



## ZAJEDNICA PRAKSE ZA RIZNICU (TCOP) PEMPAL-a

### Tematska skupina za upravljanje gotovinom

Videokonferencija, 27. veljače/februara 2024.

#### Uvod

1. Ovaj virtualni skup organiziran je u svrhu diskusije ciljnog iznosa gotovinske rezerve, s posebnim naglaskom na njegovu važnost, izračun i provedbu. Skupu je prisustvovao 41 službenik iz 16 zemalja (Albanija, Azerbajdžan, Bjelarus, Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Gruzija, Mađarska, Kazahstan, Kosovo, Kirgiska Republika, Moldova, Sjeverna Makedonija, Rumunjska, Tadžikistan, Turska i Uzbekistan). Videokonferenciju je omogućio Resursni tim Svjetske banke, odnosno gđa Elena Nikulina (voditeljica Resursnog rima TCOP-a), gđa Galina Kuznetsova (članica Resursnog tima TCOP-a), gđa Tetiana Shalkivska (Tajništvo PEMPAL-a) i g. Mike Williams (tematski savjetnik TCOP-a).

2. Nakon dobrodošlice sudionicima **gđa Elena Nikulina** prigodnim se riječima prisjetila **gđe Yelene Slizhevskaye**, članice Resursnog tima Svjetske banke koja je preminula mjesec prije, nakon gotovo 10-godišnjeg doprinosa radu TCOP-a. Gđa Slizhevskaya bila je cijenjena kolegica u profesionalnom i privatnom životu te će svima nedostajati.

#### Gotovinska rezerva

3. Sudionike je u temu uvela **gđa Elena Nikulina**. Napomenula je da je uspostava gotovinske rezerve jedno od prioritetnih pitanja utvrđenih na sastanku tematske skupine u Beču u studenome/novembru prošle godine. Riječ je o složenom problemu, što je vidljivo iz njegove obrade u prezentaciji. Kao dio materijala za sastanak Tajništvo je pripremlilo prijevod prezentacije i na raspolaganje stavilo nedavno objavljenu praktičnu uputu MMF-a.<sup>1</sup>

4. Temu je predstavio **g. Mike Williams**. Skrenuo je pozornost na važnost gotovinske rezerve,<sup>2</sup> koja je uslijed globalne financijske krize i pandemije COVID-a posebno došla do izražaja, jer su obje okolnosti otkrile rizik od presušenja s kojim se

---

<sup>1</sup> Yasemin Hürçan, Fatoş Koç i Emre Balibek „How to Set Up a Cash Buffer: a Practical Guide to Developing and Implementing a Cash Buffer Policy” (Kako uspostaviti gotovinsku rezervu: praktični vodič za razvoj i provedbu politike gotovinske rezerve) (praktična uputa MMF-a iz 2020.) <https://www.imf.org/en/Publications/Fiscal-Affairs-Department-How-To-Notes/Issues/2020/12/21/How-to-Set-Up-A-Cash-Buffer-A-Practical-Guide-to-Developing-and-Implementing-a-Cash-Buffer-49955>

<sup>2</sup> Obično se definira kao „minimalni iznos gotovinskog salda koji osigurava ispunjavanje svakodnevnih potreba za gotovinskim sredstvima, u svako doba, u svim okolnostima, uzimajući u obzir dostupnost drugih izvora likvidnosti”.

suočavaju čak i lokalna tržišta. Za potrebe tematike korisno je razlikovati dvije vrste rezervi: „transakcijsku“ rezervu koja mora biti dostatna da ispuni obveze dnevnih plaćanja riznice u većini okolnosti i „sigurnosnu“ rezervu ili rezervu kao „mjeru predostrožnosti“ koja se održava povrh transakcijske rezerve i služi kao rezerva u slučaju neuspjeha aukcije ili drugih nepovoljnih tržišnih uvjeta koji utječu na financiranje. Razmatran je i alternativni pristup kojim se razlikuju rezerva za područje upravljanja gotovinom i rezerva za područje upravljanja dugom. Međutim, riječ je o praktički istoj podjeli – čak su i analitički strukturni dijelovi isti. U svakom slučaju, bilo je bitno osigurati integraciju postupka donošenja odluka.

5. Utvrđeno je nekoliko varijabli relevantnih u pogledu transakcijske rezerve, kao što je prikazano na slajdu. G. Williams objasnio je da bi, u slučaju poznate prošle dnevne volatilnosti, u načelu bilo moguće izračunati odnos između veličine rezerve i izgleda da će gotovinska sredstva uvijek biti dostatna. Međutim, takvi se izračuni obično temelje na pretpostavci da su varijable ili pogreške u projekciji ravnomjerno raspoređene, što nije uvijek slučaj. Zato je riznica, bez obzira na to što je presušenje rezerve statistički govoreći rijetka pojava, prepoznala potrebu za usvajanje mehanizama za suočavanje s njima.



6. G. Williams naglasio je važnost projekcija. Pretpostavka je bila da bi kvalitetna projekcija omogućila planiranje strategije ujednačenja najboljih i najgorih razdoblja gotovinskog toka. Međutim, pri tome se također pretpostavilo da je moguće odgovoriti na projekcije, npr. variranjem izdavanja blagajničkih zapisa. Čak i da je bilo moguće to napraviti, volatilnost gotovinskih tokova između datuma izdavanja vjerojatnost je koju je trebalo uzeti u obzir pri izračunu. Tako se javio potencijalni problem po pitanju toga postoji li kumulativna pogreška u projekciji ako je ključna varijabla vremensko razdoblje tijekom kojeg je moguće upravljati odstupanjem. Na taj bi se način transakcijska rezerva mogla izračunati kao maksimalna kumulativna pogreška u projekciji tijekom razdoblja za reagiranje na



politiku. U zemljama koje izdaju blagajničke zapise razdoblje za reagiranje vjerojatno bi trajalo 1 – 2 tjedna. Koncept je sažeto opisan na prikazanom slajdu. G. Williams ga je nadalje potkrijepio određenim primjerima zemalja.

7. Nadalje, g. Williams je naglasio da se usredotočavanjem na pogreške u projekciji razmatraju prošla razdoblja, stoga često usporedba sa scenarijima nepovoljnih okolnosti često može biti od koristi. Neki su od primjera povećane pogreške u projekcijama prihoda ili rashoda u usporedbi s prijašnjim iskustvima, jednokratni šok u pogledu rashoda ili prihoda te uskraćivanje pristupa tržištu. Turska je sjajan primjer ovog pristupa.

8. U pogledu sigurnosne rezerve postoje brojne opcije, primjerice maksimalno financiranje potrebno u slučaju poremećaja tržišta kapitala u razdoblju od 2 do 3 mjeseca tijekom kojeg je nemoguće provesti izdavanje obveznica ili se ono moglo provesti samo u ograničenoj količini. Neke od zemalja izričito su odobrile neuspjelu aukciju državnih dužničkih vrijednosnih papira (uz insistiranje da će primarni dileri koji osiguravaju aukciju pružiti mjere za smanjenje rizika). Također može biti od koristi utvrditi prošla riskantna razdoblja tijekom kojih je tržište imalo loše rezultate, što ukazuje na promjenu dinamične rezerve s vremenom ovisno o percipiranom riziku.

9. Sigurnosne mreže, odnosno gotovinska sredstva koja su kratkoročno dostupna za ublažavanje problema od iznimne su važnosti u takvoj situaciji. Pristup predujmovima središnje banke nije bio dostupan svim zemljama – međutim, u zemljama u kojima je bio dostupan mogao je pružiti nižu razinu rezerve. Među drugim sigurnosnim mrežama razmatrale su se i kreditne linije s poslovnim bankama, oročeni depoziti s mogućnošću raskida, pristup depozitima u inozemnoj valuti istog dana ili (neovisno) posuđivanje od državnih fondova bogatstva.

10. Osvrćući se na međunarodno iskustvo, g. Williams napominje da je većina država članica OECD-a već imala utvrđenu potrebnu gotovinsku rezervu. Takve su rezerve u prosjeku pokrivala otprilike jednomjesečni iznos državnih rashoda, uz vrlo značajne varijacije (a budući da je riječ o podacima iz 2016., moguće je da su rezerve uvećane nakon pandemije COVID-a). Sjevernoeuropske zemlje koje aktivno upravljaju gotovinskim sredstvima imale su vrlo male rezerve, dok je u drugim zemljama bio dostupan širok raspon rezervi, često definiran u smislu dana ili tjedana rashoda ili servisiranja duga. G. Williams naglasio je kako je bitno da takve mjere imaju analitičku podlogu. Rezerva u zemljama s tržišnim gospodarstvom u razvoju imala je tendenciju okupljanja oko 2 – 4 posto BDP-a. U anketi PEMPAL-a o JRR-u iz 2021. samo su tri zemlje (Albanija, Mađarska i Turska) spomenule formalni ciljni iznos gotovinske rezerve, iako je moguće da je većina zemalja u praksi upravljala rezervom čak i ako ona nije bila formalno definirana.

11. G. Williams zatim se osvrnuo na pojedina specifična pitanja koja su se često javljala u određenim kontekstima. Napomenuo je da, iako može doći do iznimaka u kojima su gotovinska sredstva nezamjenjiva, obično ne bi trebale postojati potkategorije unutar rezerve povezane s određenim rizicima jer bi to moglo dovesti do nepotrebno velikih rezervi. Uobičajena je pretpostavka prije bila da se rezerva mora polagati u središnjoj banci kao dio bilance JRR-a, čime se izbjegava kreditni rizik ili rizik likvidnosti. Neke zemlje polagale su depozite u poslovnim bankama – međutim, takve depozite potrebno je kolateralizirati. Rezerve gotovinskih sredstava smatrale su se srednjom mogućnosti između rezervi i dugoročnijih fondova, npr. kao zaštita od zabrinjavajućeg budućeg scenarija (primjer je bio rezervni fond Perua za moguću buduću bankovnu krizu; Kanada je također održavala opozive oročene depozite). Rezervni fond može se održavati kao tranša unutar državnog fonda bogatstva, ali je bitno naglasiti da je rezerva ključna u podržavanju kratkoročnog upravljanja gotovinskim sredstvima – fondovima bogatstva potrebno je odvojeno upravljati.

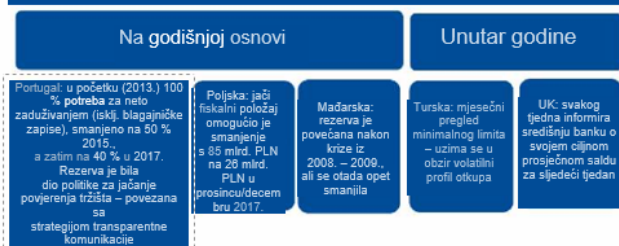
12. Temeljne čimbenike za utvrđivanje iznosa rezerve treba povremeno pregledavati. Brojne zemlje povećale su rezervu tijekom pandemije, čak i ako su je kasnije opet smanjile. G. Williams naveo je određene primjere zemalja koje su povremeno mijenjale rezervu, bilo iz godine u

godinu ili unutar godine (v. slajd). Struktura rezerve je varirala. Iako se većina zemalja odlučila za minimalni saldo, neke su definirale zonu oko preferiranog salda. U europodručju ESB je plaćao nižu kamatnu stopu na salda koja premašuju ciljni iznos. Bilo je primjera rezervi na dvije razine; npr. Mađarska je razlikovala minimalni JRR i optimalni saldo. U zemljama koje imaju integrirani Ured za upravljanje dugom (DMO), on bi obično predvodio predlaganje razine rezerve, dok je u zemljama u kojima su funkcije upravljanja dugom i gotovinskim sredstvima odvojene bilo važno osigurati integrirani pristup. U oba slučaja bilo je bitno obavijestiti središnju banku. G. Williams je naglasio da informiranje tržišta i šire javnosti također ima pozitivne prednosti, iako to nisu učinile sve zemlje. Javna objava šalje pozitivnu poruku sudionicima na tržištu, čime se jača vjerodostojnost vlade. U nesigurnijem okruženju neki su otkrili informacije o politici (obrazloženje i odrednice) bez pružanja kvantitativnih informacija o ciljnom iznosu rezerve.



### Izmjena rezerve tijekom vremena

- Više zemalja izmijenilo je rezervu – uzimajući u obzir tržišne uvjete (promjenu kamatnih stopa i stresne uvjete), mogućnost aktivnijeg upravljanja gotovinskim saldima, te očekivane fiskalne pritiske/potrebe zaduživanja
- Brojne zemlje povećale su rezervu tijekom pandemije, čak i ako su je kasnije opet smanjile



13. U zaključku je g. Williams naglasio ulogu rezerve kao jednog elementa „Plana kontinuiteta financiranja“. Trebalo je uzeti u obzir niz varijabli, uz izbjegavanje formulacijskih pristupa.

## **Diskusija**

14. **G. Ilyas Tufan, donedavni voditelj Tematske skupine za upravljanje gotovinom**, istaknuo je važnost opetovanog sustavnog razmatranja razine rezerve, i to barem jednom godišnje, u odnosu na promjene u temeljnim parametrima. Takvi parametri uključuju mogućnosti predviđanja projekcijama i razinu pogrešaka u projekcijama, učestalost upotrebe kratkoročnih instrumenata i drugih strategija upravljanja gotovinskim sredstvima, alternativne izvore financiranja, očekivanu razinu servisiranja duga i stupanj razvijenosti financijskog tržišta. Napomenuo je da su se razine servisiranja duga znatno povećale nakon pandemije COVID-a, što ukazuje na potrebu za promjenama u razinama rezerve u usporedbi s razdobljem prije pandemije COVID-a.

15. **Gđa Mimoza Pilkati, voditeljica Odjela za poslovanje riznice u Albaniji**, istaknula je važnost rezerve u smanjenju rizika likvidnosti. U Albaniji je rezerva, koja obuhvaća transakcijska i sigurnosna pitanja, spomenuta u zakonodavstvu koje se odnosi na izvršenje proračuna. Takva je rezerva revidirana uz potporu MMF-a, Odboru za upravljanje gotovinom i dugom su dane preporuke, a time i ministru. G. Williams se složio da je važno institucionalizirati aranžmane revizije rezerve.

16. **G. Bariş Can iz Ministarstva riznice i financija u Turskoj** naglasio je važnost rezerve. U Turskoj se razina revidirala svake godine, a razmotrio ju je i odobrio Odbor za upravljanje dugom i rizicima. Pitanja upravljanja i gotovinskim sredstvima i dugom bila su od važnosti. Čak 18 scenarija uzeto je u obzir pri ocjenjivanju razine rezerve, s prosječnim rezultatima. Također su postojale zasebne rezerve u pogledu inozemnih valuta i zlata. G. Can postavio je pitanje o vrlo visokoj razini gotovinskog salda u Brazilu (19 posto BDP-a na jednom od slajdova g. Williamsa).

17. G. Williams objasnio je da je u Brazilu gotovo svaki izvor prihoda povezan s određenim tokom rashoda. Čak i ako su sredstva dostupna sektoru nedostatna za izvršenje proračuna, gotovinski saldo je i dalje potrebno održavati.<sup>3</sup> Upravitelji gotovinskim sredstvima bili su itekako svjesni neučinkovitosti ovog (zakonodavnog)

---

<sup>3</sup> Gotovinski saldo mora biti uspostavljen do kraja financijske godine; tijekom godine bilo je određenog prostora za učinkovitiju upotrebu gotovinskih sredstava. Visoka razina salda nije bila pretjerano skupa za ministarstvo budući da se kompenzirala kamatnom stopom koju je središnja banka zaradila na državni dug u svom posjedu – što je približno iznos prosječne stope koju ministarstvo plaća na izdani dug.

propisa. Iako nije postojala formalna gotovinska rezerva, upravitelji gotovinskim sredstvima objavili su pokazatelj likvidnosti koji je zapravo odražavao saldo na podračunu duga uvećan za sva sredstva koja su se također mogla upotrebljavati za otplatu duga (poglavito prijenos dividende iz središnje banke).

18. **Gđa Aliya Baigenzhina iz Kazahstana** upitala je mogu li se jednomjesečni rashodi smatrati optimalnim iznosom rezerve. Vlada Kazahstana imala je pristup nacionalnom fondu u slučaju nedostatka likvidnosti. Gđa Aliya također je pitala kako su se u praksi nadopunjavale gotovinske rezerve budući da je nakon pandemije COVID-a višak sredstava koji se ranije upotrebljavao za takve rezerve opao. G. Williams naglasio je važnost analize u podupiranju odluke o iznosu rezerve. Postojali su slučajevi u kojima je pristup predjumovima središnje banke opravdavao nižu rezervu od uobičajene, ali bi se pritom iznos jednomjesečnog rashoda pokazao premalim – to nadalje ovisi o budućoj analizi. Najčešća mjera izgradnje rezerve bila je prekomjerno zaduživanje (tj. premašivanje planiranog potrebnog bruto financiranja) tijekom godine. Još jedna mogućnost bila je sekvestracija prekomjerno ostvarenih prihoda ili nedovoljno ostvarenih rashoda, ali to je teže planirati.

19. Pri odgovoru na pitanje **gđe Anxhele Kasapi iz Odjela za poslovanje riznice iz Albanije** o tome je li kumulativne pogreške u projekcijama trebalo izračunati samo za razdoblja stresa ili za cijelo razmatrano razdoblje, g. Williams je objasnio važnost uzimanja u obzir kumulativnih pogrešaka u projekcijama tijekom cijelog razmatranog razdoblja. Dnevne varijacije mogle su se očekivati, ali problem bi nastao kada bi se dnevna pogreška akumulirala, što može biti značajno i izvan razdoblja posebnog stresa.

20. **Gđa Jandranka Grokša Kardum iz Hrvatske** raspitala se o zakonodavnom mehanizmu koji se obično upotrebljava u proglašavanju rezerve. G. Williams primijetio je da on varira – u primarnom zakonodavstvu to može biti zakon kojim se uređuje upravljanje proračunom ili dugom, a u mnogim zemljama je rezerva navedena u sekundarnom umjesto u primarnom zakonodavstvu. Ponekad može biti od pomoći da zakonodavstvo propisuje samo postojanje rezerve, što vlastima daje veću fleksibilnost. **G. András Réz, zamjenik izvršnog direktora Ureda za upravljanje dugom (ÁKK) iz Mađarske**, primijetio je da ministar financija ima ovlast izdati vrijednosne papire za izgradnju JRR-a i odobriti plan financiranja kojim se predviđa gotovinska rezerva. Kao dio svog godišnjeg plana financiranja ÁKK je ministru financija, koji je imao ovlasti za utvrđivanje gotovinske rezerve, podnio prijedlog o njezinom iznosu. Gotovinsku rezervu bilo je moguće revidirati svake godine, što je omogućavalo promjenu metodologije. Pri odgovoru na isto pitanje **g. Bariş Can** pojasnio je da se u Turskoj Zakonom o upravljanju javnim dugom Odboru za

upravljanje dugom i rizicima dalo ovlaštenje da svake godine utvrdi gotovinsku rezervu.

21. **G. Talant Keldibekov, zamjenik glavnog rizničara iz Kirgiske Republike,** objasnio je da se u njegovoj zemlji upravljanje likvidnošću odnosilo na upravljanje saldima na JRR-u, kako je propisano podzakonskim aktom koji je odobrila vlada. U slučaju da je ukupni saldo na JRR-u veći od mjesečnih potreba proračuna na svim razinama (lokalni proračuni, državni proračun, proračun socijalnog fonda), bilo je moguće dopustiti deficit pojedinih proračuna, koji bi se potom uravnotežio teoretskim transakcijama između različitih proračuna. Međutim, u slučaju da je saldo na JRR-u manji od mjesečnih rashoda, zabranile bi se transakcije između različitih proračuna. Usto postoji i dodatan propis kojim se predviđa odgađanje ostalih rashoda u slučajevima nedostatka sredstava za pokriće zaštićenih stavki (npr. plaća) dok se takvi zaštićeni rashodi ne pokriju. Ministarstvo se nije zaduživalo kod državnih fondova ni kod narodne banke, što znači da je financiranje potjecalo iz državnih vrijednosnih papira. **Elena Nikulina** komentirala je da je ovaj pristup dobro poznat; međutim, zemlja bi mogla razmotriti mehanizam o kojem se raspravljalo tijekom videokonferencije kako bi izbjegla odgodu rashoda kada nema dovoljno sredstava u JRR-u.

### **Zaključak**

22. Gđa Nikulina naglasila je važnost rezerve u zaštiti izvršenja proračuna. Kao što je već navedeno, u praksi je ona uglavnom izgrađena dodatnim financiranjem. Zamolila je sudionike da podjele ideje o tome kako bi grupa za skupina za upravljanje gotovinskim sredstvima mogla najbolje nastaviti s radom na rezervama.

23. G. Williams se pitao bi li moglo biti korisno prikupiti neka praktična iskustva iz država članica, što bi zauzvrat moglo potaknuti razmatranje analitičkih mjera i aranžmana upravljanja. Nadalje, g. Williams zahvalio je svim sudionicima na njihovom doprinosu i na protoku ideja koje bi rado ugradio u buduća razmatranja ove teme.

24. Gđa Nikulina također je zahvalila svim sudionicima te prevoditeljima. Naznačila je da će Resursni tim i Izvršni odbor TCOP-a nastaviti razmatrati najbolje pristupe nastavku ovog rada, a usto žele i razmotriti mogućnosti dodatnih sastanaka na daljinu prije sljedećeg sastanka svih sudionika tematske skupine koji će se vjerojatno održati nadolazeće jeseni.