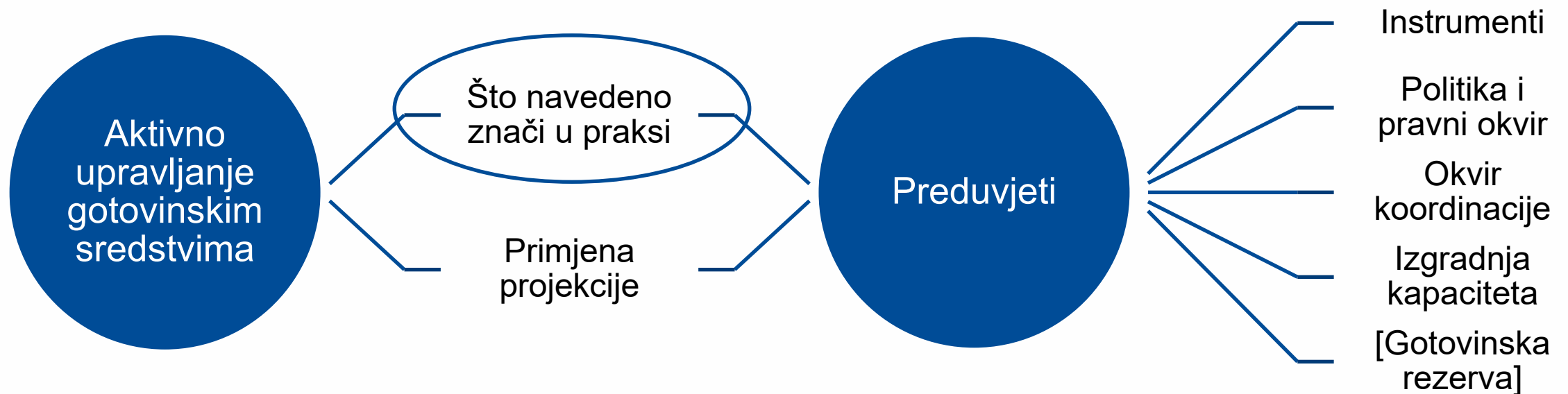
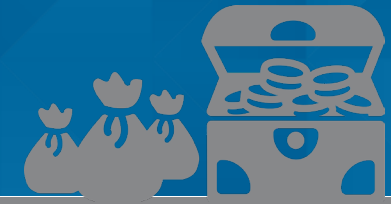


PREMA AKTIVNIJEM UPRAVLJANJU GOTOVINSKIM SREDSTVIMA: Projekcije, instrumenti i prakse zemalja

Mike Williams
mike.williams@mj-w.net
2025.

28. siječnja/januara

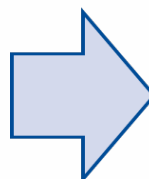
Sadržaj



Moderno upravljanje gotovinskim sredstvima

Definicija

- Ujednačavanje novčanih tokova instrumentima kratkoročnog zaduživanja i pozajmljivanja (tipično izdavanjem blagajničkih zapisa)
- Tako da ublaži utjecaj državnih neto novčanih tokova na bankarski sektor
- Usmjereno je na (raspon za) saldo JRR-a



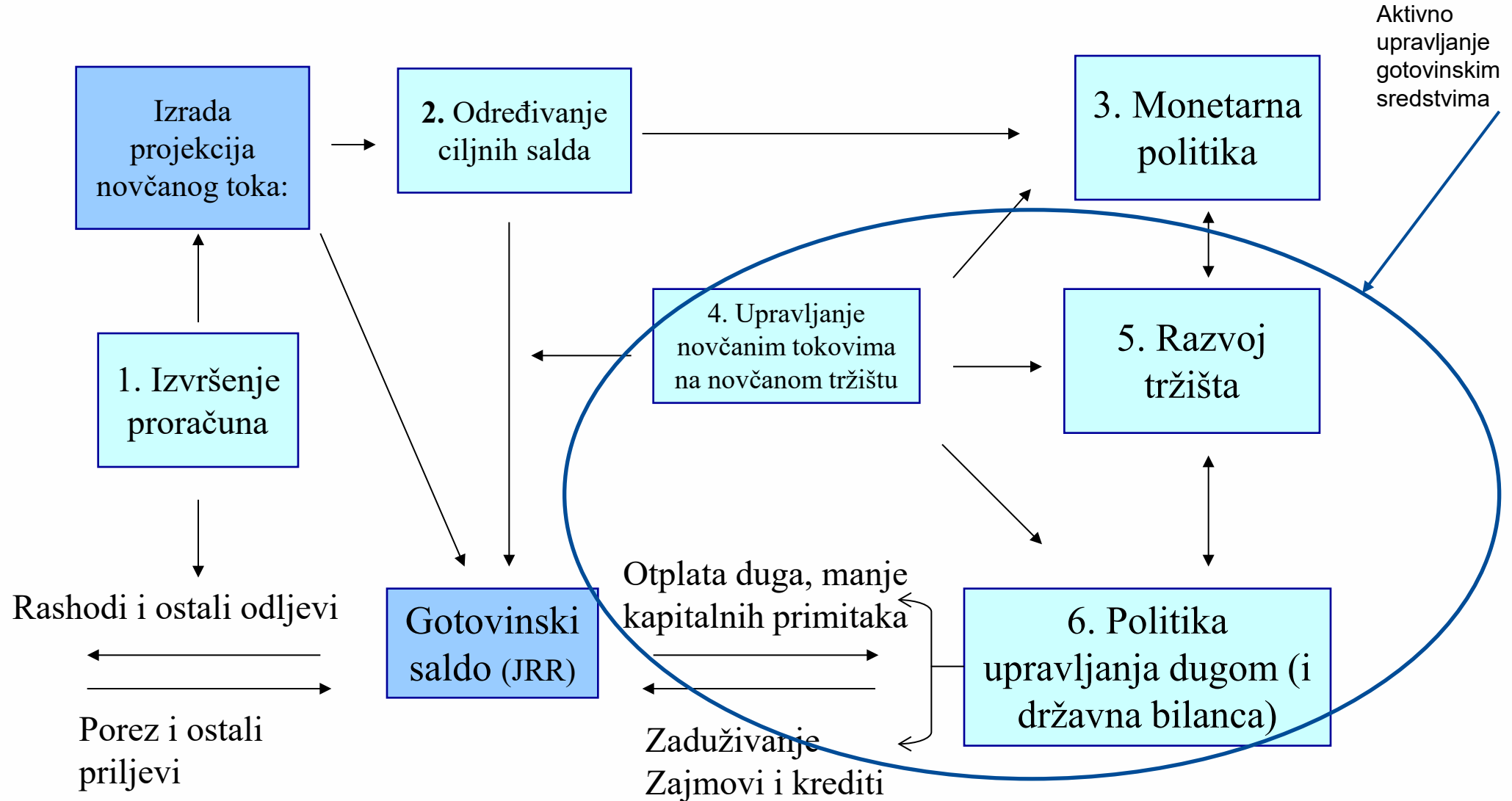
Prednosti

- Omogućuje nižu prosječnu gotovinsku rezervu – s koristima za druge politike
 - Niža prosječna gotovinska salda – smanjenje troška
 - Smanjenje volatilnosti tokova bankarskog sektora – koristi za monetarnu politiku
 - Štiti program izdavanja obveznica
 - Razvoj šireg tržišta novca
 - Pruža alate za zaštitu planova rashoda od volatilnosti novčanih tokova

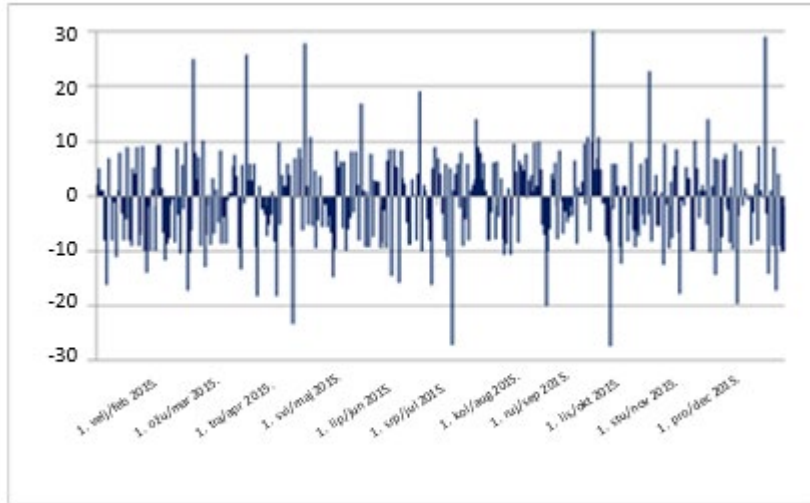
Napomena: postoje drugi načini za ujednačavanje novčanih tokova

- Povezivanje dana odljeva s danima priljeva (plaće, transferi na datume plaćanja poreza)
- Ujednačavanje isplata plaća, izbjegavanje otkupa obveznica na dane odljeva gotovine itd.

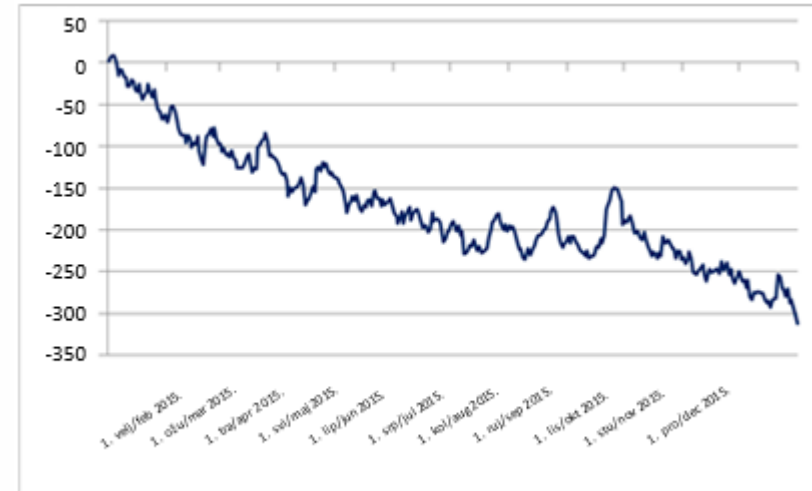
Kontekst politike



Ujednačavanje novčanih tokova: Koncept

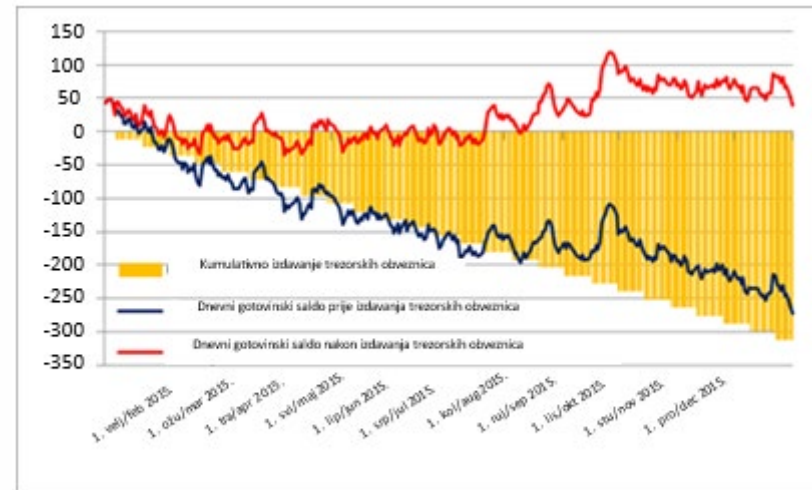


Dnevni novčani tok prije
izdavanja obveznice



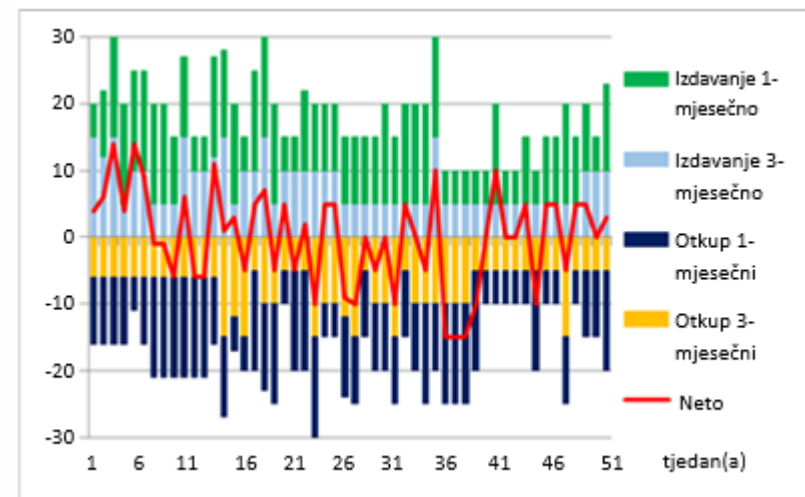
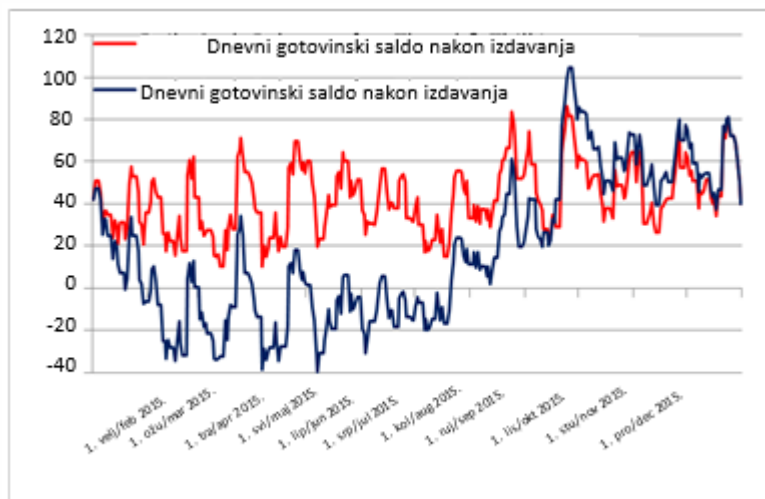
Kumulativni dnevni
novčani tok

Utjecaj bruto iznosa državnih obveznica
izdanih radi ujednačenja (izdani neto
iznos=deficit)



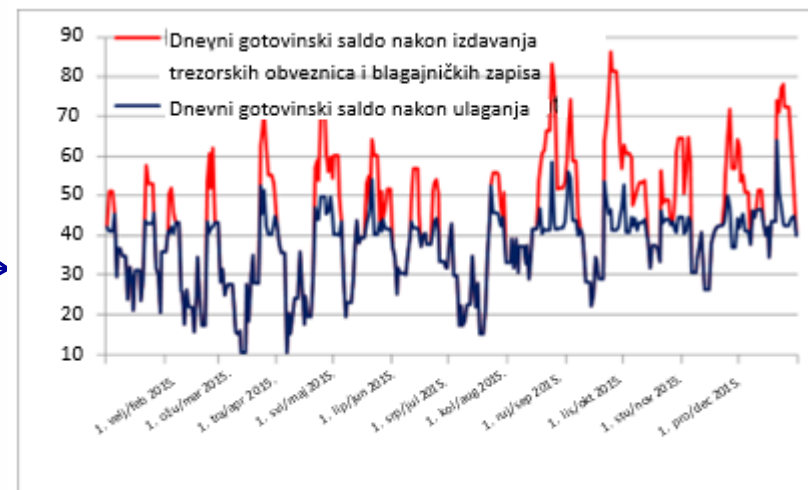
- Kako riznica održava gotovinsku rezervu blizu ciljnih vrijednosti (40 u primjeru)?

Ujednačavanje novčanih tokova: Namjera



Ujednačenje izdavanjem
blagajničkih zapisa s rokom
dospijeća od jednog do tri
mjeseca

Dodatna ujednačenja kratkoročnim
ulaganjima



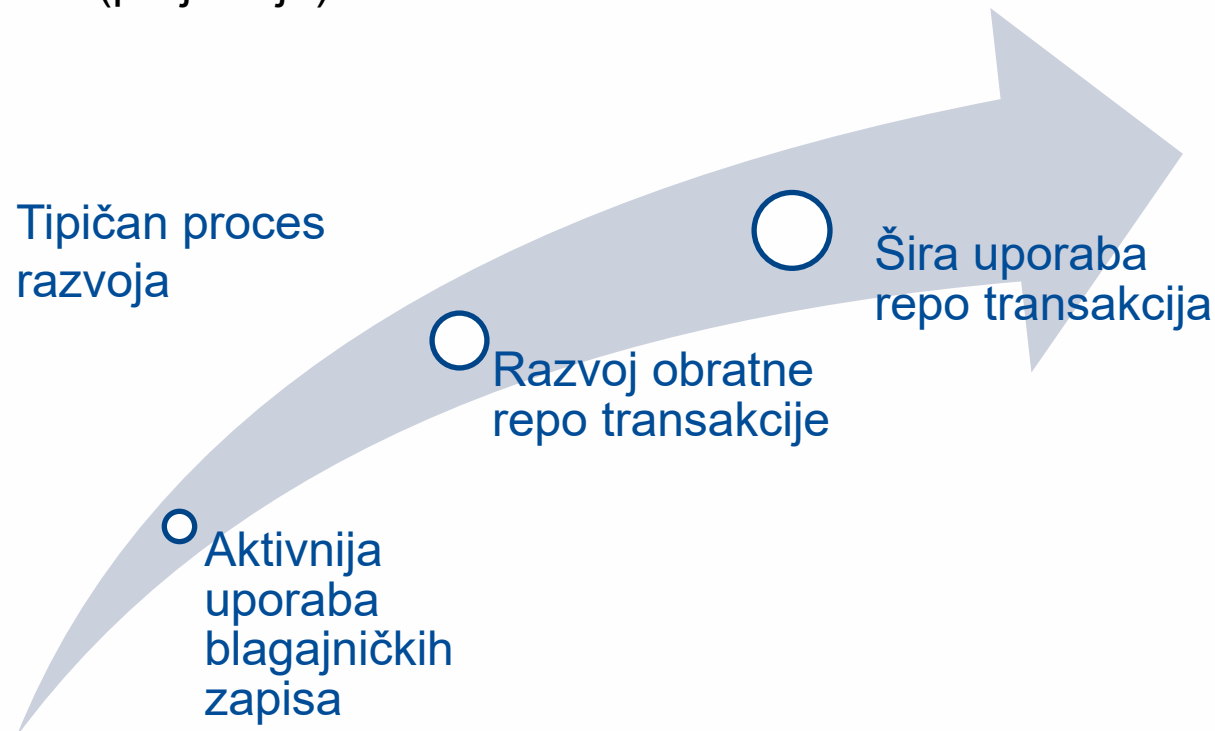
Napomena: Ostaje značajna varijabilnost unutar tjedna; daljnje ujednačavanje zahtijeva prekonoćne repo transakcije

Prelazak s pasivnog na aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima

Razlika između pasivnog i aktivnog nije ili – ili

- Kontinuitet pristupa, od jednostavnih do sofisticiranih
- Uz rast kompetencija i povjerenja (projekcija)

Tipičan proces razvoja



Odmak prema aktivnijem upravljanju gotovinskim sredstvima zahtijeva:

- Ciljni iznos gotovinske rezerve
- Pouzdane i česte projekcije novčanih sredstava tijekom dovoljno dugoročnog vremenskog okvira
- Dostupnost niza instrumenata i drugih strana za zaduživanje i ulaganje te dovoljno likvidno tržište novca
- Odgovarajući politički i pravni okvir, uključujući za upravljanje rizicima
- Dobro izrađen okvir koordinacije s upraviteljima duga i središnjom bankom
- Dovoljno kvalificirano osoblje; i odgovarajuća prateća IT infrastruktura

Određene implikacije

* Gruba prilagodba = izdavanje blagajničkih zapisa (ili drugih zapisa) u uzorku kojem je cilj ublažiti utjecaj likvidnosti neto dnevnih gotovinskih tokova

* Fina prilagodba = aktivnije politike s većim rasponom financijskih instrumenata kako bi se detaljnije prilagodio saldo ministarstva financija u središnjoj banci

Gruba
prilagodba*
zahtijeva

- Funkcionalno kratkoročno tržište blagajničkih zapisa ili pristup kreditu banke
- Projekcije moraju biti dovoljno točne
- Ako se projekcije izrađuju svaki mjesec, mora postojati dovoljan pristup tržištima kako bi se ispunio najveći očekivani mjesečni kumulativni nedostatak gotovine
 - Što su projekcije detaljnije, npr. na tjednoj razini, to će vjerojatno biti potrebno manje masovnih kredita
- Idealno: dnevne projekcije novčanih tokova trebaju biti dostupne za tekući mjesec i zatim trebaju biti dostupne (barem) mjesečne projekcije – kao potpora za npr. 1-mjesečne blagajničke zapise.

Fina
prilagodba
* zahtijeva

- Projekcije novčanih tokova trebaju biti što preciznije; što su projekcije preciznije, to je potrebno manje gotovinskih rezervi
- Tržište blagajničkih zapisa mora biti likvidno za sve rokove dospjeća
 - Uključujući < 1 mjeseca kako bi se omogućilo izdavanje blagajničkih zapisa za upravljanje gotovinom po potrebi
- Tržište ugovora o povratnoj kupnji (repo-a) treba biti dobro razvijeno jer to će biti instrument troškovno najučinkovitijeg kratkoročnog ulaganja bez rizika i potpore u odnosu na kratkoročno zaduživanje

Postojeće, iako ograničeno, aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima među zemljama članicama PEMPAL-a (prema izvještajima iz ankete iz 2021.*)

U svim zemljama ispitanicama za izdavanje kratkoročnih (a i dugoročnih) obveznica i druge vrste zaduživanja odgovoran je odjel za upravljanje dugom ili ekvivalentna organizacijska jedinica.

- No odgovornost za vođenje varira u pogledu kratkoročnog ulaganja privremenog viška novčanih sredstava
- Pojava zabrinutosti u vezi s koordiniranom/dosljednom interakcijom s tržištima novca

Većini je zemalja sustav trezorskih zapisa dostupan kao instrument kratkoročnog zaduživanja

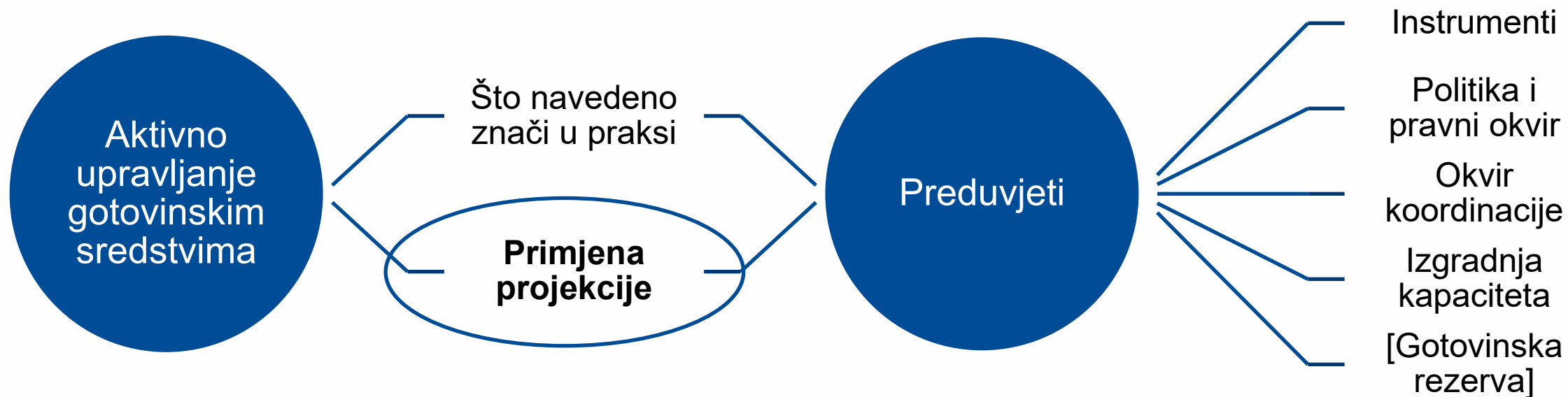
- Međutim, odgovori upućuju na to da ih se doživljava kao instrument za upravljanje dugom koji se redovito dodjeljuje
- Ne koristi se kao fleksibilniji instrument za upravljanje novčanim sredstvima

Suficiti gotovine: pola (8/16) ispitanika može polagati kratkoročne depozite u središnjoj banci i pola u poslovnim bankama

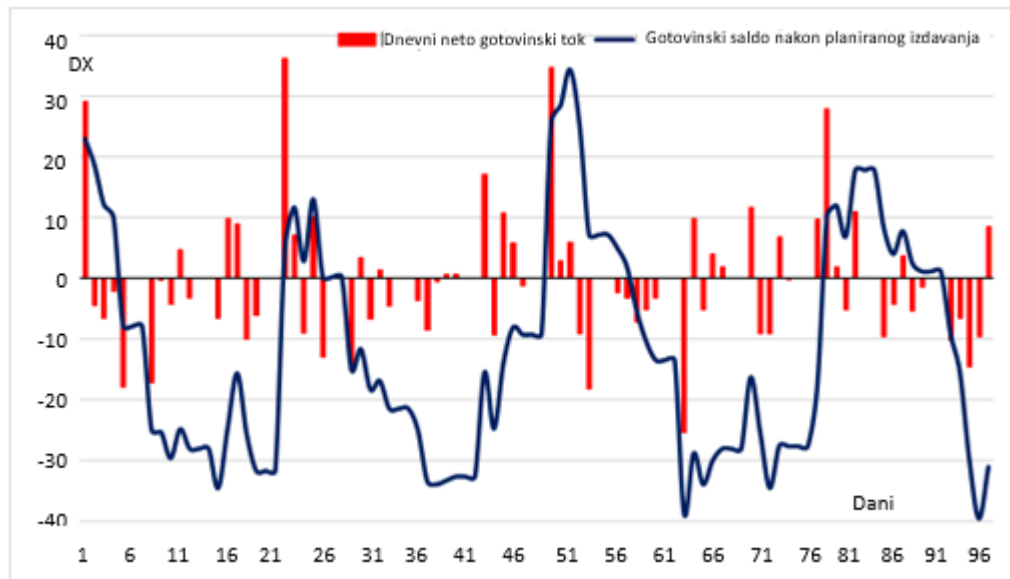
- 3 zemlje mogu ulagati i u središnjoj banci i poslovnim bankama
- Samo tri zemlje imaju mogućnost zaduživati se i pozajmljivati putem repo transakcija.
- Anketa nije istražila detalje o rokovima dospijeća, kolateralu itd.

**Napomena: Odgovorilo je 16 zemalja: drugi bi mogli prijaviti određenu aktivnost (npr. Uzbekistan je proveo aukciju privremenog suficita gotovine bankama)*

Sadržaj



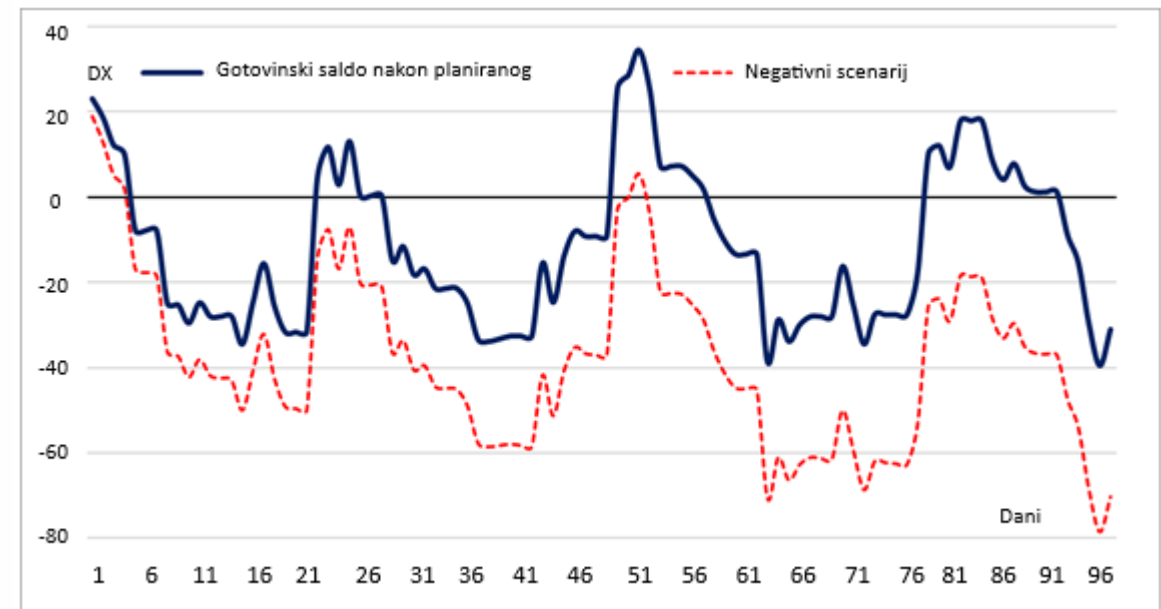
Ujednačenje novčanih tokova u praksi – 1/2



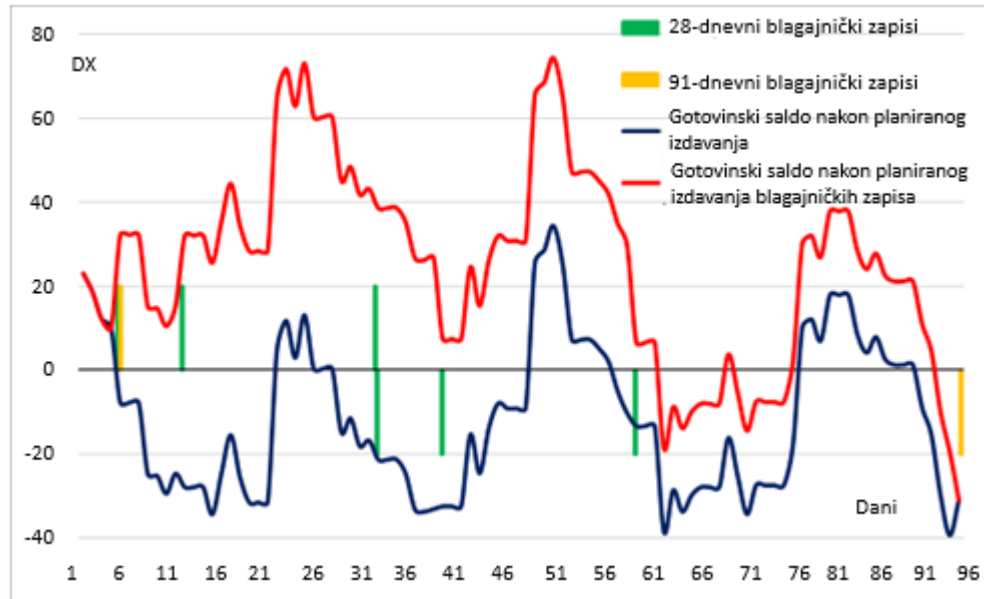
- Ciljane rezerve – raspon 20 – 40
- Očigledno je potrebno nešto poduzeti
- Također utvrditi glavne rizike
- Isprekidana crta pokazuje negativan scenarij
 - (npr. 2 standardne devijacije, iako je scenarij vjerojatno korisniji)



- Projekcija dnevnih gotovinskih tokova tri mjeseca unaprijed i implicitni gotovinski saldo JRR-a
- Projekcija nakon planiranog izdavanja trezorskih obveznica i blagajničkih zapisa
- 1. dan = ponedjeljak, izdavanje blagajničkih zapisa petkom, odlučilo se za petak – projekcija je pregledana prethodni četvrtak (4. dan)
- Izdavanje blagajničkih zapisa najavljeno u petak za sljedeći petak
- Ne predviđa državne praznike (osim vikenda)

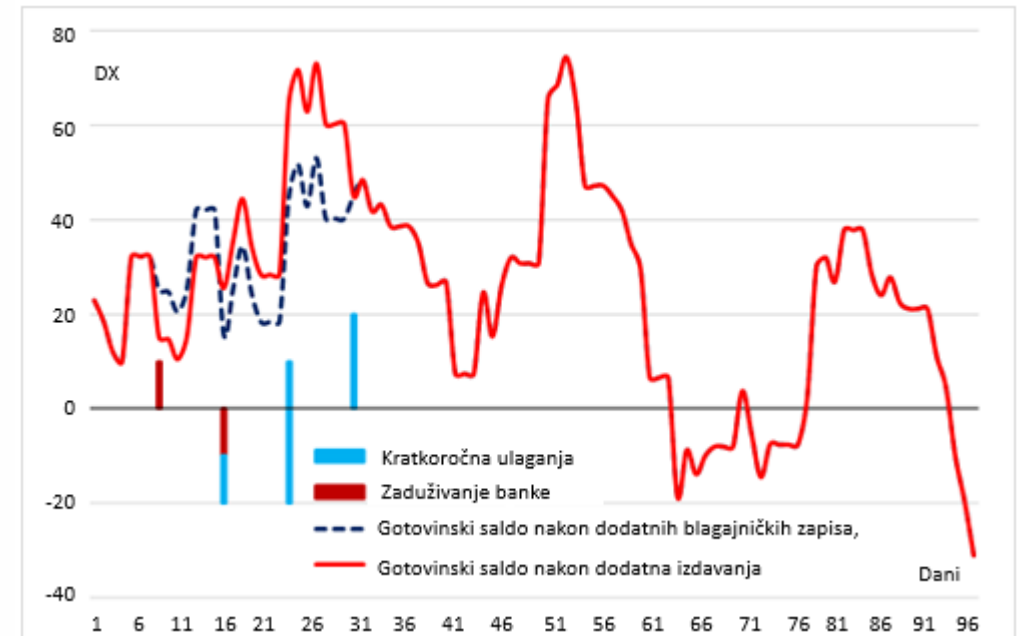


Ujednačenje novčanih tokova u praksi – 2/2

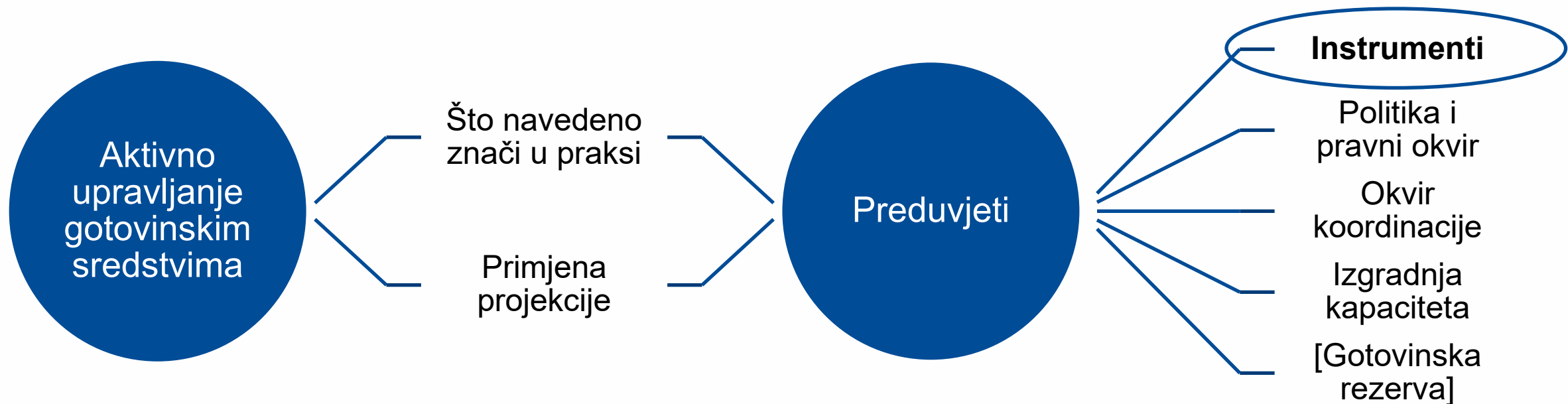


- Projekcija prikazuje nedostatak gotovine tijekom većine razdoblja => izdavanje dodatnih 91-dnevnih blagajničkih zapisa
- Poseban problem u bližoj budućnosti => izdavanje i 28-dnevnih blagajničkih zapisa
- Preporuke pokazuju, 5. dan, dodatnih 20 28-dnevnih blagajničkih zapisa i 20 31-dnevnih blagajničkih zapisa, 28-dnevni blagajnički zapisi refinanciraju se 33. dan; dodatnih 20 izdano na 12. dan
- Zaduživanje ima svoju cijenu, no bez toga ministarstvo financija moralo bi financirati veće rezerve

- Ti blagajnički zapisi možda neće biti dovoljni, s obzirom na nedostatak gotovine u vrlo kratkom roku i rizik od negativnog ishoda
- Stoga se pripremite na zaduživanje za dodatnih 10 od banaka (za 1 tjedan) na 8. dan (ponedjeljak)
- Snažan priljev novca mjesec dana unaprijed: pripremite se uložiti natrag u bankarski sektor (predviđa 10 na 15. dan, 20 na 22. dan, svaki put za 1 tjedan)
- Te kasnije odluke mogu se pregledati u roku od tjedan dana – kako bi se uzela u obzir ažurirana projekcija
- Na budućim sastancima je potrebno razmotriti nošenje s danima velikih odljeva, od 53. do 63.



Sadržaj



Instrumenti za upravljanje gotovinskim sredstvima

Zaduživanje

- Blagajnički zapis obično je glavni instrument kod prijelaza na aktivnije upravljanje novčanim sredstvima
 - ▶ Blagajnički zapis igra različite uloge kao instrument
 - upravljanja dugom
 - upravljanja novčanim sredstvima
 - monetarne politike
- Naglasak na kratkoročnim (npr. 1 mjesec) zapisima za upravljanje gotovinskim sredstvima – neki se koriste blagajničkim zapisima za nepravilne rokove dospjeća
- Ugovor o povratnoj kupnji obično se upotrebljava za detaljno ujednačenje promjena u JRR-u (*fine tuning*), ali su za to potrebni likvidno tržište i procedure

Ulaganje

- (Obratni) ugovor o povratnoj kupnji poželjni je instrument ako je tržište dovoljno likvidno
 - Sigurno i fleksibilno
- Mnoge se zemlje služe bankovnim depozitima
 - Kredit po tržišnim stopama - terminski ili prekonoćni
 - Konkurentne cijene (javni natječaj ako nema transparentnih cijena, npr. Kina, Čile)
 - ali obavezno kolateralizirani – smanjenje kreditnog rizika
- Razmotriti (plaćene) depozite u središnjoj banci ako je važno poduprijeti stajalište monetarne politike

Napomena: kupovinom i prodajom zaliha obveznica MF-a riskira se nanošenje štete tržištu obveznica i eliminacija fleksibilnosti; upotrebljavati samo kao kolateral

Neke lažne razlike

- Zapisi o upravljanju gotovinom i zapisi o upravljanju dugom ekonomski su isti – oba su dug. Razlika može biti korisna u svrhu objašnjavanja
- Bez obzira je li zapis isplaćen u istoj ili kasnijoj financijskoj godini
- Zarađene kamate smanjuju neto kamatne rashode u proračunu
- Plan financiranja može omogućiti neto promjenu u zalihama
 - Često smisljeno: npr. ako potrošnja na kraju godine poraste, zalihe blagajničkih zapisa možda će morati porasti u prosincu, s padom u siječnju
 - Prepoznajte promjene u drugoj kratkoročnoj imovini i obvezama
 - Izdavanje blagajničkih zapisa mora se ocijeniti kao neto i ne bruto u odnosu na bilo koji limit zaduženja

Vladini rashodi	A
Vladini prihodi	B
Suficit (-) ili deficit (+)	C=A-B
<i>Drugi tokovi:</i>	
Prodaja imovine ili primici od privatizacije	D
On-landing, neto od otplate duge	E
Otkup i otplata duga	F
	<hr/>
Zahtjev za bruto financiranje	G=C-D+E+F
<i>Izvori financiranja:</i>	
I. Vanjska Zajmovi i krediti	H
• Povezano s projektom	I
• Zajmovi iz programa	J
• Komercijalno zaduživanje	
II. Domaće zaduživanje ⁹	
• [Obveznice]	K
• Zapisi	L
• [Kredit]	S
	N
Neto promjena u kratkoročnim obvezama*	<hr/>
	G=H+I+J+K
	+L+M+N
Ukupno bruto financiranje:	
* Povećanje neto prekoračenja povećanih gotovinskih salda	

Veća fleksibilnost u izdavanju blagajničkih zapisa

Tipičan natječaj za blagajničke zapise

- Izdaju se jednom tjedno, namira je isti dan ili T+1
- Ponuđene količine i rokovi dospelja najavljuju se na završetku svakog natječaja (npr. za sljedeći tjedan)

Ad hoc natječaji [parametri UK-a]

- Isti pravni instrument – potencijalno zamjenjiv s postojećim problemima
- Standardni i nestandardni rokovi dospelja
- Najavite namjeru tjedan prije
 - Sa standardnom tjednom najavom
- Detalji na jutro natječaja – vidjeti raspored
 - Namira može biti isti dan

Objava javnog natječaja	08.00
Vrijeme za ponude	08.30 – 45
Rezultati do	09.00
Plaćanja sustava bruto poravnjanja u stvarnom vremenu (RTGS) do	13.30
Namira do	zatvaranje

Bilateralno izdavanje blagajničkih zapisa

- Ured za upravljanje dugom u UK-u može izdati blagajničke zapise bilateralno, uključujući na zahtjev od bilo koje druge strane za upravljanje gotovinom koja ispunjava uvjete – ako je to u skladu s vlastitim operacijama upravljanja gotovinom Ureda za upravljanje dugom u UK-u
- Cijene su postavljene u skladu s tržištem. Rok dospelja mora se razlikovati od onih koji su izdani na susjednim natjecajima za barem 5 dana

Ulaganje je sastavni dio modernog upravljanja gotovinskim sredstvima

Ulaganje viška gotovinskih sredstava nije samo proizvoljan dodatak

- uravnoteženje novčanih tokova podrazumijeva ulaganje viškova
- uravnoteženje ima svoje prednosti: smanjuje volatilnost novčanih tokova, omogućuje smanjeni gotovinski saldo, olakšava provođenje monetarne politike
- dobro upravljanje ulaganjima samo je po sebi troškovno učinkovito: smanjuje kamate na neto dug
- Odražava se u ciljevima upravljanja gotovinskim sredstvima brojnih zemalja

Riznica/ured za upravljanje dugom ili upravitelj gotovinskih sredstava odgovorni su samo za kratkoročna ulaganja

- Višak povrh gotovinske rezerve investirane u tržište novca
- kratkoročniji viškovi kratkog horizonta – prijelazni, ne očekuje se da budu održani – upravitelji gotovinskih sredstava rijetko ulažu gotovinska sredstva > od 3 – 6 mjeseci
- u tom se kontekstu „višak” utvrđuje projekcijom (prostor za oprez odražava se u veličini ili dospijeću ulaganja)

Strukturnim ili stalnim viškovima treba upravljati zasebno

- Štedni fond ili fond bogatstva s vlastitim ciljevima, strateška raspodjela imovine, struktura upravljanja

Ulaganja u praksi

Obratni repo poželjni je instrument ako je tržište dovoljno likvidno

- siguran je i fleksibilan
- često osiguran vrijednosnim papirima vlade (ili središnje banke)
- Kolateral se dnevno vrednuje po tržišnoj vrijednosti – s rokom koji je dulji od repo-a
- kolateralom može upravljati središnja banka (kao posrednik) ili središnji depozitorij vrijednosnih papira (ako nudi trostrani repo posao)

Mnoge zemlje ulažu u bankovne depozite

- krediti po tržišnim stopama: oročeni ili prekonoćni
- konkurentni proces (ili aukcija ako nema transparentnih tržišnih cijena)
 - može biti diferencijalni, uzimajući u obzir npr. prekonoćne stope (Španjolska)
- ali obavezno kolateralizirani: smanjiti kreditni rizik
- Ugovori omogućuju razročivanje depozita (za određenu cijenu)

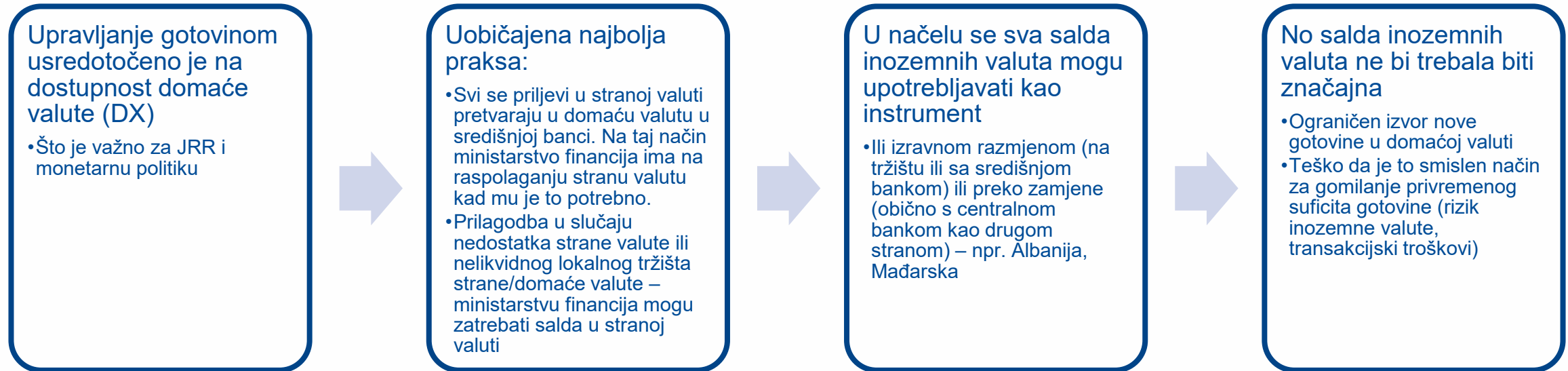
Za repo transakcije ili bankovne depozite obično se izrađuje popis prethodno odobrenih banaka

- prethodno potpisati svu dokumentaciju, npr. GMRA
- pojednostavniti svaku aukciju: potrebna je kratka najava
- politika opreza kod kreditnih rizika – ali kolateral znatno smanjuje rizik
- Vidjeti dodatak o repo-u

Depoziti u središnjoj banci

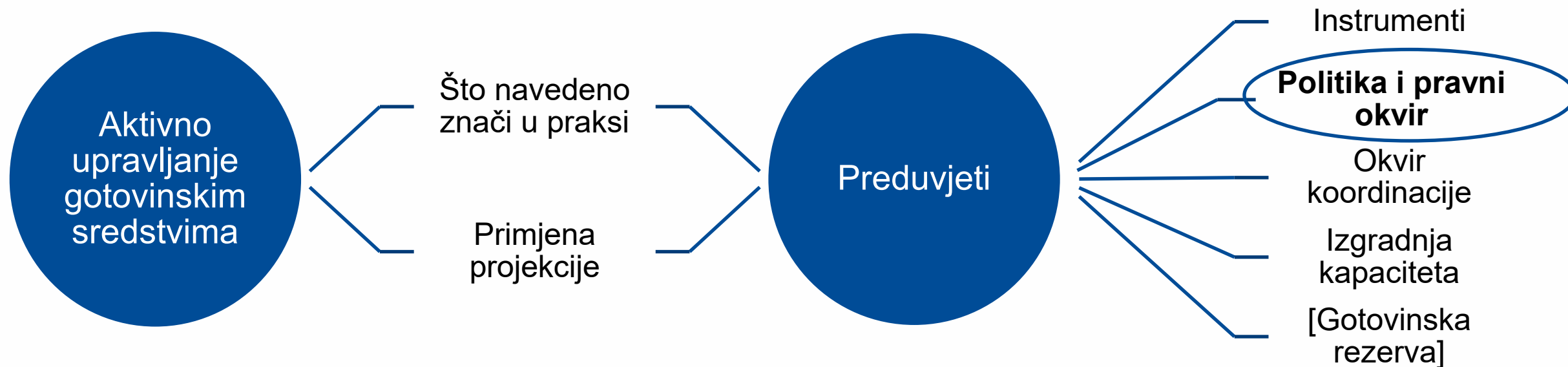
- Uzimanje u obzir depozita (oročenih i remuneriranih) u središnjoj banci samo ako postoji monetarna neravnoteža, tj. kada je riječ o reakciji na strukturni problem
- Svi depoziti u središnjoj banci (i JRR i oročeni depoziti) trebaju se remunerirati po tržišnim stopama („tržišna nerizična kamatna stopa”)

Saldo inozemne valute (FX) – usput



Podrazumijeva: pristup saldima u stranoj valuti najbolje je smatrati vrlo kratkoročnim instrumentom, prvenstveno kao sigurnosnu mrežu

Sadržaj



Okvir politike

Opći ciljevi

- Osigurati dostupnost novčanih sredstava, ujednačiti novčane tokove
- Ciljevi gotovinske rezerve
- Rizik, likvidnost i ciljevi za prinos
- Uključuje prikupljanje sredstava za nadolazeće velike rashode krajem godine

Shvaćanje prihvatljivih instrumenata

- Uključujući rokove dospjeća (usklađene s profilom novčanog toka; krediti/depoziti isplaćeni na datum novčanih odljeva)

Specifikacija rizika, politika u pogledu tržišnog kredita, likvidnosti, pravnih i operativnih rizika, uključujući

- Prepoznavanje prihvatljivih drugih strana
- Ugovorni zahtjevi (GRMA)
- Zahtjevi za kolateral i postupanje s njime
- Način pristupa tržištu (natječaj, bilateralne ponude za cijenu, platforme itd.)
- Tržišno savjetovanje

Utvrđivanje kriterija za učinak

Pravni okvir

Pravni zahtjevi, posebno za aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima

- [Idealno] osloboditi odgovornost ministarstva za ciljeve upravljanja gotovinskim sredstvima – i definiranje tih ciljeva na visokoj razini
- Ovlast ministarstva financija za zaduživanje kako bi podržali učinkovito upravljanje državnim gotovinskim tokovima i investirali viškove salda u financijska tržišta (ili kao oročene depozite u središnjoj banci)

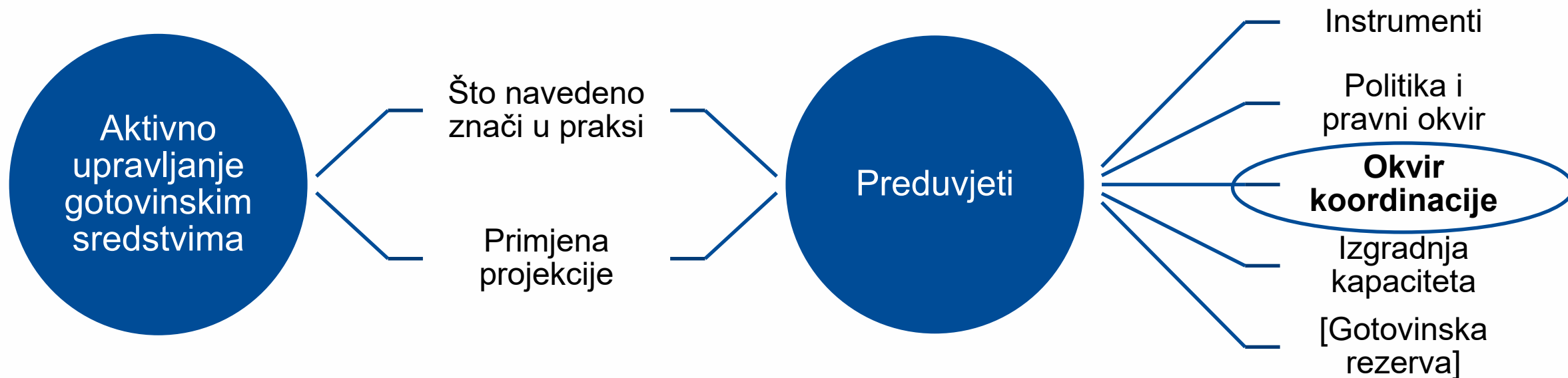
Napomena

- Održati fleksibilnost u odgovaranju na tržišne uvjete ili prakse, vjerojatno nije preporučljivo specificirati instrumente u pravnom dokumentu
- Bilo bi prihvatljivo inzistirati da se utvrde i odobre parametri rizika
- Ne smiju postojati ograničenja na usvojene rokove dospjeća; sposobnost zaduživanja tijekom kraja godine; ili sposobnost središnje banke za remuneraciju depozita

Pravni zahtjevi za šire upravljanje gotovinskim sredstvima

- Kontrola nad bankovnim računima i sposobnost osnivanja i strukturiranja JRR-a
- Zahtjevi o tome da MOA-ovi podnose projekcije gotovinskih sredstava
- Ovlast za uspostavu poticajnih programa
- Zahtjevi za izvještavanje i reviziju

Sadržaj



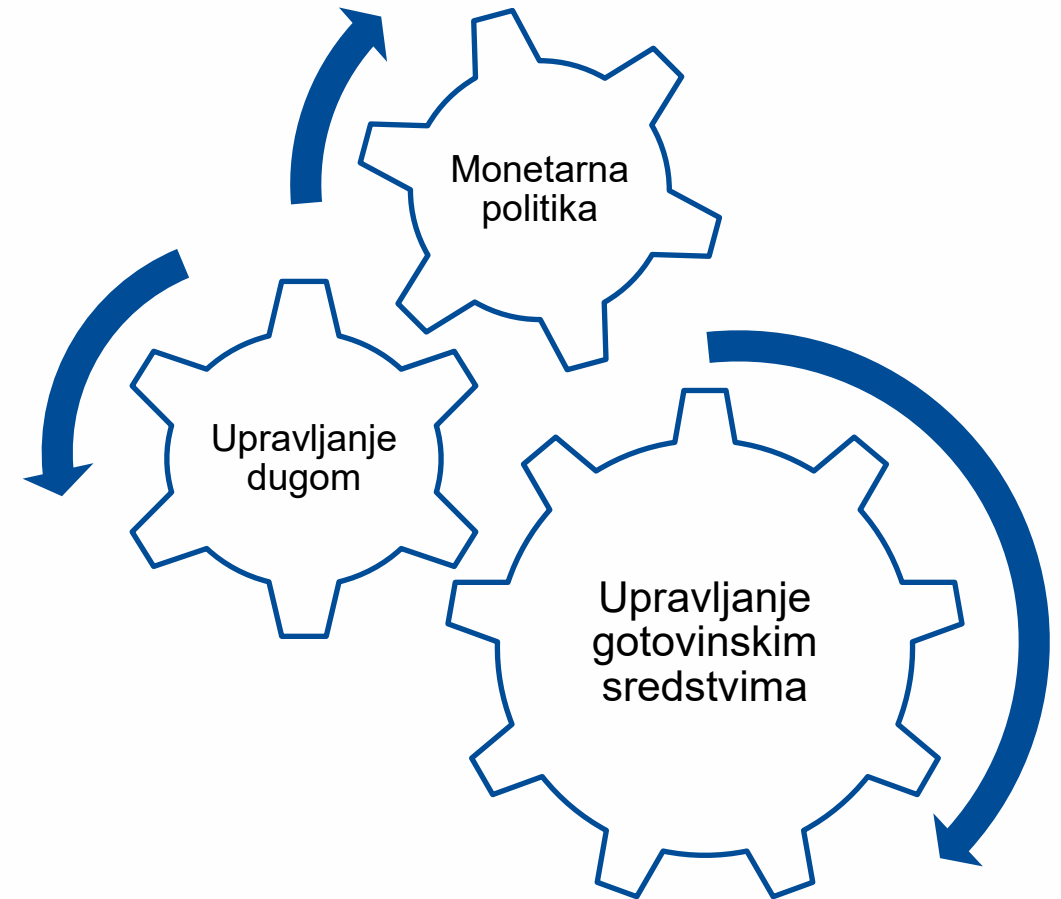
Ključne poveznice

Upravljanje dugom

- Strateška i operativna interakcija
- Strategija za dug, godišnji plan zaduživanja i tijekom tekuće godine
- Zahtijeva integrirano donošenje odluka s upraviteljima dugom

Monetarna politika

- Transakcije upravljanja gotovinskim sredstvima utječu na likvidnost bankarskog sektora
- Zahtijeva dobro razumijevanje sa središnjom bankom
- Središnja uloga tržišta novca – i zajednički ciljevi



Novčana sredstva i dug: izbori

Financiranje državnog bruto duga implicira izbor između instrumenata: unutarnji ili vanjski, kratkoročni ili dugoročni, obveznice ili vrijednosni papiri, fiksna ili fluktuirajuća stopa, maloprodaja ili veleprodaja itd.

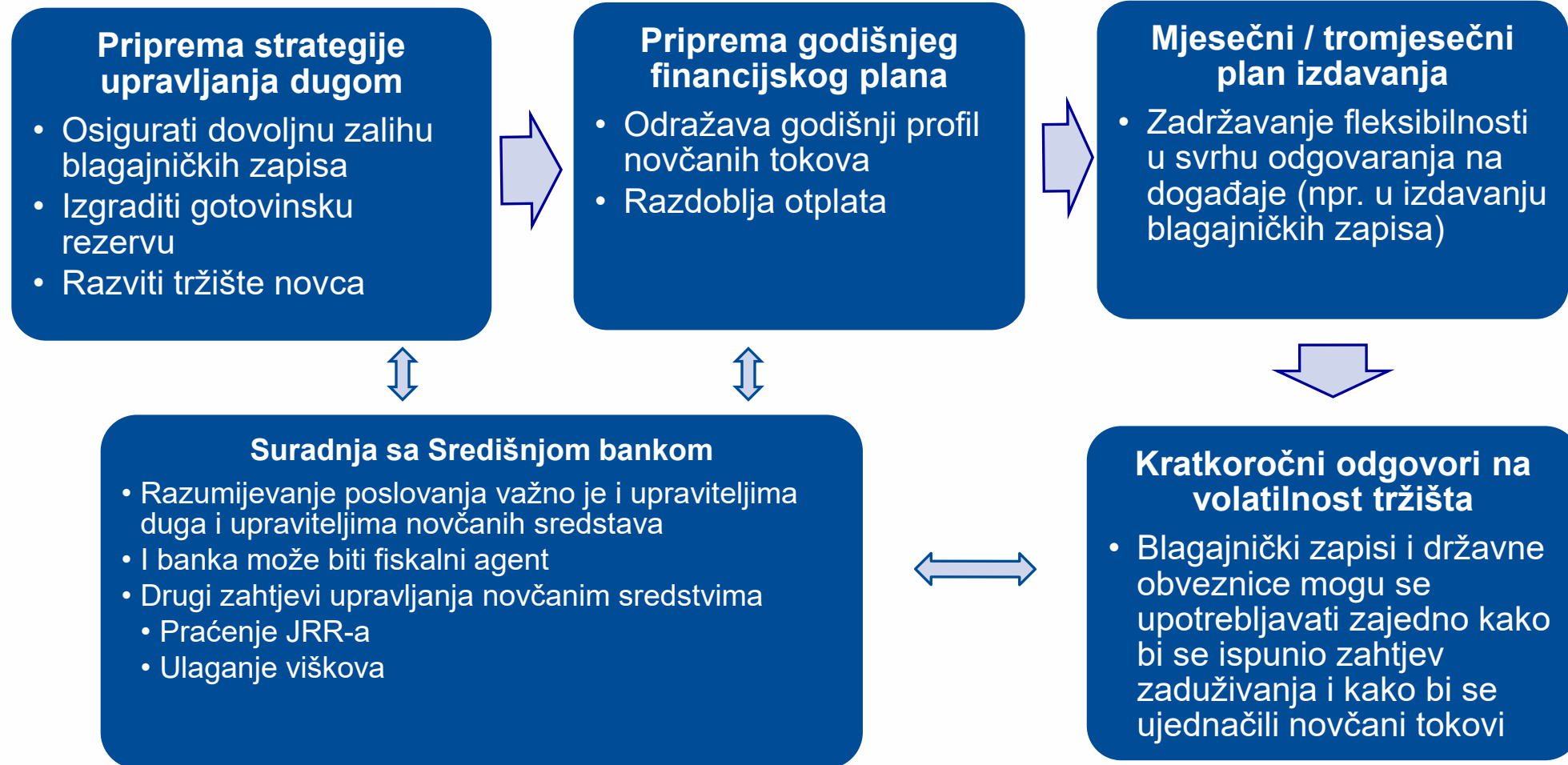
Izbori doneseni u kontekstu strategije upravljanja dugom, ovise o potrebama tržišta, volatilnosti tržišta, kretanjima kamatne stope

- **Zahtjev:** zahtjevi posrednika i ulagača variraju s obzirom na tržište i njihove novčane tokove
- **Ponuda:** odabir vrste državnog financiranja u skladu s profilom financijskih tokova
- **Cijena:** prikazana na krivulji prinosa

Pri donošenju takvih odluka [dug/gotovina] upravitelji moraju

- baratati cijelim rasponom instrumenata pri donošenju odluke o izdavanju
- balansirati među zahtjevima strategije, zahtjevima tržišta i potrebom države za novcem, uzimajući u obzir cijenu

Upravljanje dugom: ciklus koordinacije



Koordinacija poslovanja

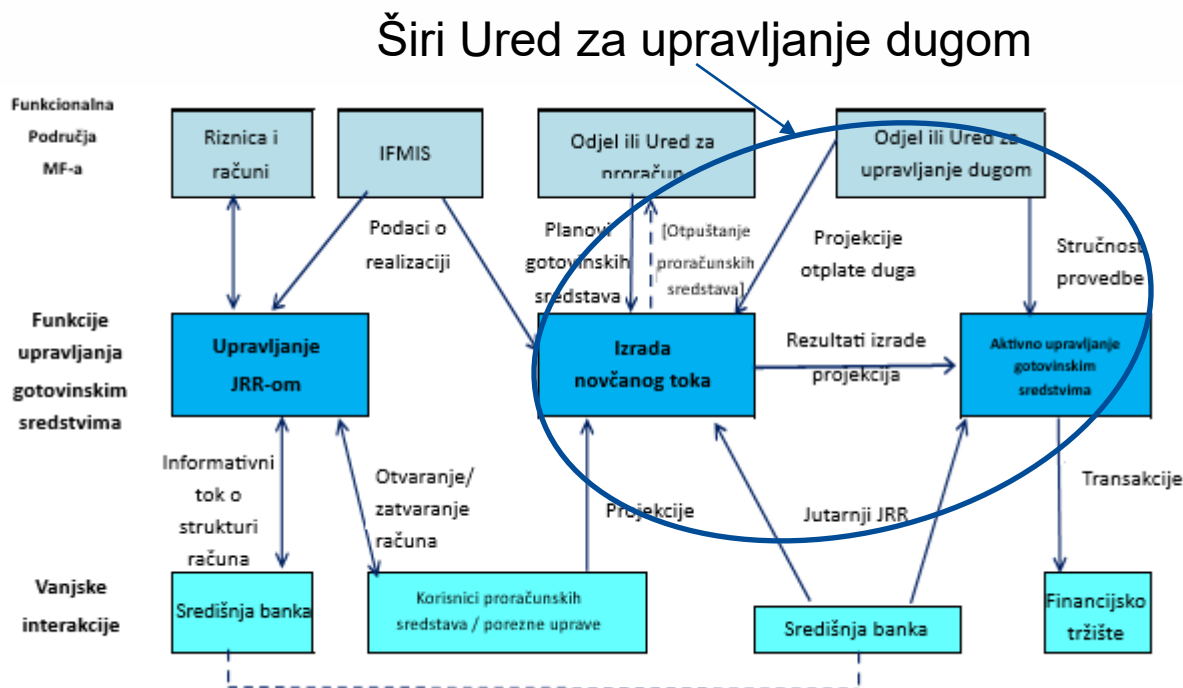
Druge potrebe u pogledu svakodnevne koordinacije uključuju:

- povezivanje datuma izdavanja s datumima otplate
- Datumi dospjeća odabrani tako da se izbjegnu tjedni i posebno dani velikih odljeva novca (npr. isplata plaća): umjesto ciljanih dana novčanih priljeva (datum dospjeća plaćanja poreza)
- Upravitelji duga mogu ublažiti probleme upravljanja novčanim sredstvima koji eventualno mogu nastati kad dospiju velike obveznice
- Upravitelji duga mogu ispraviti nepravilnosti i ometanje tržišta repo ugovora

S vremenom...

- Razvojem interakcije s tržištem potencijalno su veće koristi od integracije funkcija duga i gotovinskih sredstava
- Aktivnim upravljanjem stanjem kratkoročnih novčanih sredstava, kombinirana funkcija bit će bolje uspostavljena s ciljem smanjenja povezanosti između vremenskog razdoblja novčanih tokova i izdavanja obveznica
 - Omogućuje pravodobnu objavu sheme prodaje obveznica
- U svakom se slučaju treba integrirati prednji ured – kako bi se osiguralo da je vlada dosljedna na tržištu

Integriranje funkcije upravljanja gotovinskim sredstvima s funkcijom upravljanja dugom



Zasebne funkcije zahtijevaju
strukturu koordinacije



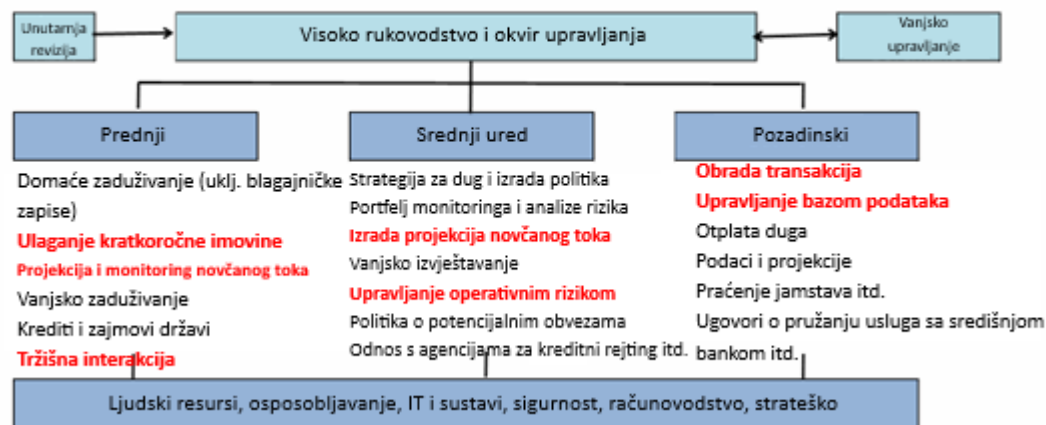
Odbor za koordinaciju gotovinskih sredstava

- Koristan i na široko upotrebljavan mehanizam koordinacije za odluke o kratkoročnom upravljanju gotovinskim sredstvima
- Sastaje se tjedno, npr. predsjedava glavni rizničar
 - uključuje odjel za proračun, makrofiskalnu jedinicu, upravitelje duga, središnju banku, porezna tijela
 - delegirano tijelo za donošenje odluka unutar dogovorenih parametara
- Glavne zadaće:
 - pregledati ostvareni novčani tok i usporediti s projekcijama
 - pregledati projekcije novčanih tokova za nadolazeće razdoblje
 - odlučiti o potrebnim mjerama za osiguravanje dostupnosti gotovinskih sredstava tijekom nadolazećeg razdoblja
- Potpora Jedinice za upravljanje gotovinskim sredstvima
 - odgovorna za izradu projekcija, bazu podataka, analizu pogrešaka itd.
 - također priprema moguće i potencijalne buduće scenarije
 - preporuke u pogledu politike (dogovoreno s upraviteljima duga)

Isti se prednji ured zadužuje i pozajmljuje

- institucijski zahtjevi i zahtjevi u pogledu upravljanja i donošenja odluka koji se primjenjuju na ulaganje viška gotovinskih sredstava u načelu se ne razlikuju od zahtjeva koji se primjenjuju na druge transakcije za upravljanje gotovinskim sredstvima ili dugom

Integrirana jedinica za upravljanje dugom



- Za ulaganje viška gotovinskih sredstava u nekim je zemljama (uključujući neke zemlje članice PEMPAL-a) zadužena riznica, što je odraz njezine povijesne uloge (uglavnom pasivnog) upravitelja gotovinskih sredstava
- Nadživjelo je razvoj ureda za moderno upravljanje dugom koji je odgovoran za izdavanje dugoročnih obveznica i blagajničkih zapisa (npr. Meksiko; u Čileu je na temelju naslijeđenog zakonodavstva ulaganje viška ostalo u nadležnosti uprave za proračun)
- odvojene odgovornosti za ulaganja i izdavanje mogu dovesti do zbunjujućih signala za tržište (i nepotrebnog udvostručavanja vještina)

- za ulaganje viška gotovinskih sredstava prirodno je nadležan integrirani ured za upravljanje dugom

Uloga tržišta novca

Podrška za
razvijeno
tržište novca

- **Monetarna politika** – veće oslanjanje na tržišne instrumente, signali u pogledu kamatnih stopa, poboljšava mehanizam prijenosa
- **Upravljanje gotovinskim sredstvima** – olakšava ujednačavanje novčanih tokova, zaduživanje i pozajmljivanje
- **Upravljanje dugom**
 - Izravno – olakšava izdavanje blagajničkih zapisa, smanjuje rizik od neuspjele aukcije
 - Neizravno – pomaže posrednicima (primarni dileri) u financiranju položaja
- **Razvoj šireg tržišta**
 - Međubankarsko tržište pomaže bankama i dr. u tome da fleksibilno upravljaju svojim bilancama
 - Cijene dovršavaju kraći kraj krivulje prinosa; olakšava određivanje cijena, upravljanje rizicima

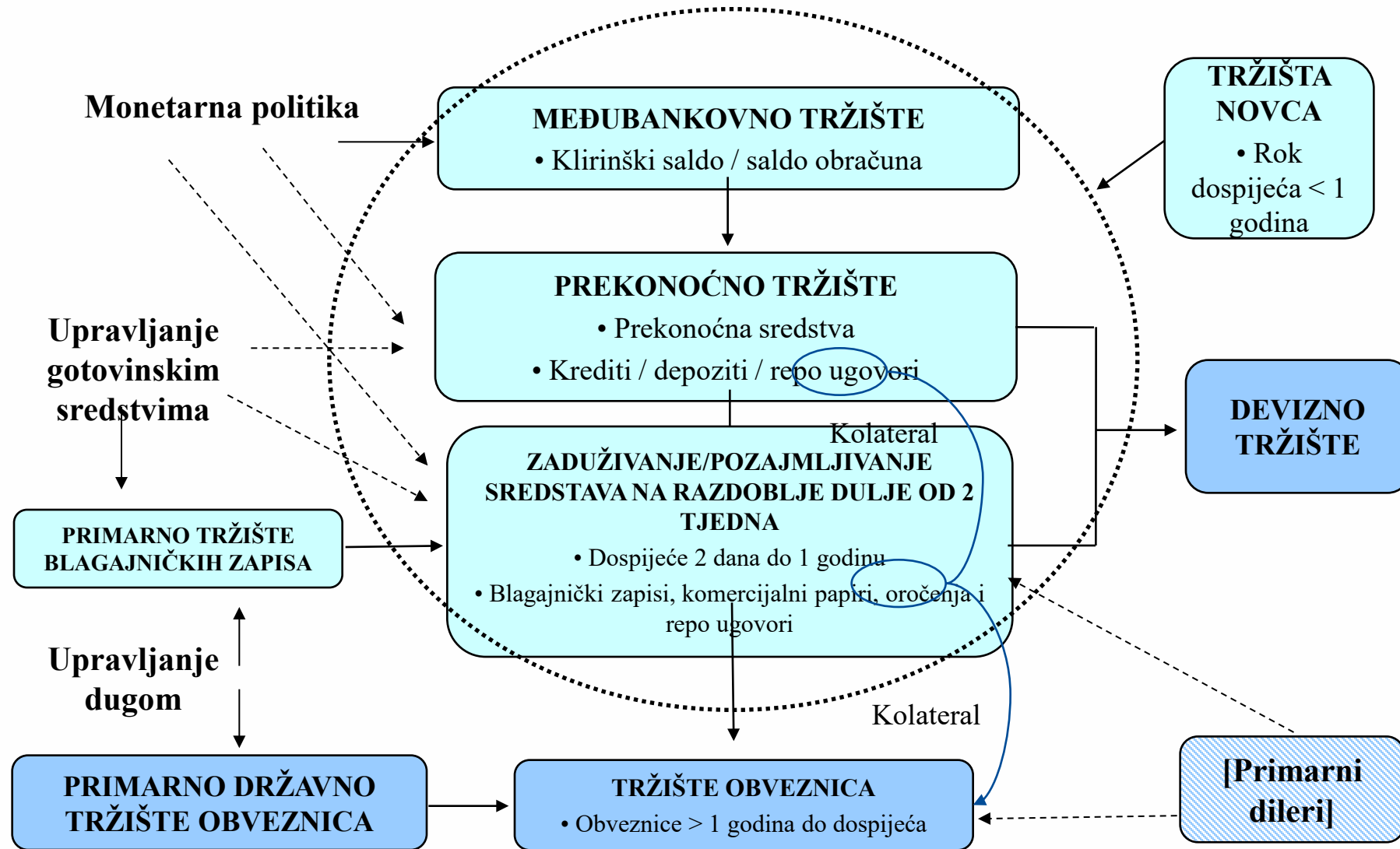
Potrebni su

- Tržišni instrumenti za monetarnu politiku
- Učinkovita međubankarska tržišta i tržišta ugovora o povratnoj kupnji
- Dobre politike upravljanja dugom i gotovinskim sredstvima

Naglašava
važnost:

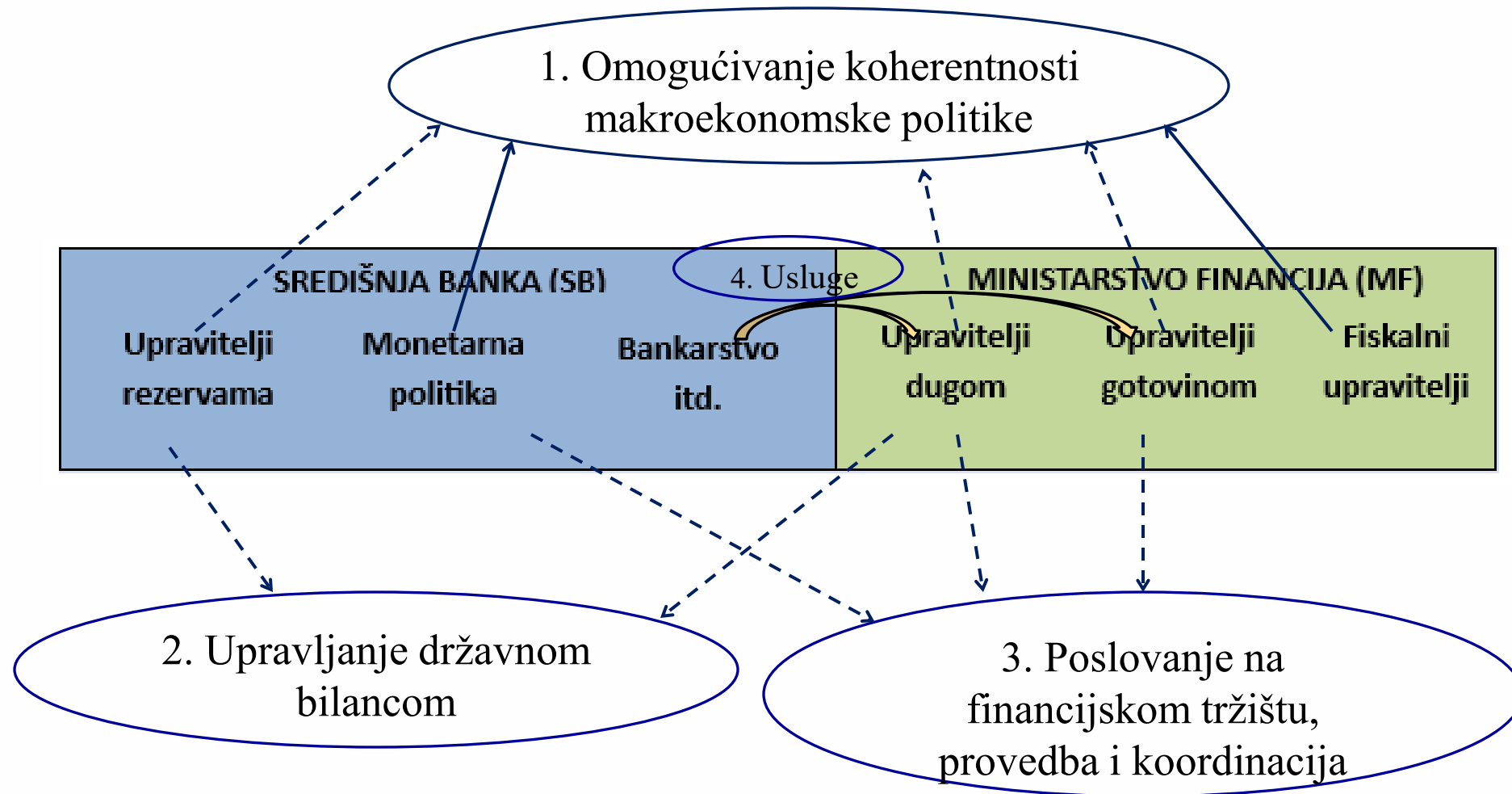
- Bliske suradnje upravitelja dugom i upravitelja gotovinskim sredstvima.
- Povezanost politika upravljanja gotovinskim sredstvima i monetarne politike.

Tržište novca i njegove interakcije



Razvijeno tržište novca važno je kao cilj samo po sebi i kroz poveznice s drugim finansijskim tržištima

Interakcija sa Središnjom bankom: Pregled



Aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima i monetarna politika

- Likvidnost domaćeg bankovnog sektora ovisi o:
 - ▶ Poslovima monetarne politike središnje banke - zaduživanju ili kreditiranju kreditnih institucija, zahtjevima rezerve, uslugama depozita itd.
 - ▶ „Neovisni” utjecaji - potražnja za novčanicama i kovanicama od strane javnosti (predvidljivo), devizni neto priljev (koji ovisi o politici intervencije) te promjene u državnim depozitima u središnjoj banci (tj. promjene salda JRR-a)
- Manje fluktuacija u vladinim novčanim tokovima u cijelom JRR-u znače manje fluktuacija u monetarnim uvjetima i likvidnosti u bankarstvu (ako su ostali čimbenici jednaki)
 - ▶ Treba pridavati manje značaja monetarnim poslovima radi kontrole likvidnosti
 - ▶ Aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima olakšava posao središnjoj banci

Imovin	Obveze
Instrument refinanciranja za banke	Trenutačni depoziti na računima banke
Zanemarivo pozajmljivanje bankama	Potrebni depoziti banke
Neto inozemna imovina	Novčanice u optjecaju
Ostalo (neto)	Vladini depoziti

Može se drugačije urediti

Izvor likvidnosti preko monetarne politike

Instrument refinanciranja za
plus zanemarivo pozajmljivanje bankama
manje potrebni depoziti banke

Jednako je „autonomni” faktori

Novčanice u optjecaju
plus vladini depoziti
manje neto inozemna imovina

Plus **Drugi faktori / preostalo**

Suradnja sa Središnjom bankom

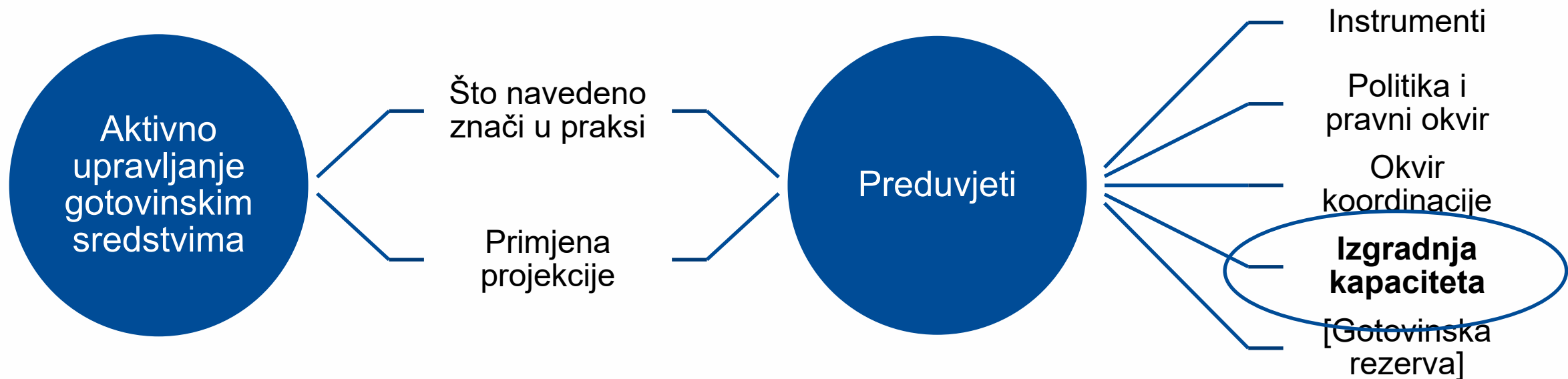
Koordinacija zahtijeva neku vrstu memoranduma o razumijevanju

- zajednički program za razvoj tržišta novca
- Pojedine operacije, bilo da su ulaganja, izdavanje blagajničkih zapisa ili poslovi na otvorenom tržištu
- U idealnom slučaju, središnja banka koristi se blagajničkim zapisima i ne vlastitim vrijednosnim papirima za isušivanje gotovinskih sredstava
- vrijeme dana za poslove te raspored i oblici obavijesti
- razmjena informacija; središnja banka isto tako mora znati parametre očekivanih poslova na tržištu novca, na primjer ciljni saldo na kraju dana
Središnja banka može biti korisna kao član/promatrač Odbora za koordinaciju gotovinskim sredstvima
- Razjasniti relevantne odgovornosti u Ugovoru na razini usluge (SLA)

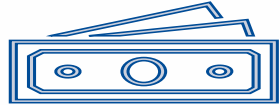
Gotovinska sredstva u središnjoj banci trebaju biti isplaćena po tržišnoj stopi bez rizika („tržišna nerizična kamatna stopa”)

Uzimanje u obzir depozita (oročenih i remuneriranih) u središnjoj banci samo ako postoji monetarna neravnoteža, tj. kada je riječ o reakciji na strukturni problem

Sadržaj



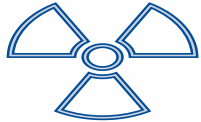
Uspostavljanje politike



Dogovor o cilju; opseg prednosti



Dogovor sa središnjom bankom na visokoj razini



Prepoznavanje čimbenika za rizik i ublažavanje

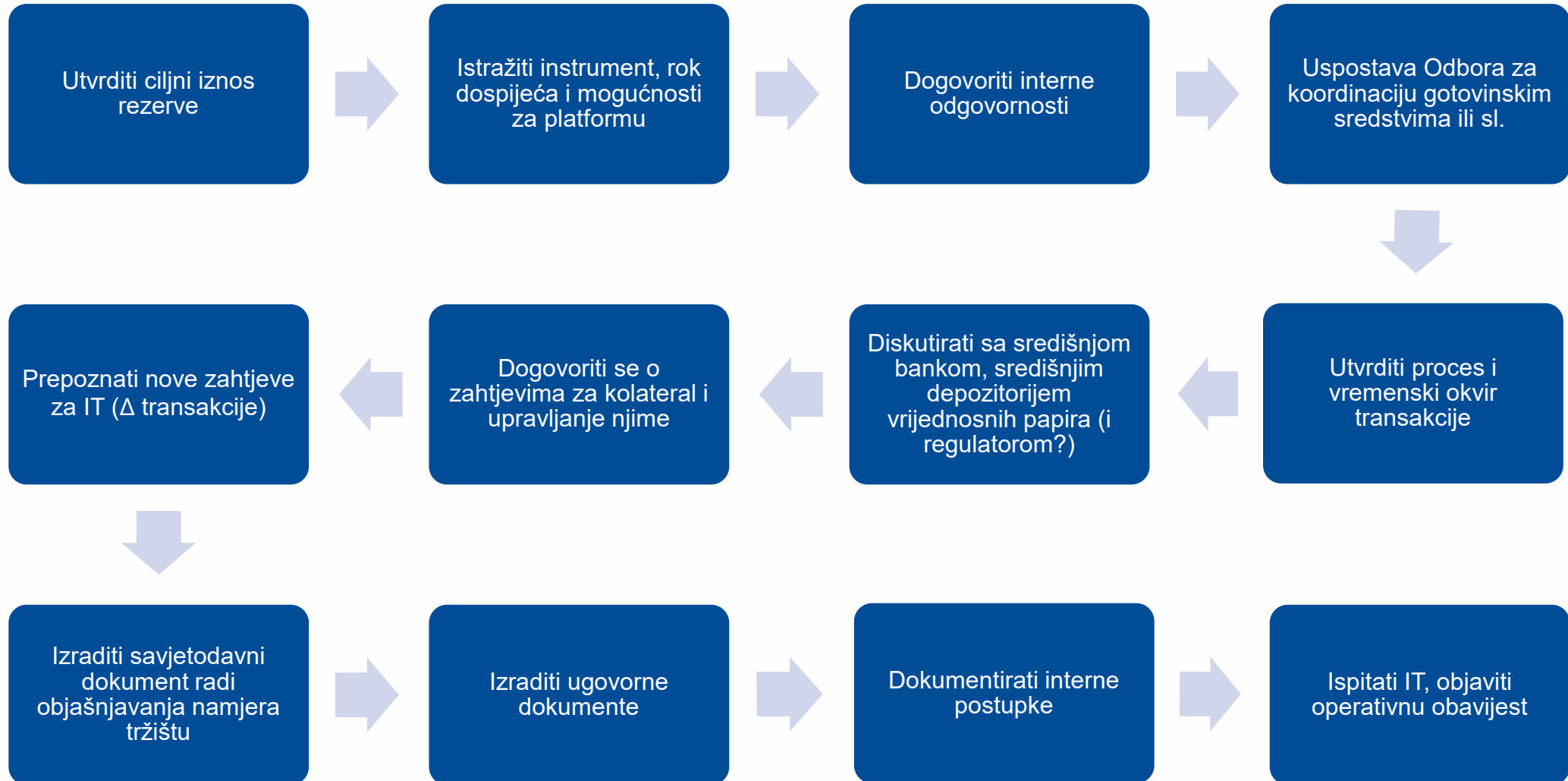


Uspostava okvira za upravljanje, uključujući proces donošenja odluka



Dogovoriti pokazatelje učinka

Koraci u uspostavljanju kapaciteta



Interni postupci

- Postupci, koji uključuju kontrole, sastavni su dio okvira upravljanja rizicima
 - pružati kontrolni popis za člana osoblja ili upravitelja kako bi se osiguralo da su sve potrebne radnje na kojima se temelji neka aktivnost provedene i da postoje dokazi za relevantne kontrole, tj.
 - ◆ odobrenja
 - ◆ suglasnosti
 - ◆ provjere
 - ◆ usklađivanja
 - ◆ razdvajanje dužnosti
 - osigurati da se proces može u potpunosti i sigurno provesti čak i bez prisutnosti člana osoblja
 - pružiti temelj za upravitelja rizika, revizora ili službenika za poštovanje postupaka kako bi se osiguralo da se radnje provode u skladu s dogovorenim postupcima te da su uključene kontrole učinkovite, efikasne i odgovarajuće

- Potreba za razlikovanjem između
 - odluka rukovodstva (npr. Odbor za koordinaciju gotovinskih sredstava)
 - funkcija prednjeg, srednjeg i pozadinskog ureda
 - interakcije s drugima (središnjom bankom, burzom, središnjim depozitorijem vrijednosnih papira itd.) – i tržištem (uklj. aukcijsku platformu)
- Od ključne važnosti je i vremenski okvir

Neki od zaključaka

Aktivnije upravljanje gotovinskim sredstvima ima svoje prednosti

- Omogućava nižu prosječnu gotovinsku rezervu – smanjenje troška
- Smanjenje volatilnosti tokova bankarskog sektora, održavanje monetarne politike
- Podržava razvoj tržišta novca i pridonosi financijskoj otpornosti

Održavanje pasivnog pristupa ne donosi nijednu od tih prednosti

- Dodatni troškovi održavanja velike rezerve (koju financiraju trezorske obveznice) vjerojatno će biti puno veći od troškova izdavanja blagajničkih zapisa – pogotovo ako središnja banka ne remunerira rezervu
- Nastavak tržišne nesigurnosti u pogledu pripadajućih uloga središnje banke i riznice
- Bankarski sektor nastavlja vidjeti riznicu kao problem, a ne rješenje

Potrebna je ista količina pripreme i promišljanja

- Izrada projekcija, utvrđivanje ciljnih rezervi
- Stvaranje mehanizama za koordinaciju – sa središnjom bankom i upraviteljima duga – i suradnja s tržištem
- Postavljanje političkog i pravnog okvira, prepoznavanje rizika, izgradnja kapaciteta

Razvoj s vremenom kako rastu kapaciteti, kompetencije i tržišna likvidnost

HVALA!



Dodatak: Repo

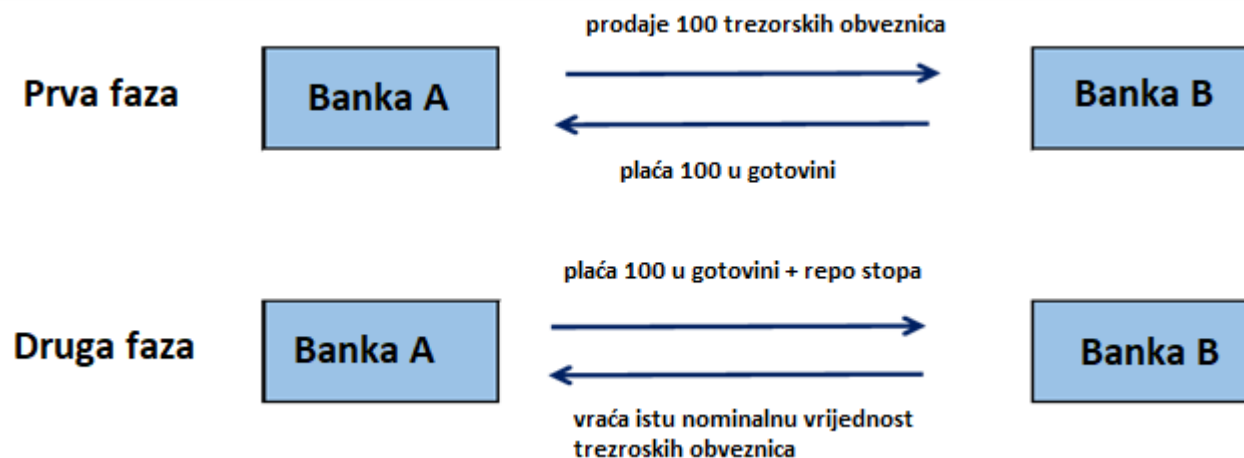
Repo (od engleske riječi za „ponovnu kupnju”; ili ponekad za „prodaju i ponovnu kupnju”) transakcija odnosi se na kupnju ili prodaju vrijednosnih papira uz ugovor o njihovom ponovnom otkupu na utvrđeni budući datum i po utvrđenoj cijeni

Kamatna stopa u repo transakcijama odnosi se na razliku između cijene prodaje i „ponovne kupnje”

U ekonomskom smislu isto je kolateraliziranom pozajmljivanju/zaduživanju, ali

- za razliku od kolateraliziranih kredita, pravno uključuje prijenos imovine (što zajmodavcu daje bolji pristup kolateralu u slučaju neispunjenja obveza)
- fleksibilnija je: održava likvidnost – kredit je učinkovito sekuritiziran i može se dalje prodavati – te omogućuje kolateraliziranje

Klasični repo



- Repo transakcija može uključivati „opći” kolateral ili posebnu obveznicu (npr. potrebnu da pokrije kratku poziciju – repo stopa obično će biti manja)
- ako je potrebna početna marža, plaća se kolateral od $100/(1-V)$, pri čemu V označava maržu
- ako tijekom trajanja repo transakcije dospije kupon, on se prenosi na prodavatelja (vrijednost kolaterala možda će se trebati prilagoditi padu obračunane cijene). tržišta zbog tog razloga često izbjegavaju kolateral blizu datuma dospjeća kupona
- kamatna stopa može biti fiksna ili promjenjiva

Zašto su repo transakcije važne

Tržište novca

- smanjuju zabrinutost u pogledu kredita; pomažu u razvoju međubankarskog tržišta
- fleksibilnost => idealni instrument za provođenje monetarne politike

Podržavaju
upravljanje
dugom i
gotovinskim
sredstvima

- **Podržavaju razvoj tržišta duga i novca**
 - mogućnost zajmodavca da upotrebljava kolateral pridonosi aktivnosti i likvidnosti
 - omogućuju prodaju u kratkoj poziciji – vrijednosni papiri prodani u kratkoj poziciji mogu služiti kao kolateral u repo transakciji
- **Promiču arbitražu između tržišta duga i novca**
 - omogućuju kontinuiranu krivulju prinosa
- **Osiguravaju mehanizam za financijske položaje**
 - primarni dileri mogu sklopiti repo ugovore za vrijednosne papire kako bi financirali kupnje istih vrijednosnih papira
 - podržavaju aktivno upravljanje rizicima koje provode sudionici
 - smanjuju rizik od neuspjele aukcije
- **Za upravitelje gotovinskih sredstava**
 - pristup domaćem kratkoročnom financiranju
 - sigurno ulaganje viška gotovinskog salda