry způsobeno oživením několika ekonomik po celém světě v důsledku zlepšení epidemiologické situace, zrušením karanténních omezení v roce 2021 a následnou potřebou uspokojit poptávku po zboží. K maximálnímu nárůstu vývozu a dovozu zboží oproti údajům za rok 2020 došlo v dubnu až květnu 2021. V porovnání s údaji za stejné období roku 2019 došlo v období únor – srpen k poměrně rovnoměrnému nárůstu vývozu zboží po jednotlivých měsících, což lze oprávněně vysvětlit zvýšením globální ekonomické aktivity v důsledku uvolnění ekonomik z karantény v řadě zemí.

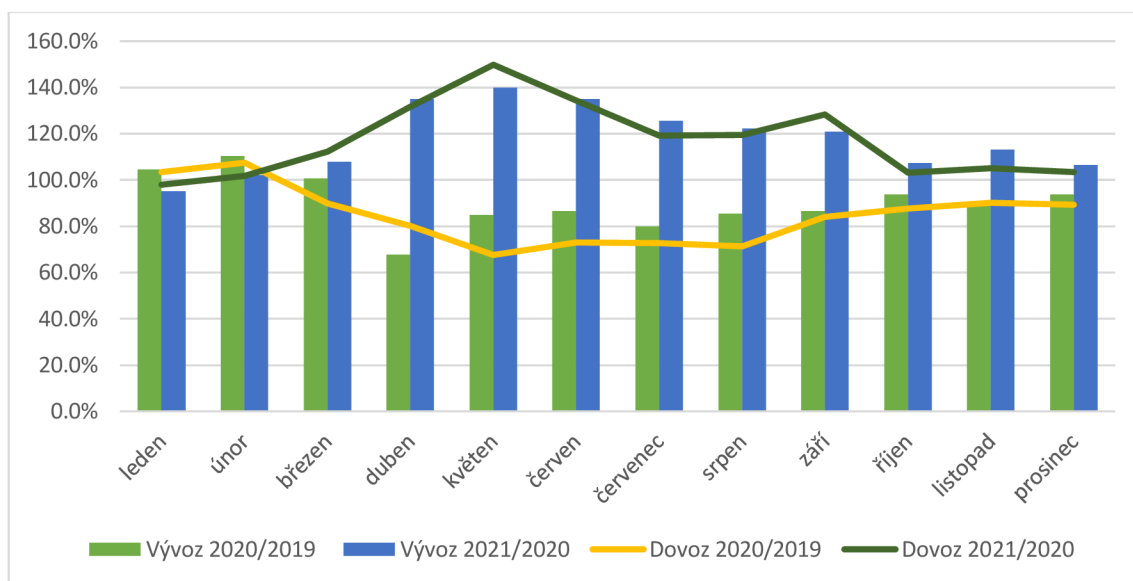
Graf 3.2: Vývoj zahraničního obchodu se zbožím



Zdroj: <https://www.nbrb.by/statistics/foreigntrade>, vlastní zpracování.

V sektoru služeb byl měsíční vývoz v období duben–srpen 2021 o 20–40 % vyšší než ve stejném období předchozího roku. Ve srovnání s rokem 2019 nebyl tento trend tak silný. Měsíční dovoz služeb od června do srpna 2021 vykázal ve srovnání se stejným obdobím roku 2019 záporný trend. Obrázek 3 ukazuje, že k nejsilnějšímu růstu vývozu a dovozu služeb v roce 2021 oproti roku 2020 došlo v období duben – červen. Při pohledu na dynamiku obchodu v roce 2021 oproti roku 2019 lze konstatovat, že vývoz a dovoz služeb kolísá méně rovnoměrně než zahraniční obchod se zbožím. To by mohlo být způsobeno zrušením/zavedením řady omezení vývozu a dovozu služeb (např. dopravy a služeb cestovního ruchu) v závislosti na aktuální epidemiologické situaci. K růstu vývozu služeb jistě pozitivně přispělo odvětví informací a komunikací, které se v lednu až září 2021 podílelo na růstu HDP 0,7 %. Jedná se o druhé nejdůležitější odvětví z hlediska příspěvku k růstu HDP země, které vykazuje konstantní tempo růstu a je orientováno na vývoz. Za rok 2021 dosáhl vývoz počítačových služeb 1,9 mld. USD, což představuje nárůst o 24,1 procentního bodu ve srovnání s minulým rokem.

Graf 3.3: Vývoj zahraničního obchodu se službami



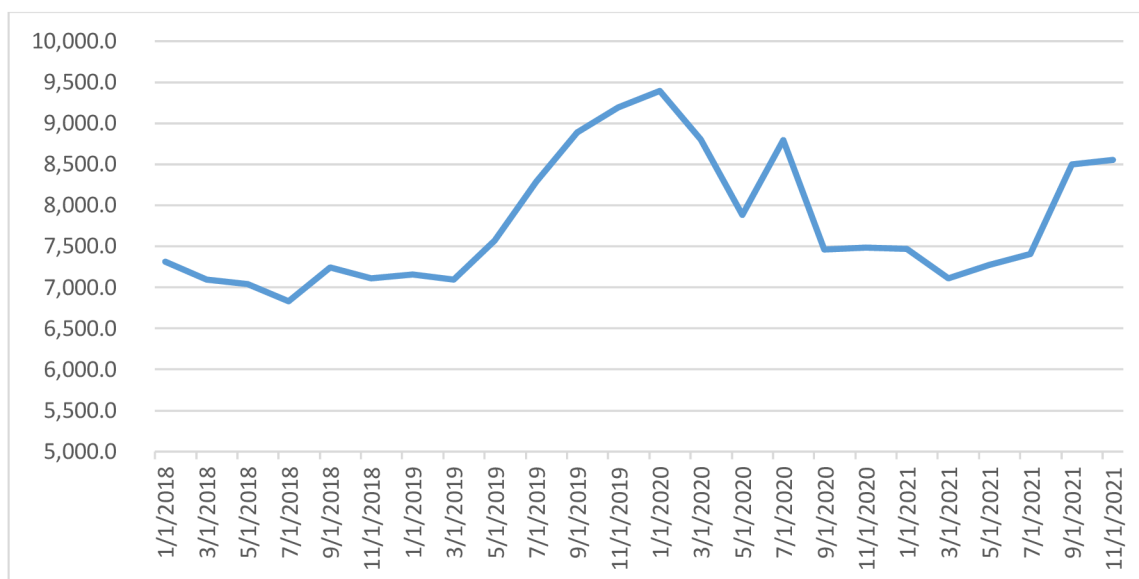
Zdroj: <https://www.nrb.by/statistics/foreigntrade>, vlastní zpracování.

Celkově mělo zvýšení salda zahraničního obchodu v roce 2021 ve srovnání s výsledky v letech 2020 a 2019 pozitivní dopad na chování ekonomických subjektů na devizovém trhu. V roce 2021 prodaly rezidentské ekonomické subjekty v čisté hodnotě cizí měnu ve výši přesahující 557,8 mil. USD.

Druhým faktorem, který udržoval stabilitu v devizové oblasti, byl kurzový režim. V rámci současné kurzové politiky může regulátor ovlivňovat výsledky obchodování na běloruské měnové a akciové burze. Její činnost se však omezuje na nákup nebo prodej měny, aby omezila právě prudké krátkodobé výkyvy směnných kurzů. Taková kurzová politika na jedné straně pomáhá zabránit postupnému zvyšování nerovnováhy mezi oficiálním a tržním kurzem běloruského rublu při změnách dlouhodobých kurzových trendů. Na druhou stranu taková kurzová politika zabraňuje dodatečnému tlaku na kurz běloruského rublu ze strany ekonomických subjektů vyvolanému jejich negativními očekáváními v období krátkodobých faktorů, které nemají na dynamiku kurzu v dlouhodobém horizontu zásadní vliv.

Politika volného směnného kurzu, pozitivní zahraniční obchod a zahraniční financování přispěly k udržení zlatých a devizových rezerv země.

Graf 3.4: Vývoj mezinárodních rezervních aktiv Běloruské republiky, v mil. USD



Zdroj: <https://www.nbrb.by/statistics/reserveassets/assets.asp>, vlastní zpracování.

V průběhu ledna až srpna 2020 docházelo k výkyvům zlatých a devizových rezerv země, které byly vyvolány zvýšenou poptávkou ekonomických subjektů po devizách v březnu a srpnu 2020. Na podzim 2020 se však situace stabilizovala. Po mírném poklesu zlatých a devizových rezerv na začátku roku 2021 jejich růst pokračuje. Zatímco na začátku roku 2021 činily 7 468,5 mil. USD, k 1. říjnu 2021 činily 8 459,9 mil. USD. Jedním z hlavních faktorů růstu rezerv v tomto roce bylo přidělení finanční podpory od *Mezinárodního měnového fondu* na řešení negativních důsledků pandemie. K pozitivní dynamice zlatých a devizových rezerv země přispěla také nízká poptávka po devizách na domácím devizovém trhu. Pozitivní trendy na devizovém trhu by však mohly postupně slábnout. Za prvé by devizový trh mohl být negativně ovlivněn vývojem zahraničního obchodu. V krátkodobém horizontu existuje riziko, že některé země v zimním období 2021/2022 zavedou zvýšená protispotřebitelská opatření a omezení v důsledku zhoršující se epidemiologické situace, což by mohlo mít negativní dopad na objem domácího vývozu zboží a služeb.

Ve střednědobém horizontu existuje riziko zvýšení tlaku sankcí a vyčerpání potenciálu pro zvýšení zahraničního obchodu v důsledku oživení světové ekonomiky po postupném zrušení omezení z důvodu pandemie. V odvětví služeb může rovněž dojít ke snížení růstu vývozu v důsledku možného zmenšení odvětví informačních a komunikačních technologií z důvodu přesunu některých kanceláří a specialistů do jiných zemí, jakož i ke snížení objemu nových zahraničních projektů pro běloruské pobočky

mezinárodních IT společností v důsledku zvýšených rizik pro zahraniční zákazníky a příznivějšího prostředí pro působení IT společností v jiných jurisdikcích (např. v Polsku).

Za druhé může mít nominální zhodnocení běloruského rublu vůči hlavním měnám v kontextu zrychlující se inflace negativní dopad na konkurenceschopnost běloruského zboží a služeb na zahraničních trzích. Od začátku roku 2021 tak běloruský rubl posílil vůči americké měně o 6,06 %, vůči euru o více než 10,88 % a vůči měnovému koši celkem o 4,8 %. Vážené průměrné znehodnocení amerického dolaru vůči běloruskému rublu v prosinci 2021 oproti prosinci 2020 činilo 2,3 % a znehodnocení eura 5,1 %. Ve stejném období činila inflace 7,5 %.

Třetím faktorem, který by mohl zhoršit situaci na devizovém trhu, je negativní výhled pro státní rating Běloruska, který přidělují hlavní ratingové agentury (Fitch, S&P, Moody's). Kromě toho agentura Fitch v srpnu 2021 odebrala ratingy bankám Belarusbank a Belinvestbank kvůli zavedení sankcí ze strany EU. V neposlední řadě může mít nepřímý vliv na investiční aktivitu také prognóza *Světové banky*, která v roce 2022 předpokládá hospodářskou recesi, a očekávání slabého růstu HDP v roce 2022 ve výši 0,5 % podle *Mezinárodního měnového fondu* a 0,4 % podle *Euroasijské rozvojové banky*. Rating a výhled samy o sobě neznamenají pro zemi žádná omezení, ale jejich zhoršení nebo negativní výhled by spolu s politickými riziky a riziky poškození pověsti mohly zvýšit náklady a obtíže při hledání financování na vnějších trzích. To by mohlo ovlivnit i výši devizových rezerv a vést ke zvýšené poptávce po devizách. Půjčování si v zahraničí ztěžuje také riziko dalších sankcí ze strany EU a USA.

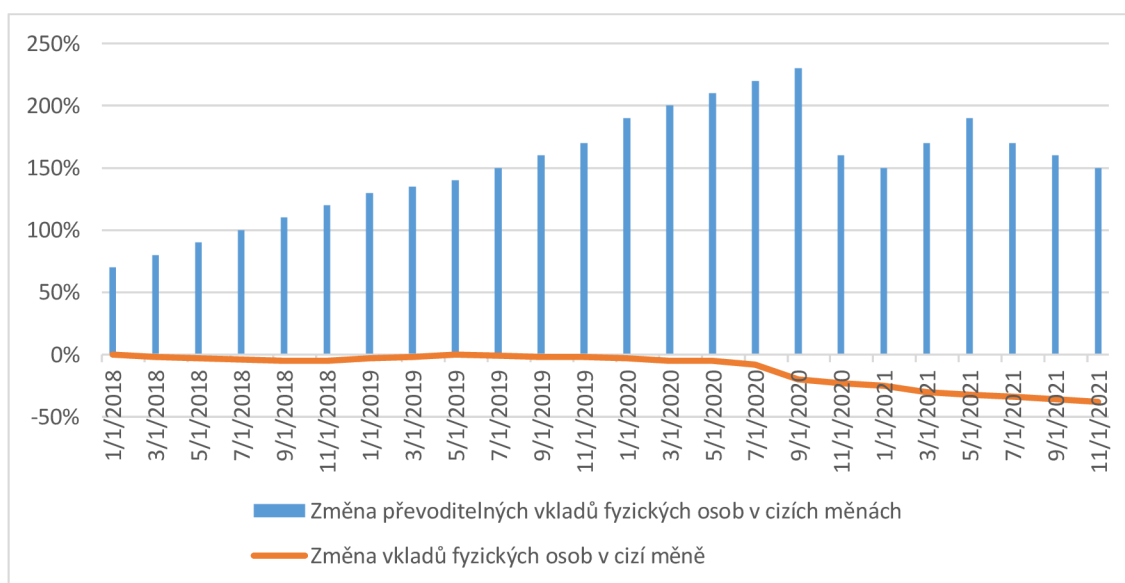
3.1 Trendy na trhu vkladů

Výsledky zahraničního obchodu, schopnost přilákat zahraniční investice, půjčky, úvěry a mezinárodní finanční podpora jsou vnější faktory, které ovlivňují devizový trh a určují stabilitu nejen národní měny, ale i měnového systému jako celku. Zároveň existuje řada vnitřních aspektů, které jsou důležitými součástmi národního finančního trhu, včetně měnového.

To platí především pro vklady domácností. Zatímco podniky a organizace musí své peníze v národní i cizí měně držet v bankách, obyvatelstvo takovou povinnost nemá. Změny v očekáváních veřejnosti se okamžitě odrážejí v dynamice bankovních vkladů občanů, protože spotřebitelské, spořicí a investiční chování se upravuje na základě existujících rizik.

Pokud se podíváme na dynamiku vkladů za poslední čtyři roky, můžeme skutečně zjistit, že lze pozorovat řadu změn. V první řadě došlo k výraznému snížení objemu termínovaných vkladů domácností v cizí měně. Klesající trend trvá již před čtyřmi lety a od jara 2020 se zviditelňuje. V posledních několika letech úroková sazba termínovaných vkladů v cizí měně nepřesáhla 1–2 % ročně, což snížilo zájem domácností o dlouhodobé úspory v cizí měně. Na začátku října 2021 se ostatní cizoměnové vklady obyvatelstva snížily o 37 % oproti začátku ledna 2020. Na základě skutečnosti, že hlavní odliv termínovaných devizových vkladů obyvatelstva ve sledovaném období byl v letech 2020 až 2021, lze konstatovat, že pandemie a politické napětí snížily motivaci obyvatelstva k tvorbě devizových úspor v komerčních bankách.

Graf 3.5: Vývoj vkladů fyzických osob v cizí měně



Zdroj: <https://www.nbrb.by/statistics/monetarystat/broadmoney>, vlastní zpracování.

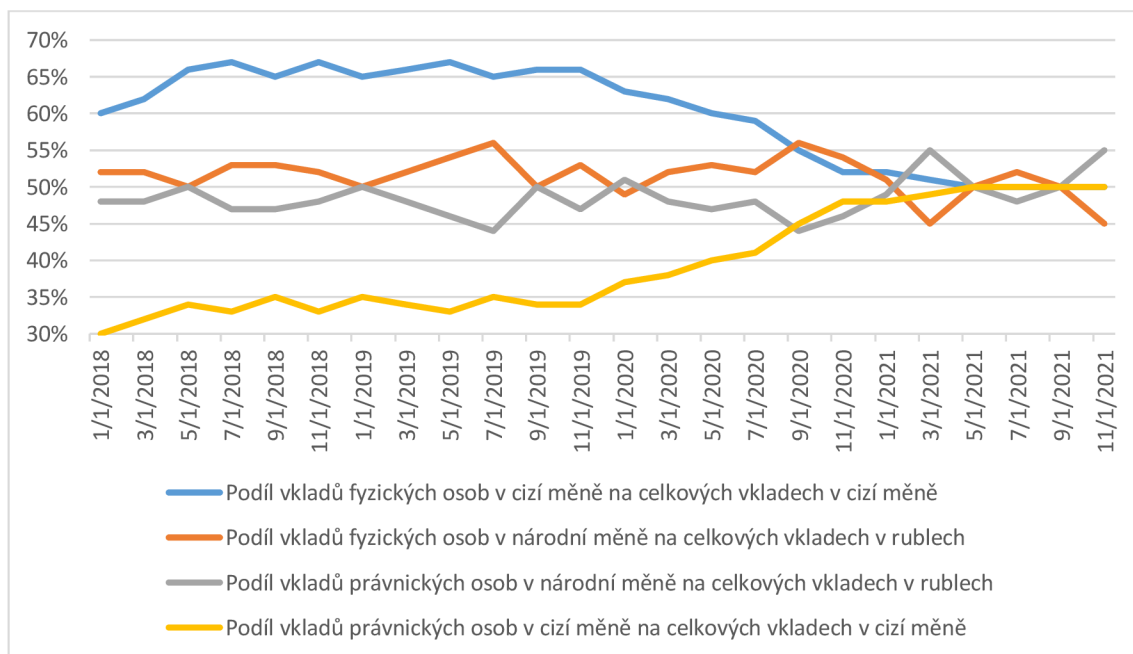
Zároveň od roku 2018 docházelo k postupnému nárůstu převoditelných vkladů v cizí měně, který se na podzim 2020 zastavil. Jak je patrné z grafu, od počátku roku 2021 došlo ke krátkému oživení kladné dynamiky vkladů na požádání v cizí měně. Důvodem je pravděpodobně skutečnost, že kvůli zvýšeným rizikům nebyli lidé ochotni dlouhodobě investovat devizové prostředky do neodvolatelných vkladů. Od června 2021 však začaly převoditelné vklady v cizí měně klesat. Na začátku října se jejich objem vyrovnal úrovni ze začátku října 2020. Na jedné straně byla tato dynamika ovlivněna obdobím dovolených a neochotou občanů ukládat cizí měnu do bank téměř zdarma. Na druhou stranu v důsledku zpomalení růstu reálných příjmů bylo více úspor vynaloženo na běžné potřeby.

Na pozadí odlivu převoditelných vkladů došlo v září 2021 poprvé od počátku roku 2020 k mírnému nárůstu termínovaných vkladů v cizí měně, který byl ovlivněn zvýšením úrokových sazeb. Maximální výnos z některých vkladů v cizí měně tak na konci 2021 činil 5,25 % ročně. Řada bank byla nucena během několika měsíců téměř zdvojnásobit úroky především u termínovaných neodvolatelných vkladů fyzických osob v cizí měně, aby zastavila odliv finančních prostředků a přilákala nové vkladatele. Současně pokračoval pokles kumulativního objemu devizových vkladů domácností.

Zatímco tedy v letech 2018–2019 byly vklady v cizích měnách ovlivňovány především politikou Národní banky, od roku 2020 docházelo k aktivnějšímu poklesu vkladů v cizích měnách v důsledku ekonomických rizik spojených s pandemií, politickým napětím a nízkými výnosy těchto spořicíh nástrojů až do léta 2021.

Vzhledem k negativní dynamice bankovních úspor občanů a rostoucímu objemu devizových vkladů podniků se změnila samotná struktura bankovních devizových vkladů. Podíl vkladů domácností v cizí měně na celkovém objemu vkladů v cizí měně klesl z téměř 70 % na začátku roku 2018 na 48,8 % na začátku 2021. Podíl vkladů podniků v cizí měně se v tomto období zvýšil z 30 % na 51,2 %.

Graf 3.6: Podíl vkladů fyzických osob a právnických osob na celkových vkladech podle měny vkladů

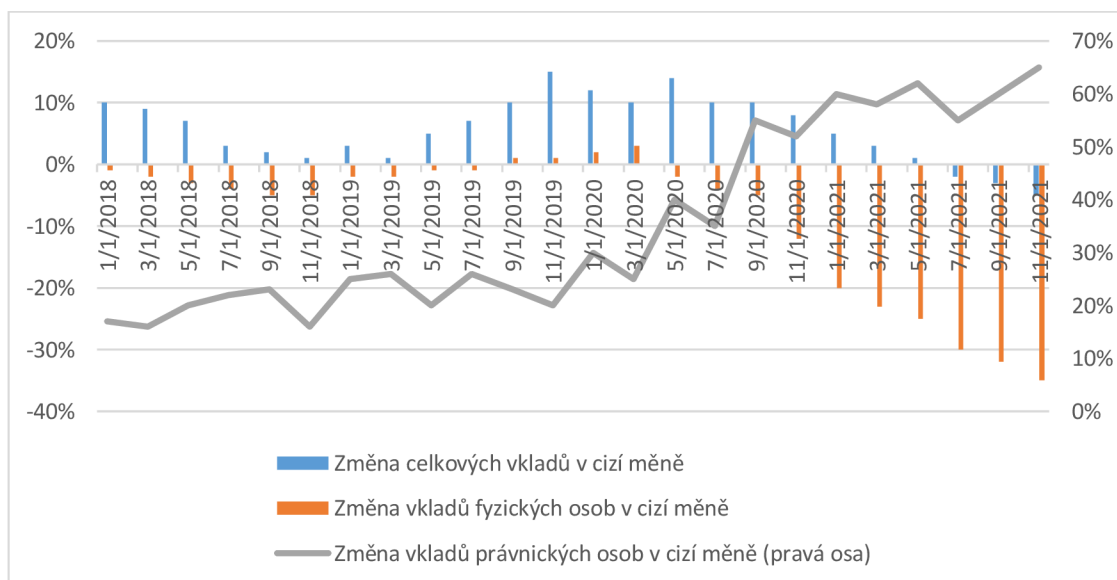


Zdroj: <https://www.nrb.by/statistics/monetarystat/broadmoney>, vlastní zpracování.

Současně je problém je, že i přes nárůst vkladů právnických osob v cizí měně v období 2020–2021 ve srovnání se začátkem roku 2018 vykazuje dynamika celkových bankovních vkladů v cizí měně v posledních měsících sledovaného období negativní trend. Na začátku října 2021 činil pokles agregátních devizových úspor v bankovním systému oproti začátku roku 2021 13,6 %. Jak bylo uvedeno výše, výrazné snížení devizových závazků v bankovním systému bylo způsobeno výběrem devizových úspor fyzickými osobami od počátku roku 2020 do září 2021 ve výši 2,46 mld. USD.

Rychlejší pokles celkových vkladů v cizí měně je tlumen silným růstem vkladů právnických osob. Zároveň se tento pozitivní trend může zpomalit, protože se zhoršuje zahraniční obchod, což zvyšuje riziko nedostatku cizí měny v bankovním systému. Růst úrokových sazeb má pozitivní vliv na dynamiku devizových vkladů občanů, ale růst úroků je omezen vysokou sazbou povinných minimálních rezerv ve výši 17 %. Hodnota neodvolatelných vkladů v cizí měně se nyní vrátila přibližně na úroveň roku 2018. Na rozdíl od počátku roku 2018 však banky získávají devizové zdroje při vyšší hodnotě povinných minimálních rezerv. To znamená, že náklady bank na devizové prostředky se výrazně zvýšily.

Graf 3.7: Vývoj vkladů v cizí měně



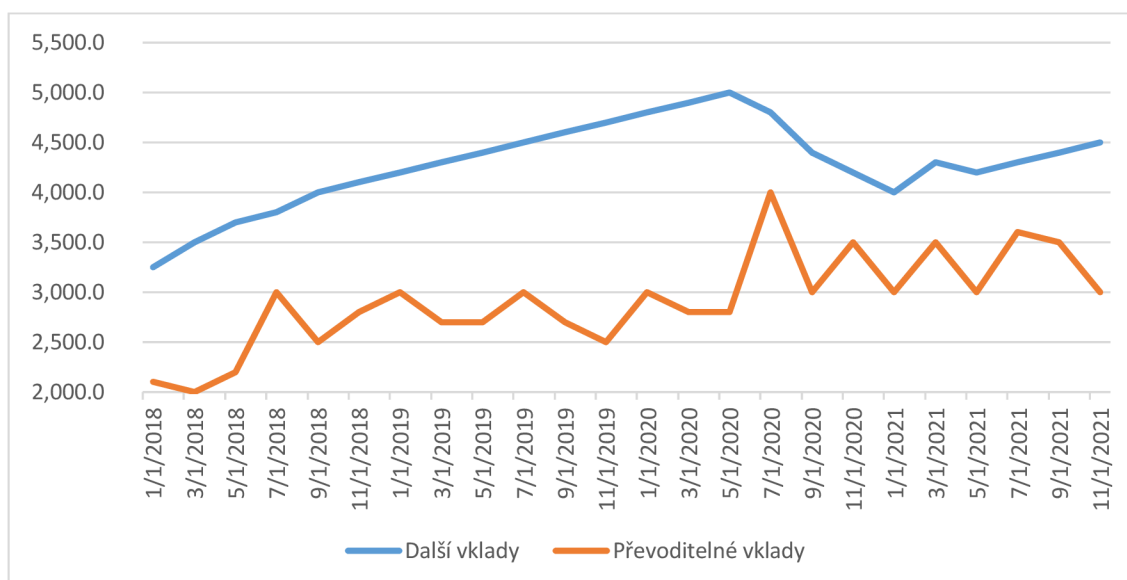
Zdroj: <https://www.nbrb.by/statistics/monetarystat/broadmoney>, vlastní zpracování.

Na základě dynamiky devizových vkladů a snahy Národní banky snížit míru valutizace ekonomiky lze předpokládat, že část devizových vkladů občanů byla transformována do rublových investičních a spořicíh nástrojů. Vzhledem k tomu, že

finanční trh v Bělorusku není dostatečně rozvinutý, nejlepší možností pro transformaci úspor v cizí měně by byla jejich přeměna na bankovní vklady v národní měně.

Tento proces bylo možné pozorovat v průběhu let 2018–2019. V tomto období docházelo k postupnému nárůstu termínovaných vkladů i převoditelných rublových vkladů domácností v nominálním vyjádření. V roce 2020 se však jejich růst zastavil. Celkově lze na základě dynamiky průměrné peněžní zásoby říct, že od ledna 2018 do září 2021 vzrostly termínované vklady fyzických osob v národní měně o téměř 50 % a převoditelné vklady o více než 80 %. Zároveň od ledna 2020 do září 2021 došlo k poklesu ostatních vkladů domácností v národní měně o 8,1 %, zatímco nominální nárůst vkladů na požádání činil 4,4 %.

Graf 3.8: Vývoj rublových vkladů domácností v nominálním vyjádření, v mil. běloruských rublů

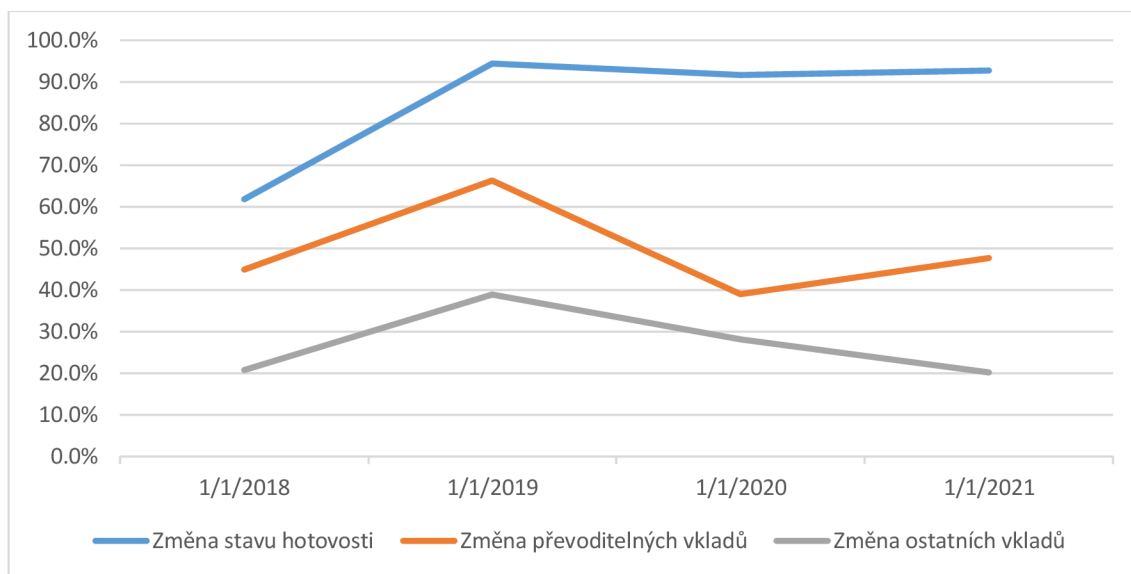


Zdroj: <https://www.nbrb.by/statistics/monetarystat/broadmoney>, vlastní zpracování.

Záporný trend rublových vkladů v reálném vyjádření v roce 2021 byl pozorován na pozadí stabilního kurzu běloruského rublu a jeho postupného posilování. Objem hotovosti v oběhu však v průběhu let 2018–2019 reálně rostl a v posledních třech letech zůstává ve vztahu k základnímu období přibližně na stejné úrovni. Tyto trendy naznačují, že od roku 2020 klesá zájem občanů o ukládání rublových prostředků v bankách na delší dobu. Navzdory zvýšení odlivu devizových vkladů domácností v letech 2020–2021 se jejich transformace na rublové vklady zastavila.

V kontextu přebytku rublové likvidity se finanční instituce nesnažily výrazněji zvýšit výnosy z rublových vkladů, což by spolu se zrychlujícími se inflačními procesy a existujícími ekonomickými riziky mohlo v nejbližší době podpořit negativní vývoj termínovaných rublových vkladů v reálném (a dokonce i nominálním) vyjádření.

Graf 3.9: Vývoj vkladů fyzických osob v rublech a hotovosti v oběhu



Zdroj: <https://www.belstat.gov.by/ofitsialnaya-statistika/realny-sector-ekonomiki/tseny/potrebitelskie-tseny/operativnye-dannye/indeks-potrebitelskikh-tsenpo-respublike-belarus-za-otchetnyy-mesyats-po-otnosheniyu-k-sootvetstvuyu/>, vlastní zpracování.

V období 2020–2021 tak došlo k celkovému poklesu jak devizových, tak termínovaných rublových vkladů obyvatelstva. Pokles těchto ukazatelů mohl být výraznější, ale dostupnost neodvolatelných vkladů přispěla k plynulejší změně. Kromě toho byly banky nuceny zvýšit sazby termínovaných vkladů v měně, aby zabránily dalšímu poklesu. Dopad pandemie na ekonomiku země, rostoucí inflace a také politické napětí vedly k tomu, že v rámci devalutizace procesů byla od roku 2020 pozastavena transformace devizových vkladů domácností na rublové vklady.

Celkově lze konstatovat, že na konci roku 2021 fungoval devizový trh v Bělorusku poměrně stabilně. Tohoto stavu však bylo dosaženo díky pozitivním i negativním ekonomickým a měnovým trendům. Je třeba si uvědomit, že situace na devizovém trhu se může zhoršit v důsledku jednoho nebo více existujících rizik. Na rozdíl od předchozích měnových krizí je však obtížnější současné problémy identifikovat a předvídat.

3.2 Perspektivy vývoje měnové politiky a zlepšování jejích nástrojů

Na základě charakteristik vlivu měnového kurzu na ekonomiku jsou pro Bělorusko v dlouhodobém horizontu možné tři hlavní varianty strategií řízení směnného kurzu:

- strategii cílů řízení reálného směnného kurzu zaměřenou na dosažení rovnováhy platební bilance, růstu výroby a zaměstnanosti;
- strategie měnových cílů pro řízení směnného kurzu zaměřená na snížení inflace a stabilizaci nabídky a poptávky po penězích;
- střednědobá strategie řízení směnného kurzu zaměřená na vyvážení reálných a měnových cílů.¹²

3.2.1 Možné strategie řízení směnného kurzu

Volba strategie řízení směnného kurzu a možností jejího provádění závisí na koordinaci režimu směnného kurzu s ostatními nástroji hospodářské politiky v konkrétních podmínkách otevřené ekonomiky. Na tomto základě ekonomická literatura navrhuje následující hlavní možnosti politiky pro cíle řízení reálného směnného kurzu:

- 1) V prostředí s nedostatečnou zaměstnaností a pevnými cenami je pro dosažení cílů řízení reálného směnného kurzu nejučinnější tato kombinace politických nástrojů: režim plovoucího směnného kurzu plus měnová expanze. Mechanismem pro realizaci strategie cílů řízení reálného směnného kurzu je politika reálného znehodnocování národní měny. Čím vyšší je míra kapitálové mobility, tím větší je reálné znehodnocení národní měny. Dopad politiky reálné depreciace na ekonomiku závisí na míře elasticity vývozu a dovozu vůči změnám směnného kurzu (Marshallova-Lernerova podmínka).
- 2) Při přísných cenách, racionální tvorbě očekávání a dodržení podmínky nekryté parity úrokových sazeb je dosažení reálných cílů kombinací výše uvedených politik rovněž možné, ale pouze v krátkodobém až střednědobém horizontu a fluktuace směnného kurzu jsou prudší a výraznější. Výsledkem kombinace měnové komprese a režimu plovoucího kurzu je prudké zhodnocení reálného kurzu a dodatečné náklady pro reálnou ekonomiku. Negativní účinky takové

¹² Навой А. О расчете и использовании реального курса национальной валюты в рамках денежно-кредитной политики. *Вопросы экономики*. 2006. s. 71.

politiky jsou tím menší, čím nižší je míra kapitálové mobility a čím pomalejší je vyrovnávání portfolia. Přijatelná kombinace politik v tomto případě je měnová komprese, fixace směnného kurzu a omezení kapitálových toků.

- 3) Při nedokonalé zastupitelnosti domácích a zahraničních cenných papírů, je-li čistý stav zahraničních aktiv kladný, je v krátkodobém až střednědobém horizontu možný i reálný vliv na znehodnocení národní měny. Kombinace politických nástrojů je následující – režim plovoucího směnného kurzu a měnová expanze. Kromě toho lze kombinací operací na volném trhu a režimu plovoucího směnného kurzu dosáhnout cílů řízení reálného směnného kurzu při nedokonalé zastupitelnosti domácích a zahraničních cenných papírů.
- 4) Pokud jsou peníze a domácí dluhopisy v portfoliu investora bližšími substituty než zahraniční a domácí dluhopisy, je dosažení cílů řízení reálného směnného kurzu možné pomocí určité kombinace nástrojů, a to sice fiskální expanze spolu s režimem plovoucího směnného kurzu.

Vzhledem k tomu, že v některých případech nedochází ke skutečnému znehodnocení národní měny, jsou jako strategie pro měnové cíle řízení směnného kurzu možné následující varianty:

- 1) V podmínkách plné zaměstnanosti a pružných cen lze inflaci snížit kombinací fixace směnného kurzu a restriktivní měnové politiky. Čím vyšší je stupeň obchodní otevřenosti národních ekonomik (měřený poměrem zahraničního obchodu k HDP), tím účinnější je použití pevného směnného kurzu jako nástroje boje proti inflaci. Rovněž předpokládá, že mobilita kapitálu je nevýznamná. V případě hyperinflace je obzvláště účinné použití režimu pevného směnného kurzu.
- 2) V podmínkách absolutní kapitálové mobility jsou možnosti protiinflační politiky ukotvení omezené, neboť v některých případech je doprovázena zhodnocením reálného kurzu a negativním dopadem na reálnou ekonomiku. Pokud jsou ceny přísné, očekávání jsou utvářena racionálně a je splněna podmínka nekryté úrokové parity, může dojít k apreciaci národní měny v důsledku zvýšení úrokových sazeb a na úkor přílivu zahraničního kapitálu. V tomto případě je oprávněná kombinace režimu pevného směnného kurzu a omezení krátkodobých kapitálových toků. Při nedokonalé zastupitelnosti domácích a zahraničních cenných papírů, neomezených kapitálových tocích a pomalém vyhlazování portfolií aktiv budou náklady protiinflační politiky nižší.

- 3) Kombinace měnové expanze a fixačního režimu je obzvláště neúčinná, protože nadhodnocení reálného kurzu vede ke spekulativním útokům, proti nimž je při neexistenci kapitálových kontrol ochrana prakticky nemožná. Řešením problému řízení směnných kurzů v podmínkách neomezené mobility kapitálu je vytvoření měnové unie a zavedení jednotné měny. Ztráta nezávislosti měnové politiky rozšiřuje prostor pro dosažení měnových cílů: zvyšuje odolnost systému v podmínkách neomezené mobility kapitálu a eliminuje riziko spekulativních útoků.¹³

Vzhledem k tomu, že v některých případech je použití směnného kurzu jako kotvy inflace doprovázeno zhodnocením reálného směnného kurzu a režim plovoucího směnného kurzu nebo devalvace nevede k reálnému znehodnocení národní měny, jsou možné hlavní varianty přechodné strategie řízení směnného kurzu:

- 1) Vzhledem k vysokému stupni obchodní otevřenosti národních ekonomik a kapitálové mobilitě je politika zaměřená na omezení výrazných změn reálného směnného kurzu mechanismem pro vyvážení měnových a reálných cílů. Cílem kurzové politiky může být na jedné straně udržet reálný směnný kurz beze změny, čímž se zabrání jeho zhodnocení a sníží se konkurenceschopnost domácího zboží, a na druhé straně omezit inflaci. Politickými nástroji jsou režim plíživého směnného kurzu a měnová politika (s určitou mírou nezávislosti a možností odlišit národní míru inflace od světové míry inflace).
- 2) Kombinace režimu měnového koridoru a měnové politiky s určitou mírou nezávislosti rovněž umožňuje dosáhnout cílů řízení reálného a měnového kurzu současně. Čím vyšší je míra kapitálové mobility, tím méně účinná je politika cílové zóny. Čím širší je měnový koridor, tím větší je prostor pro rozšiřování nabídky peněz a menší vliv spekulantů na měnový kurz. Možnost ovlivňovat inflaci směnným kurzem se však snižuje. Pokud je koridor směnného kurzu úzký, je nutná koordinace měnové politiky a omezení kapitálových toků, aby se zabránilo spekulativním útokům.

Na základě zahraničních zkušeností jsou pro Bělorusko relevantní následující oblasti pro zlepšení směnných kurzů:

¹³ КИБЛОВ, В. *Валютное регулирование в Республике Беларусь*. Минск: Информационно-правовое агентство "Регистр", 2012. s. 12.

- v krátkodobém horizontu zlepšení účinnosti směnného kurzu a zavedení cílování inflace;
- ve střednědobém a dlouhodobém horizontu měnová integrace.¹⁴

3.2.2 Plánování a provádění kurzové politiky

V souvislosti se zvyšováním účinnosti tvorby směnných kurzů je nutné zajistit vytvoření účinného mechanismu plánování a provádění kurzové politiky. V této souvislosti navrhuji přístup k řešení tohoto problému. Obsah jednotlivých etap, které přímo souvisejí s činností Národní banky, je diferencován v souladu s logikou systémové analýzy a teorií státní správy.

1. Fáze makroekonomické prognózy

V této fázi jsou stanoveny hlavní parametry fungování ekonomiky v krátkodobém horizontu (za rok) ve vnějším prostředí (ve vztahu k měnovému systému). Hlavní ustanovení této etapy jsou definována v zákoně Běloruské republiky o státní prognóze a programech sociálně-ekonomického rozvoje Běloruské republiky. Cílem fáze makroekonomické prognózy je vypracovat vědecky podložené představy o směrech, kritériích, zásadách, cílech a prioritách sociálního a ekonomického rozvoje Běloruské republiky na daný rok s uvedením hlavních prognostických ukazatelů, cílů a opatření k zajištění jejich dosažení. Hlavním zpracovatelem tohoto dokumentu je *Ministerstvo hospodářství Běloruské republiky*, které provádí prognózu společně s dalšími ministerstvy a útvary.

Mezi prostředky realizace této etapy patří známé metody plánování a prognózování, tj. bilanční metoda, ekonomicko-matematické modelování, metody expertních hodnocení. Realizace této etapy se odráží v prognóze sociálního a ekonomického rozvoje Běloruské republiky na daný rok. Kvantitativní parametry definované v této fázi zahrnují hlavní parametry prognózy sociálního a ekonomického rozvoje Běloruské republiky, a to například hrubý domácí produkt, index spotřebitelských cen, příjmy domácností, průmyslovou produkci, ziskovost, objem vývozu a dovozu a produktivitu práce.

2. Fáze prognózování směnného kurzu

Provádí v rámci měnových projekcí. Cílem této fáze je stanovit směnný kurz národní měny odpovídající předpokládanému stavu ekonomiky. Je třeba poznamenat, že

¹⁴ ЮДАЕВА, К. О валютной политике. *Вопросы экономики*. 2010. s. 21–28.

v tomto případě nejde o stanovení rovnovážného směnného kurzu ve smyslu ekonomické teorie. Jedná se o sazbu odpovídající dynamice finančních toků státu, která je zase předurčena prognózovanými makroekonomickými parametry a stavem sektorů ekonomiky. Cílem je stanovit předpokládanou, vědecky podloženou dynamiku směnného kurzu národní měny.¹⁵

Úkoly prognózování v této fázi jsou:

- provádění scénářových výpočtů prognózované úrovně směnného kurzu národní měny, které odpovídají podmínkám a parametrům definovaným v předchozí fázi a zohledňují varianty prognózovaných měnových ukazatelů, jakož i minimalizaci úprav směnného kurzu ze strany Národní banky;
- posouzení rozsahu možných úprav směnného kurzu prováděných Národní bankou prostřednictvím intervencí. Touto úpravou se rozumí použití nástrojů měnové politiky ze strany Národní banky s cílem omezit tlak na devizový trh a vyrovnat prudké fluktuace směnného kurzu. Prostředkem pro realizaci této fáze je ekonometrické modelování s využitím modelů založených na pozitivním přístupu.

3. *Fáze plánování mechanismu tvorby kurzu*

Cílem je stanovit mechanismus směnného kurzu na základě prognózy provedené v předchozí fázi s přihlédnutím k prioritám hospodářské politiky a k faktorům, které se mohou změnit pouze ve střednědobém nebo dlouhodobém horizontu, jakož i k faktorům, které stát neřídí ani nereguluje. Cíle etapy jsou:

- vybrat režim směnného kurzu a definovat příslušné kvantitativní parametry (např. limity koridoru); olba se provádí s ohledem na parametry prognózy provedené v předchozím kroku;
- definovat kritéria a pravidla pro intervence s cílem vyrovnat sezónní fluktuace nabídky a poptávky na devizovém trhu v souladu se zvoleným režimem směnného kurzu;
- sladit mechanismus směnného kurzu s mechanismem ostatních měnových nástrojů; mezení zdrojů zahrnují velikost ekonomiky, mobilitu výrobních faktorů, integraci finančních trhů, diverzifikaci vývozu, výroby a spotřeby, mobilitu kapitálu, vnější a vnitřní nestabilitu ekonomického systému, důvěru v hospodářskou politiku vlády a specifika institucionálního

¹⁵ КОЛЕСНИКОВ, С. *Валютное регулирование в условиях экономической интеграции*. Минск: Право и экономика, 2006. s. 34.

rozvoje země. Důležitým omezením, o kterém se v teorii optimální volby kurzového režimu neuvažuje, ale které je třeba v našich podmínkách zohlednit, je výkonnost kanálů transmisního mechanismu, zejména kanálu úrokových sazeb. Právě tento aspekt je klíčový, protože v zájmu zachování stability devizového trhu musí být minimalizace přímé regulace kurzu prostřednictvím intervencí doprovázena zvýšením jeho citlivosti na dopad nepřímých nástrojů měnové politiky, zejména na změny úrokové sazby. Kritérium výběru je stejné jako v předchozí fázi, tj. zajištění stability směnného kurzu. Prostředkem k provedení je expertní posouzení i ratingové metody hodnocení. Tuto fázi provádí Národní banka Běloruské republiky na základě informací ministerstev a agentur.¹⁶

4. *Formulování opatření k provádění kurzové politiky*

Cílem je stanovit systém opatření devizové politiky, který bude použit k dosažení hlavního cíle, a to na základě zjištěných omezení a určených vládních priorit. Nezbytná politická opatření pro tvorbu směnných kurzů jsou charakterizována ve čtyřech systematických oblastech, a to ekonomické, organizační, právní a informační. Ekonomická opatření jsou formulována v kontextu předchozí etapy. Realizace organizačních opatření je podmíněna potřebou vytvořit podmínky pro fungování devizového trhu a organizaci interakce mezi jeho účastníky (včetně útvarů Národní banky), jejichž prostřednictvím se realizuje proces tvorby a řízení měnového kurzu. Opatření v rámci Národní banky jsou definována v oblastech jejích hlavních řídicích funkcí:

- zaznamenávání statistických informací týkajících se fungování devizového trhu;
- aktuální analýzy a prognózy situace na devizovém trhu, včetně dynamiky směnných kurzů a toků nabídky a poptávky;
- aktuální a operativní plánování.

¹⁶ КОЛЕСНИКОВ, С. *Валютное регулирование в условиях экономической интеграции*. Минск: Право и экономика, 2006. s. 35.

Právní opatření spočívají v přijetí předpisů, které formulují postup pro transakce na domácím měnovém trhu, postup pro stanovení oficiálního směnného kurzu národní měny pro evidenci transakcí.¹⁷

Informační opatření jsou způsoby a prostředky ovlivňování procesu utváření a rozvoje veřejného mínění o kurzové politice. Média lze využít jako kanály pro informační opatření. Cílem těchto opatření je zvýšit důvěru v národní měnu. Výsledkem těchto kroků je rámec devizové politiky pro příští rok, který vzniká jako syntéza výsledků jednotlivých kroků.

Liberalizace devizového trhu vyžaduje postupné opuštění měnového kurzu jako „kotvy“, jejímž prostřednictvím funguje měnový kanál vlivu Národní banky na ekonomiku. Následující faktory představují významná omezení, která ztěžují přechod na hybridní režim cílování inflace v současném rámci hospodářské politiky. Zaprvé je to povaha malé, otevřené běloruské ekonomiky, která je vystavena importované inflaci a silným vnějším šokům. Za druhé se jedná o zavedené mechanismy kontroly „potlačené“ inflace prostřednictvím směnného kurzu rublu s výrazným vlivem státní netržní kontroly nad nákupním procesem měny. Za třetí je to značný objem devizových a rublových vkladů, které mají fyzické a právnické osoby uložené v komerčních bankách a které jsou zvyklé na pevný směnný kurz. Přechod k volně plovoucímu měnovému kurzu v malé otevřené ekonomice je velmi nebezpečný krok, který je velmi obtížné účinně realizovat, neboť vyžaduje revizi stávající hospodářské politiky a vytvoření konkurenčního trhu. V rámci vládní hospodářské politiky se role a funkce Národní banky dosud omezovaly na skromný měnový orgán, který financuje ekonomiku vydáváním rezervních peněz do oběhu podle předepsané strategie národohospodářských priorit.¹⁸

Prioritním cílem měnové politiky bude zajištění stability běloruského rublu jako důležitého faktoru udržení stabilního hospodářského růstu. Směnný kurz běloruského rublu si zachová svou klíčovou roli při provádění měnové politiky a zůstane účinným nástrojem pro zajištění konkurenceschopnosti domácích výrobců a důležitým cenovým signálem pro ekonomiku v otevřené ekonomice Běloruské republiky. Stabilita směnného kurzu běloruského rublu má omezující vliv na růst spotřebitelských cen v zemi tím, že

¹⁷ КОЛЕСНИКОВ, С. *Валютное регулирование в условиях экономической интеграции*. Минск: Право и экономика, 2006. s. 36.

¹⁸ УСОСКИЙ, В. *Теоретико-методологические основы проведения денежно-кредитной политики в экономике Беларуси*. Пинск: ПолесГУ, 2012. s. 103.

omezuje importovanou inflaci a snižuje inflační očekávání. Stabilita směnného kurzu běloruského rublu navíc zvyšuje investiční přitažlivost ekonomiky a běloruského rublu jako prostředku úspor a je rovněž zásadní podmínkou pro zajištění udržitelného tempa hospodářského růstu.

Měnová kontrola v současné podobě v Bělorusku postupně ztrácí svůj význam jako účinná páka pro dosažení reálných výsledků. V naprosté většině případů se snižuje na úroveň triviální kontroly, jejíž výsledky se promítají do sankcí za porušení, která jsou čistě formální povahy a nepředstavují žádné vážné ohrožení finanční situace banky nebo podniku.

Pokud se vláda zavázala k úplné liberalizaci devizových transakcí v dlouhodobém horizontu, měla by být měnová kontrola řešena jedním způsobem. Jestliže se s liberalizací v blízké budoucnosti nepočítá jiným způsobem. Úroveň devizových kontrol by měla v zásadě odpovídat úrovni hospodářského rozvoje. Pokud jsou navíc devizové kontroly založeny na systému povolení, který je sám o sobě nedokonalý, může být jejich účinnost sporná kvůli množství povolení a licencí, které mohou být zneužívány a korupčně ovlivňovány odpovědnými osobami. Totéž platí pro ty, kteří přímo provádějí kontroly a audity a na nichž následně závisí hospodářské pokuty. V rámci stávajícího právního rámce by bylo vhodné změnit způsob kontroly měny a upustit od "revizionistické" metody kontroly měnových transakcí. Mělo by dojít k revizi a zpružnění sazebníku pokut. Za formální porušení, která nevedou k poškození ekonomické bezpečnosti státu, by neměly být uplatňovány žádné peněžité tresty.

Zavedením souboru opatření ke změně měnové kontroly je tedy možné dosáhnout efektu, kdy slovní spojení „měnová kontrola“ konečně přestane vyvolávat strach a zmatek v účastnících měnových transakcí. Současně musí jako nástroj měnové politiky zůstat a působit v rámci vnitrostátních právních předpisů, jejichž normy musí být stanoveny s ohledem na mezinárodní finanční právo a celosvětovou praxi měnových transakcí.¹⁹

S ohledem na aktivní integraci do světového hospodářského systému se předpokládá, že měnová omezení a zatížení běžných transakcí budou zmírněna a v dlouhodobém horizontu postupně zrušena.

¹⁹ МАРКУСЕНКО, М. *Валютная политика Республики Беларусь в системе приоритетов денежно-кредитного регулирования*. Минск: Белорусский государственный экономический университет, 2019. s. 9.

Společný hospodářský prostor je velmi důležitý pro podniky, které pracují na vývoz. V tomto případě integrace vytváří další příležitosti pro vstup na trhy partnerských zemí. Současně omezení platná v Bělorusku (nutnost registrace zahraničních hospodářských transakcí zahrnujících úplatný převod zboží v celkové hodnotě ekvivalentu 3 000 EUR nebo vyšší, povinný prodej devizových příjmů, omezení zálohových plateb na dovoz) mohou podněcovat podniky k nelegálnímu otevírání účtů v ruských bankách a provádění zahraničněobchodních plateb prostřednictvím těchto účtů. To může vést k odlivu korporátních klientů z běloruských bank, což rozhodně ovlivní především zdrojovou základnu malých běloruských bank.

V Rusku ani Kazachstánu zatím není možné otevřít účet pro běloruské rezidenty bez povolení Národní banky. Odklad rozhodnutí o zrušení omezení, která v současnosti platí v Bělorusku, může vést k tomu, že některé podniky přesunou své aktivity do Ruska a Kazachstánu otevřením dceřiných společností. V důsledku toho se může snížit příliv devizových příjmů z vývozu do Běloruska. Proto se otázka vyrovnání podmínek podnikání mezi subjekty v členských zemích *Eurasijského hospodářského prostoru* stává nejnaléhavější a je třeba ji řešit v nejbližší době.

Zjednodušený postup povinného prodeje zisků v tvrdé měně podnikům by zlepšil podnikatelské prostředí pro vývozce (zejména v kontextu *Eurasijského hospodářského prostoru*). Smysluplné by bylo prodat je přímo bance (přičemž ekvivalent v běloruských rublech by podnikatelský subjekt obdržel do jednoho pracovního dne), která by je následně prodala na burze.

První fází integrace by tedy měla být harmonizace ukazatelů hospodářského rozvoje a zejména měnových ukazatelů, vypracování a harmonizace společných oblastí regulace směnných kurzů a měnové politiky a sjednocení právních předpisů s cílem vytvořit jednotný trh zboží, služeb a kapitálu.

Dále by měla být zřízena společná zúčtovací jednotka (společná měna) a centrální banka (centrální emisní a zúčtovací banka). Poté lze stanovit podmínky a načasování postupného nahrazování národních měn jednotnou měnou v bezhotovostním a hotovostním styku.

Jednotný peněžní prostor lze budovat pouze dlouhodobě. Při jeho vytváření by bylo nutné zohlednit problémy, které se objevily v EU. Jak ukázala krize, je pro země

výhodnější, když mohou v případě krize samy manévrovat s devalvací své měny a zmírnit problémy s rozpočtovými deficity a veřejným dluhem.

Závěr

Cílem této bakalářské práce je analyzovat měnovou politiku Běloruské republiky, její vývojové trendy v posledních letech a vypracovat možné scénáře vývoje a zlepšení měnové politiky v Bělorusku. Pro dosažení těchto cílů byla bakalářská práce rozdělena do tří částí. První část mého příspěvku je zaměřena na stanovení cílů, úkolů a mechanismů měnové politiky, druhá část představuje právní a regulační rámec Běloruské republiky pro měnovou politiku. Zaměřuje se také na poměrně širokou škálu měnových omezení, která jsou součástí běloruské měnové politiky. Tato část nás také podrobněji seznamuje s etapami vývoje měnové politiky Běloruska jako nezávislého státu po rozpadu SSSR. Poslední část se soustředí na analýzu trendů běloruské devizové politiky za poslední čtyři roky, která zahrnuje analýzu vývoje bilance zboží a služeb, jejich vývozu a dovozu, analýzu vývoje devizových rezerv Běloruska i analýzu vývoje vkladů fyzických a právnických osob, a to jak v běloruských rublech, tak v cizí měně, a to vše v podmínkách covidu a politického napětí. Zahrnuje také možné scénáře vývoje a zlepšení měnové politiky v Bělorusku.

Z první části vyplývá, že za hlavní cíle měnové politiky lze považovat zajištění udržitelného hospodářského růstu, omezení inflace a nezaměstnanosti a udržení rovnováhy platební bilance v rámci země. Rozlišuje se také mezi krátkodobými a dlouhodobými cíli měnové politiky. Mezi režimy měnové politiky patří cílování peněžní zásoby, cílování měnového kursu a cílování inflace.

Druhá část se zaměřuje na skutečnost, že Bělorusko má v současné době dobře propracovaný právní rámec upravující provádění měnové politiky. K nejdůležitějším právním předpisům patří zákon Běloruské republiky o měnové regulaci a kontrol, výnos prezidenta Běloruské republiky o postupu při provádění a kontrole zahraničněobchodních transakcí, usnesení rady guvernérů Národní banky Běloruské republiky o zahraničních obchodních operacích. Z druhé kapitoly také vyplynulo, že měnová politika Běloruska po rozpadu SSSR prošla čtyřmi etapami vývoje: I. etap – režim „klouzavé fixace“ směnného kursu běloruského rublu vůči ruskému rublu (2001–2004); II. etapa – režim „tvrdé vazby“ běloruského rublu na americký dolar (2005–2008); III. etapa – režim navázání běloruského rublu na měnový koš (2009–2011); IV. etapa – uplatnění režimu „řízeného plovoucího kursu“ pro směnný kurz běloruského rublu (od října 2011).

Poslední část je zaměřena na analýzu trendů měnové politiky, která zahrnuje analýzu vývoje bilance zboží a služeb, jejich vývozu a dovozu, analýzu vývoje devizových rezerv Běloruska i analýzu vývoje vkladů fyzických a právnických osob, a to jak v běloruských rublech, tak v cizí měně. Z této analýzy vyplývá, že saldo obchodu se zbožím a službami za rok 2021 byla plus 2,3 mld. USD, což představuje nárůst o 1,1 mld. USD ve srovnání s rokem 2020. Pozitivní trend v běloruském zahraničním obchodě však může ve střednědobém horizontu oslabit v důsledku zrušení proticovidných omezení, možného zpomalení růstu vývozu v odvětví informačních a komunikačních technologií kvůli přemístění některých odborníků a přesunu vývojových center do jiných jurisdikcí, zavedení nových sankcí EU a USA. Ale možná finanční podpora ze strany Ruska snižuje pravděpodobnost výrazného snížení devizových rezerv v blízké budoucnosti. Ke snížení devizových vkladů domácností došlo v průběhu roku 2018 až srpna 2021. Do roku 2020 byla hlavním důvodem poklesu termínovaných vkladů v cizí měně devalutizační politika centrální banky, která současně stimulovala růst rublových vkladů fyzických osob. Zrychlený pokles vkladů v cizí měně v období 2020–2021 byl však způsoben zejména reakcí obyvatelstva na zvýšená rizika v důsledku pandemie a politického napětí. Zvýšení úrokových sazeb z neodvolatelných vkladů v cizí měně, které se v srpnu až září 2021 téměř zdvojnásobilo, zpomalilo odliv agregátních vkladů domácností v cizí měně. Současně budou preference občanů v oblasti úspor v nejbližším období nadále ovlivňovat faktory, jako jsou rizika nových sankcí, zpomalení růstu reálných příjmů a negativní ekonomická očekávání. Rublové vklady domácností vykazovaly v letech 2018–2019 plynulý růst. Počínaje rokem 2020 však došlo ke změnám v chování občanů v oblasti spoření. V září 2021 tak ve srovnání s lednem 2020 činil pokles termínovaných rublových vkladů na průměrné peněžní zásobě 8,1 % v nominálním vyjádření a 19,7 % v reálném vyjádření. To naznačuje, že v období 2020–2021 se zájem domácností ukládat své osobní úspory do rublových bankovních vkladů na delší dobu snížil. Transformace vkladů domácností v cizí měně na vklady v národní měně byla pozastavena. Přestože se v roce 2021 snižování termínovaných rublových vkladů zpomalilo, v blízké budoucnosti může negativní dynamika rublových bankovních úspor obyvatelstva přetrvávat na pozadí rostoucích sazeb vkladů v cizích měnách, zvýšené inflace, přetrvávající politické nejistoty a ekonomických rizik.

Snížená motivace spořit v běloruských rublech vytváří riziko zvýšené poptávky občanů po zahraniční měně. Negativní výhled na státní ratingy Běloruska (Fitch, Moody's,

S&P), odebrání ratingů některým státním bankám agenturou Fitch, zhoršení hodnocení hospodářského růstu v roce 2022 mezinárodními organizacemi a existující politická a reputační rizika jsou důvody, proč potenciální zahraniční investoři volí opatrnější strategii, což může vést k potížím při získávání zahraničního financování. Byly vypracovány tři možné modely řízení směnného kurzu v Bělorusku, a to sice strategie řízení reálného směnného kurzu zaměřená na dosažení vyrovnanosti platební bilance, růstu výroby a zaměstnanosti; strategie měnových cílů zaměřená na snížení inflace a stabilizaci poptávky a nabídky peněz; přechodná strategie řízení směnného kurzu zaměřená na dosažení rovnováhy mezi reálnými a měnovými cíli. S ohledem na vznikající hospodářskou situaci je však nejreálnější přechodná strategie řízení směnného kurzu. Mechanismem provádění této strategie je politika zaměřená na udržování stabilního reálného směnného kurzu. Cílem kurzové politiky může být na jedné straně udržet reálný směnný kurz beze změny, zabránit jeho zhodnocení a snížit konkurenceschopnost běloruského zboží a na druhé straně omezit inflaci. Mechanismus plánování a provádění kurzové politiky by měl zahrnovat tyto klíčové kroky: makroekonomickou prognózu, prognózu směnného kurzu, plánování mechanismu tvorby směnného kurzu a tvorbu opatření k provádění kurzové politiky. V oblasti regulace měnového kurzu je vhodné přijmout opatření, která přiblíží stávající soubor opatření zkušenostem ostatních členských zemí *Eurasijského hospodářského prostoru*, což zlepší konkurenční postavení republiky v integrační unii.

Z této analýzy vyplývá, že měnová politika Běloruska prošla během svého vývoje mnoha změnami, v ekonomické struktuře se za posledních 20 let nic radikálního nezměnilo, ale nelze ji označit za stabilní. Stabilitě nepomohlo ani několik chyb souvisejících s nadměrnou kontrolou směnných kurzů. Bělorusko by mělo změnit směr k hospodářské nezávislosti, jinak zemi čeká hlubší recese. Vysoká inflace a nestabilita směnného kurzu zůstávají pro běloruskou ekonomiku hlavními problémy, a proto se současná měnová politika zaměřuje na udržení stability směnného kurzu v rámci měnového koše a kontrolu nabídky peněz. Bělorusko čelí na cestě k makroekonomické stabilitě a institucionální nezávislosti mnoha výzvám. Přesto doufám, že se mu nakonec podaří všechny překážky překonat a čeká ho nová etapa hospodářského rozvoje.

Summary

The aim of this bachelor thesis is to analyze the monetary policy of the Republic of Belarus, its development trends in recent years and to elaborate possible scenarios for the development and improvement of monetary policy in Belarus. To achieve these objectives, the bachelor thesis was divided into three parts.

The first part shows that the main objectives of monetary policy are to ensure sustainable economic growth, reduce inflation and unemployment and maintain the balance of payments balance within the country. A distinction is also made between short-term and long-term monetary policy objectives. Monetary policy regimes include money supply targeting, exchange rate targeting and inflation targeting. The second part focuses on the fact that Belarus currently has a well-developed legal framework governing the conduct of monetary policy. The second chapter also showed that Belarus monetary policy went through four stages of development after the collapse of the USSR: Stage I - the regime of "sliding fixation" of the exchange rate of the belarusian ruble against the russian ruble (2001-2004); Stage II - the regime of "hard pegging" of the belarusian ruble to the american dollar (2005-2008); Stage III - the regime of pegging the belarusian ruble to the currency basket (2009-2011); Stage IV - application of the regime of "managed floating exchange rate" for the exchange rate of the belarusian ruble (since October 2011).

The last section focuses on the analysis of monetary policy trends, which includes an analysis of the balance of goods and services, their exports and imports, an analysis of Belarus' foreign exchange reserves, as well as an analysis of deposits of individuals and legal entities, both in Belarusian rubles and in foreign currency. Three possible models of exchange rate management in Belarus have been developed, a real exchange rate management strategy aimed at achieving balance of payments equilibrium, output and employment growth; a monetary targeting strategy aimed at reducing inflation and stabilising money demand and supply; and a transitional exchange rate management strategy aimed at achieving a balance between real and monetary targets. However, given the emerging economic situation, the transitional exchange rate management strategy is the most realistic. In the area of exchange rate regulation, it is advisable to adopt measures that bring the existing set of measures closer to the experience of other member countries of the *Eurasian Economic Area*, which will improve the competitive position of the Republic in the integration union.

This analysis shows that the monetary policy of Belarus has undergone many changes during its development; nothing radical has changed in the economic structure over the last 20 years, but it cannot be described as stable. Stability has not been helped by several mistakes related to excessive exchange rate controls. Belarus should change its course towards economic independence, otherwise the country will face a deeper recession. High inflation and exchange rate volatility remain major problems for the Belarusian economy, which is why the current monetary policy focuses on maintaining exchange rate stability within the currency basket and controlling the money supply. Belarus faces many challenges on the road to macroeconomic stability and institutional independence. However, I hope that it will eventually manage to overcome all obstacles and a new stage of economic development awaits it.

Seznam literatury

АВАГЯН, Г. *Международные валютно-кредитные отношения*. 2. Минск: Магистр, 2020. ISBN 978-5-9776-0168-9.

БОРЦОВА, Д. Анализ современного состояния государственного регулирования валютной системы и методы ее регулирования. *Транспортное дело России*. 2010. s. 236–238.

БОБРОВСКАЯ, Ж. Практические аспекты валютной политики Республики Беларусь в условиях становления экономики инновационного типа. *Экономика: теория и практика*. Минск, 2012. s. 3–11.

КАШИН, Р. Валютные операции субъектов хозяйствования. *Библиотечка журнала "Юрист"*. Минск: Агентство В. Гревцова, 2012. s. 87.

КИБЛОВ, В. *Валютное регулирование в Республике Беларусь*. Минск: Информационно-правовое агентство "Регистр", 2012. ISBN 978-985-6840-36-7.

КОЛЕСНИКОВ, С. *Валютное регулирование в условиях экономической интеграции*. Минск: Право и экономика, 2006. ISBN 985-442-268-2.

КРАСАВИНА, Л. *Международные валютно-кредитные и финансовые отношения*. 5. Москва: Юрайт, 2009. ISBN 978-5-534-08791-8.

МАРКУСЕНКО, М. *Валютная политика Республики Беларусь в системе приоритетов денежно-кредитного регулирования*. Минск: Белорусский государственный экономический университет, 2019. ISBN 978-985-564-249-8.

НАВОЙ, А. О расчете и использовании реального курса национальной валюты в рамках денежно-кредитной политики. *Вопросы экономики*. 2006. s. 65–74.

ПИЩУК, В. Эволюция режимов валютного курса в современных условиях. *Банковское дело*. Минск, 2012, 17–20.

ПУПЛИКОВ, С. Валютная политика в Республике Беларусь на современном этапе. *Экономика и управление*. 2006, 11–16.

ПУПЛИКОВ, С. *Методология и механизмы взаимодействия в развитии мировой и национальной валютных систем*. Минск: Беларуская навука, 2012. ISBN 978-985-08-1475-3.

УСОСКИЙ, В. *Теоретико-методологические основы проведения денежно-кредитной политики в экономике Беларуси*. Пинск: ПолесГУ, 2012. ISBN 978-985-516-165-4.

ШУЛЕКОВСКИЙ, В. Валютная политика Республики Беларусь на современном этапе. *Банкаўскі веснік*. Минск, 2012, 50–57.

ЮДАЕВА, К. О валютной политике. *Вопросы экономики*. 2010. с. 21–28.

PAULÍK, T. *Hospodářská politika*. Opava: Karviná, 2002. ISBN 80-7248-148-7.

Česká národní banka a monetární (měnová) politika [online]. cit. 2021-11-06. Dostupné z: https://is.muni.cz/el/1422/podzim2007/CM301Z/um/Modul_5_-_Zakladni_pojmy.pdf.

<https://www.nbrb.by/statistics/foreigntrade>

<https://www.nbrb.by/statistics/reserveassets/assets.asp>

<https://www.nbrb.by/statistics/monetarystat/broadmoney>

<https://www.belstat.gov.by/ofitsialnaya-statistika/realny-sector-ekonomiki/tseny/potrebitelskie-tseny/operativnye-dannye/indeks-potrebitelskikh-tsenpo-respublike-belarus-za-otchetnyy-mesyats-po-otnosheniyu-k-sootvetstvuyu/>

Seznam tabulek

Tabulka 1: Srovnávací analýza měnové regulace v zemích Eurasijského hospodářského prostoru.....	17
---	----

Seznam grafů

Graf 3.1: Vývoj salda zboží a služeb, v mil. USD	26
Graf 3.2: Vývoj zahraničního obchodu se zbožím	27
Graf 3.3: Vývoj zahraničního obchodu se službami	28
Graf 3.4: Vývoj mezinárodních rezervních aktiv Běloruské republiky, v mil. USD.....	29
Graf 3.5: Vývoj vkladů fyzických osob v cizí měně.....	31
Graf 3.6: Podíl vkladů fyzických osob a právnických osob na celkových vkladech podle měny vkladů.....	32
Graf 3.7: Vývoj vkladů v cizí měně	33
Graf 3.8: Vývoj rublových vkladů domácností v nominálním vyjádření, v mil. běloruských rublů	34
Graf 3.9: Vývoj vkladů fyzických osob v rublech a hotovosti v oběhu	35