

ZAJEDNICA PRAKSE ZA RIZNICU/TREZOR (TCOP) PEMPAL-a Tematska skupina za upravljanje novčanim sredstvima i izradu novčanih projekcija

Prema aktivnijem upravljanju gotovinskim sredstvima

Videokonferencija, 28. siječnja/januara 2025.

Uvod

1. Dana 28. siječnja/januara 2025. Zajednica prakse za riznicu PEMPAL-a održala je videokonferenciju pod nazivom *Prema aktivnijem upravljanju gotovinskim sredstvima*. Cilj je bio detaljnije se posvetiti razvoju aktivnijeg upravljanja gotovinskim sredstvima, uz diskusiju o tome kako se upotrebljavaju projekcije, o instrumentima za upravljanje gotovinskim sredstvima i praksama zemalja u njihovoj primjeni. Na sastanku su sudjelovali članovi TCOP-a iz 14 zemalja PEMPAL-a (Albanija, Azerbajdžan, Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Gruzija, Mađarska, Kazahstan, Kosovo, Kirgistan, Sjeverna Makedonija, Rumunjska, Tadžikistan, Turska i Uzbekistan) i predstavnik Ministarstva financija Indonezije. Sastanak je organizirao resursni tim Svjetske banke, koji uključuje gđu Elenu Nikulinu (voditeljicu resursnog tima TCOP-a), gđu Galinu Kuznetsovu i gđu Elenu Dobrolyubovu (članice resursnog tima TCOP-a) te gđu Tetianu Shalkivsku (iz Tajništva TCOP-a).

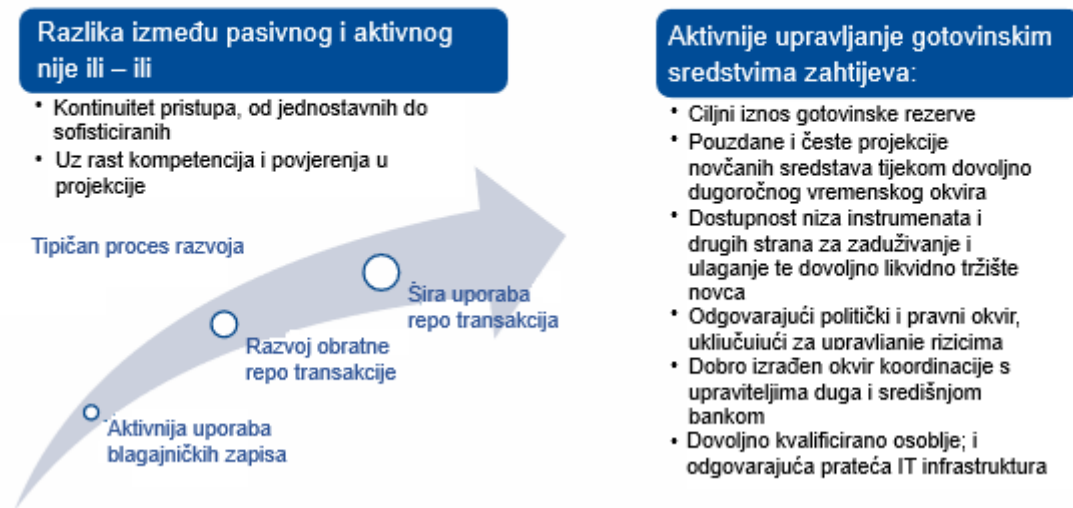
2. **Gđa Elena Nikulina** poželjela je dobrodošlicu sudionicima te predstavila ciljeve i dnevni red sastanka. Istaknula je da je tijekom nedavnog tematskog sastanka u Tirani nekoliko članova TCOP-a pokazalo snažan interes za način provedbe aktivnog upravljanja gotovinskim sredstvima. Stoga je organizirana videokonferencija kako bi se ponovno posvetili tim pitanjima te o njima detaljnije diskutirali.

Prema aktivnijem upravljanju gotovinskim sredstvima: Projekcije, instrumenti i prakse zemalja

3. Glavno izlaganje održao je **g. Mike Williams**, tematski savjetnik TCOP-a. Prezentacija je dala uvide u ciljeve aktivnog upravljanja gotovinskim sredstvima, istaknula ključnu ulogu projekcija gotovinskih sredstava i pojasnila preduvjete za aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima, uključujući instrumente, politički i pravni okvir, potrebu za koordinacijom s upravljanjem javnim dugom i monetarnom politikom te izgradnju kapaciteta.

4. Aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima odnosi se na ujednačenje novčanih tokova instrumentima kratkoročnog zaduživanja i pozajmljivanja usmjereno na (raspon za) saldo JRR-a tako da ublaži utjecaj državnih neto novčanih tokova na bankarski sektor. Pruža važne koristi i za riznicu na temelju smanjenja troška održavanja pretjerano velikih gotovinskih rezervi i zaštite tokova rashoda od volatilnosti gotovinskih sredstava i drugih politika, uključujući monetarnu politiku (smanjenjem volatilnosti tokova bankarskog sektora), šire upravljanje tržištem novca i upravljanje dugom (zaštitom programa izdavanja obveznica). Za provođenje praksi aktivnog upravljanja gotovinskim sredstvima postoji nekoliko važnih preduvjeta te im je najbolje pristupiti kao postupnom postupku usvajanja novih instrumenata i stjecanja kapaciteta (sl. 1). Dostupnost pouzdanih i čestih **projekcija gotovinskih sredstava** tijekom dovoljno dugoročnog vremenskog okvira jedan je od temeljnih preduvjeta za aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima.

Prelazak s pasivnog na aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima



Slika 1.: Prelazak s pasivnog na aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima: Proces i preduvjeti

5. Instrumenti za aktivno upravljanje **gotovinskim sredstvima za kratkoročno zaduživanje** uključuju blagajničke zapise, s naglaskom na kratkoročne (npr. 1-mjesečne) blagajničke zapise i blagajničke zapise s nepravilnim rokovima dospjeća te repo transakcije. Instrumenti koji se upotrebljavaju za **kratkoročna ulaganja** privremenih viškova uključuju obratne repo transakcije i depozite u poslovnim bankama (koji se moraju pokriti kolateralom da bi se smanjio kreditni rizik). Depoziti u središnjoj banci također su relevantni, no samo kad na tržištu postoji strukturni višak likvidnosti. Fokus mora biti na kratkoročnim gotovinskim deficitima i viškovima, kako je definirano projekcijom; dugoročni strukturni deficiti i viškovi traže druge instrumente (npr. dugoročno zaduživanje ili ulaganje strukturnog viška u fond stabilizacije, fond bogatstva i druge fondove). Obično se ne preporučuju velika salda u inozemnim valutama, i zbog troška i rizika, no tamo gdje se održavaju neka salda mogla bi se povući (izravno ili swap operacijama) u okviru sigurnosne mreže upravljanja gotovinskim sredstvima. Anketa o upravljanju gotovinskim sredstvima za 2021. pokazala je da iako neke zemlje članice PEMPAL-a upotrebljavaju instrumente za aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima, njihova je primjena ograničena. Stoga je većina zemalja imala mogućnost izdavanja kratkoročnih blagajničkih zapisa, osam je zemalja moglo ulagati privremene viškove u poslovne banke, no samo su tri zemlje mogle upotrijebiti repo transakcije za pozajmljivanje i zaduživanje.

6. Aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima zahtijeva adekvatan okvir politike (tablica 1.) i pravni okvir. Okvir politike treba postaviti ciljeve upravljanja gotovinskim sredstvima, odrediti prihvatljive instrumente i rizike te uspostaviti kriterije za učinak. Pravni okvir treba postaviti ciljeve visoke razine i pružiti ministarstvu financija adekvatne ovlasti za zaduživanje kako bi podržali učinkovito upravljanje državnim gotovinskim tokovima i investirali viškove salda u financijska tržišta (ili kao oročene depozite u središnjoj banci). Međutim, zakonodavstvo bi također trebalo omogućiti fleksibilnost u uporabi raznih

instrumenata i ne bi smjelo ograničavati rokove dospjeća, sposobnost zaduživanja tijekom kraja godine ili sposobnost središnje banke za remuneraciju depozita.

Tablica 1.: Okvir politike za aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima

Sastavnica	Obuhvaćena pitanja
Ciljevi	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • Uključujući rokove dospjeća (usklađene s profilom novčanog toka; krediti/depoziti isplaćeni na datum novčanih odljeva)
Specifikacija rizika; politika u pogledu tržišta, kredita, likvidnosti, pravnih i operativnih rizika	<ul style="list-style-type: none"> • 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	<ul style="list-style-type: none"> • Usmjereno je na saldo JRR-a (raspon)

7. Aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima usko je povezano s upravljanjem dugom i monetarnom politikom koja zahtijeva kontinuiranu koordinaciju u svim funkcijama. U nekim zemljama takva se koordinacija osigurava integriranjem funkcija javnog duga i upravljanja gotovinskim sredstvima u jedan odjel. Odbori za koordinaciju gotovine (likvidnost), u suradnji s odjelom za upravljanje gotovinskim sredstvima, odborom za upravljanje dugom, središnjom bankom i drugim relevantnim odjelima predstavljaju drugi oblik takve koordinacije. Bez obzira na institucionalnu strukturu, isti prednji ured trebao bi izvršavati i transakcije zaduživanja i pozajmljivanja. Memorandumima o razumijevanju i ugovori o razini usluga također su korisni alati za stvaranje čvrstog temelja za koordiniranje upravljanja gotovinskim sredstvima i operacija monetarne politike. Naposljetku, aktivnije upravljanje gotovinskim sredstvima zahtijeva izradu unutarnjih postupaka za izgradnju institucionalnih kapaciteta (sl. 2).

Koraci u uspostavljanju kapaciteta



37

Slika 2.: Operativni koraci u uvođenju aktivnog upravljanja gotovinskim sredstvima

8. **Gđa Nikulina** zahvalila je g. Williamsu na sveobuhvatnoj prezentaciji i napomenula da je od tematske ankete na temu upravljanja gotovinskim sredstvima iz 2021. još nekoliko zemalja, poput Uzbekistana, usvojilo takve instrumente. Pozvala je predstavnike dviju zemalja članica PEMPAL-a, Rumunjske i Gruzije, da podijele svoje iskustvo u aktivnom upravljanju gotovinskim sredstvima.

Aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima u Rumunjskoj i Gruziji

9. **G. Romeo Dumitru**, Glavna uprava za riznicu, Ministarstvo financija Rumunjske, podijelio je iskustvo Rumunjske u uporabi instrumenata za aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima. Ukupno gledajući, zakonodavstvo u Rumunjskoj pruža mogućnost uporabe privremenog ulaganja i privremenih instrumenata zaduživanja. Međutim, trenutni gotovinski deficit značio je da se trenutno u praksi upotrebljavaju samo instrumenti zaduživanja. Postoje tri instrumenta koja se mogu upotrijebiti za privremeno zaduživanje:

- Državne obveznice (**blagajnički zapisi**) za razdoblje od *1 mjeseca, 3 mjeseca, 6 mjeseci* (iako su banke znale biti nezainteresirane za takve kratkoročne vrijednosne papire; u 2024. riznica je imala 8 operacija s rokom dospjeća od 7 mjeseci, 6 % od ukupnih izdavanja CTN-a i DBN-a, pri čemu ukupan iznos predstavlja 9 % ukupnih izdavanja);
- **Prodaja inozemne valute** iz rezerve (izravnim transakcijama sa središnjom bankom, potencijalno također swapovima, iako oni dosad nisu upotrijebljeni); i
- **Zajmovi od poslovnih banaka (depoziti dobiveni od banaka)**, koji predstavljaju najčešće korišten instrument, s prekonoćnim rokovima dospjeća te rokovima dospjeća od 1 tjedna, 2 – 3 tjedna i 1 mjeseca (zajmovi se privlače iz velikih banaka ili u nekim slučajevima i banaka srednje veličine – potonji se privlače aukcijama).

10. U nekim se slučajevima upotrebljava kombinacija instrumenata (primjerice zajmovi iz poslovnih banaka i devizno poslovanje) na isti dan kako bi se osigurao adekvatan saldo u JRR-u.

11. **G. Erekle Gvaladze**, Riznica Gruzije, podijelio je iskustvo Gruzije u privremenom ulaganju suficita gotovine. Gruzija se od 2017. služi aukcijama za polaganje privremeno dostupnih sredstava u poslovne banke. Rokovi dospijeća za depozite kreću se od 1 do 6 mjeseci i za 99 % svih aukcija potreban je kolateral kako bi se smanjili rizici (aukcije bez kolaterala usmjerene su na manje banke). Postupak uključuje tri koraka, uključujući pripremnu fazu kada se definiraju količina, datum, rok dospijeća i vrsta aukcije te najavu aukcije; samu aukciju; i vrijeme nakon aukcije kad se dobiva kolateral i obavlja plaćanje. Referentna stopa središnje banke upotrebljava se kao minimalna stopa za aukcije.

12. G. Gvaladze istaknuo je pozitivne ishode prakse akcije, uključujući dodatne prihode za proračun, učinkovito upravljanje javnim sredstvima, dodatne izvore likvidnosti za bankarski sektor i institucionalni razvoj riznice.

Diskusija

13. **Gđa Nikulina** zahvalila je g. Dumitruu i g. Gvaladzeu na njihovim pronicljivim prezentacijama i pozvala sve sudionike da se pridruže diskusiji.

14. **G. Williams** komentirao je pitanje iz Ministarstva financija Indonezije koje se odnosilo na potrebu za razlikovanjem zapisa o upravljanju gotovinskim sredstvima. Napomenuo je da neke zemlje razlikuju blagajničke zapise koji se upotrebljavaju za upravljanje gotovinskim sredstvima, no potreba za tim ovisila je o komunikaciji s tržištem. Ciljevi kratkoročnog zaduživanja trebaju biti pojašnjeni kako se na tržištu ne bi zaključilo da je vladino zaduživanje odraz strukturnog fiskalnog nedostatka.

15. **Gđa Mimoza Pilkati**, voditeljica odjela za poslovanje riznice, Albanija, zahvalila je resursnom timu na prilici za učenje o iskustvima Rumunjske i Gruzije te je napomenula da je središnja banka u Albaniji fiskalni agent vlade. Važno je napomenuti da je prije nekoliko godina funkcije riznice i upravljanja dugom obavljala ista uprava u okviru Ministarstva financija. Trenutačno postoje dvije glavne uprave za te funkcije, no odbor za koordinaciju sastaje se svaki mjesec kako bi osigurao ispravnu koordinaciju upravljanja gotovinskim sredstvima i upravljanja dugom. **Gđa Nikulina** zahvalila je gđi Pilkati i napomenula da su predstavnici obaju uprava sudjelovali na nedavnom tematskom sastanku u Tirani gdje se detaljno diskutiralo o pristupima koordiniranju duga i upravljanju gotovinskim sredstvima¹.

16. **G. Gvaladze** upitao je g. Williamsa mogu li se funkcije upravljanja dugom i upravljanja gotovinskim sredstvima podijeliti na grubu prilagodbu (koju obavljaju upravitelji dugom za dugoročnije razdoblje, primjerice izdavanjem trezorskih obveznica) i finu prilagodbu (koju provode upravitelji dugom za kratkoročno razdoblje). **G. Williams** naglasio je da, kako bi se smanjio rizik od zbunjujućih signala koje šalje Ministarstvo financija, isti prednji ured mora izvršavati transakcije trezorskih obveznica, blagajničkih zapisa i ulaganja suficita. Postojale su neke razlike u politikama; primjerice, u nekim su zemljama upravitelji dugom oklijevali izdati kratkoročne vrijednosne papire zbog utjecaja prosječnog

¹ Za više informacija pogledajte Izvešće o događaju za tematski sastanak u Tirani:

<https://www.pempal.org/hr/events/tematski-doga%C4%91aj-zajednice-prakse-trezora-pempal>

roka portfelja na rok dospijeća i refinanciranje rizika (iako je u praksi uporaba blagajničkih zapisa u svrhe upravljanja gotovinskim sredstvima obično imala ograničeni učinak na takve pokazatelje).

17. **G. Gvaladze** također je pitao g. Dumitrua je li Riznica Rumunjske imala preferirane banke za zaduživanje. **G. Dumitru** napomenuo je da je preferirana mogućnost bila suradnja s velikim poslovnim bankama. Također je komentirao da se financijski odbor sastaje svaki mjesec za koordiniranje politike upravljanja dugom i gotovinskim sredstvima te diskutira o izdavanju blagajničkih zapisa i trezorskih obveznica kao i o metodama za pokrivanje nedostataka gotovinskih sredstava.

18. **Gđa Nikulina** napomenula je da se u Rumunjskoj gotovinska rezerva čuvala u stranoj valuti i pitala je g. Dumitrua koji su bili razlozi za taj pristup. **G. Dumitru** napomenuo je da sredstva pozajmljena s vanjskog tržišta u EUR ili USD nisu konvertirana i umjesto toga pružaju rezervu u okolnostima kad su tržišni uvjeti nepovoljni za vanjsko izdavanje novog duga (ili refinanciranje javnog duga). Primjerice, s obzirom na to da rumunjski proračun za 2025. još nije odobren, ministarstvo Financija ne može izdati nove vrijednosne papire u EUR, no može se koristiti deviznom rezervom. Štoviše, budući da se nije uvijek moguće dovoljno zadužiti iz poslovnih banaka, devizna salda pružaju dodatnu fleksibilnost za upravljanje gotovinskim sredstvima. **G. Williams** napomenuo je da je bilo vrlo neobično oslanjati se isključivo na deviznu rezervu umjesto na rezervu domaće valute, no priznao je da neke zemlje održavaju devizne rezerve kako bi pokrile buduća devizna plaćanja.

19. **Gđa Nikulina** zahvalila je svima na sudjelovanju na videokonferenciji i napomenula da je upravljanje gotovinskim sredstvima ostalo važna tema u programu TCOP-a. Kako bi podržali daljnji razvoj praksi upravljanja gotovinskim sredstvima u regiji PEMPAL-a, izvršni odbor TCOP-a zamolio je resursni tim da pripremi dokument o odborima za likvidnost. Obavijestila je sudionike da će se sljedeća tematska videokonferencija TCOP-a održati krajem veljače/februara. Slijedit će iskustvo Riznice Indonezije u analizi podataka i pružiti priliku za saznati rezultate nedavnih procjena spremnosti analiza podataka (engl. data analytics readiness assessment – DARA) koje je provelo Ministarstvo financija Indonezije. Sljedeći skup TCOP-a uživo održat će se 27. ožujka/marta u Beču, usporedno plenarnoj sjednici na razini cijele mreže. **G. Erekle Gvaladze** pozvao je sudionike da se pridruže proširenom studijskom posjetu Gruziji koji će se održati 28. – 30. svibnja/maja.

Zaključci

20. **Aktivnije upravljanje gotovinskim sredstvima dovodi do važnih koristi za riznice, ali i upravljanje gotovinskim sredstvima i monetarnu politiku.** Omogućuje nižu prosječnu gotovinsku rezervu i smanjuje povezane troškove, smanjuje volatilnost tokova bankarskog sektora, podržava razvoj tržišta novca i pridonosi financijskoj otpornosti. Ostvarivanje tih koristi zahtijeva ispunjavanje nekoliko važnih preduvjeta, uključujući visokokvalitetne projekcije gotovinskih sredstava, adekvatan politički i pravni okvir, upravljanje rizicima, učinkovitu koordinaciju s upravljanjem dugom i monetarnom politikom te kontinuiranu izgradnju kapaciteta.

21. **Provedba aktivnog upravljanja gotovinskim sredstvima nije jednokratni projekt, već postupni proces institucionalnog razvoja i izgradnje kapaciteta te usvajanja sofisticiranijih instrumenata.** U ranim fazama zemlje se uglavnom bave „grubom prilagodbom” gotovinskih neravnoteža s pomoću blagajničkih zapisa; kako institucije riznice i tržišta postaju zreliji, tako se uvode sofisticiraniji instrumenti poput repo i obratnih repo transakcija za „finu prilagodbu” gotovinskih nedostataka i dodatno smanjenje daljnjih troškova.

22. **Kao što su pokazale prakse koje su zajedničke riznicama Rumunjske i Gruzije, instrumenti aktivnog upravljanja gotovinskim sredstvima trebaju biti prilagođeni specifičnom kontekstu i potrebama zemlje.** Iako je jedna zemlja (Rumunjska) usredotočena na kratkoročno zaduživanje i druga zemlja (Gruzija) na kratkoročno ulaganje, oba pristupa donose prednosti i smanjuju financijske rizike (usvajanjem kombinacije instrumenata i korišćenjem kolaterala kao potrebno) i naglašavaju zabrinutost u pogledu učinkovitosti (smanjenjem zaduživanja i povećanjem stopa pozajmljivanja). Stoga optimalan skup instrumenata za upravljanje gotovinskim sredstvima ne ovisi samo o sposobnosti riznice, nego i o tržišnim uvjetima i fiskalnom kontekstu.

23. **Učinkovita koordinacija među upravljanjem gotovinskim sredstvima, upravljanjem javnim dugom i monetarnim politikama** važan je preduvjet za provedbu praksi upravljanja gotovinskim sredstvima. Odbori za likvidnost predstavljaju jedan od pristupa za osiguravanje takve koordinacije. Budući da postoji veliki interes za aktivno upravljanje gotovinskim sredstvima u zemljama članicama PEMPAL-a pripremit će se proizvod znanja o odborima za likvidnost.