



# MEĐUDJELOVANJE MONETARNE POLITIKE I UPRAVLJANJA DRŽAVNOM GOTOVINOM

Mike Williams  
mike.williams@mj-w.net

Bukurešt  
18. veljače/februar 2026.

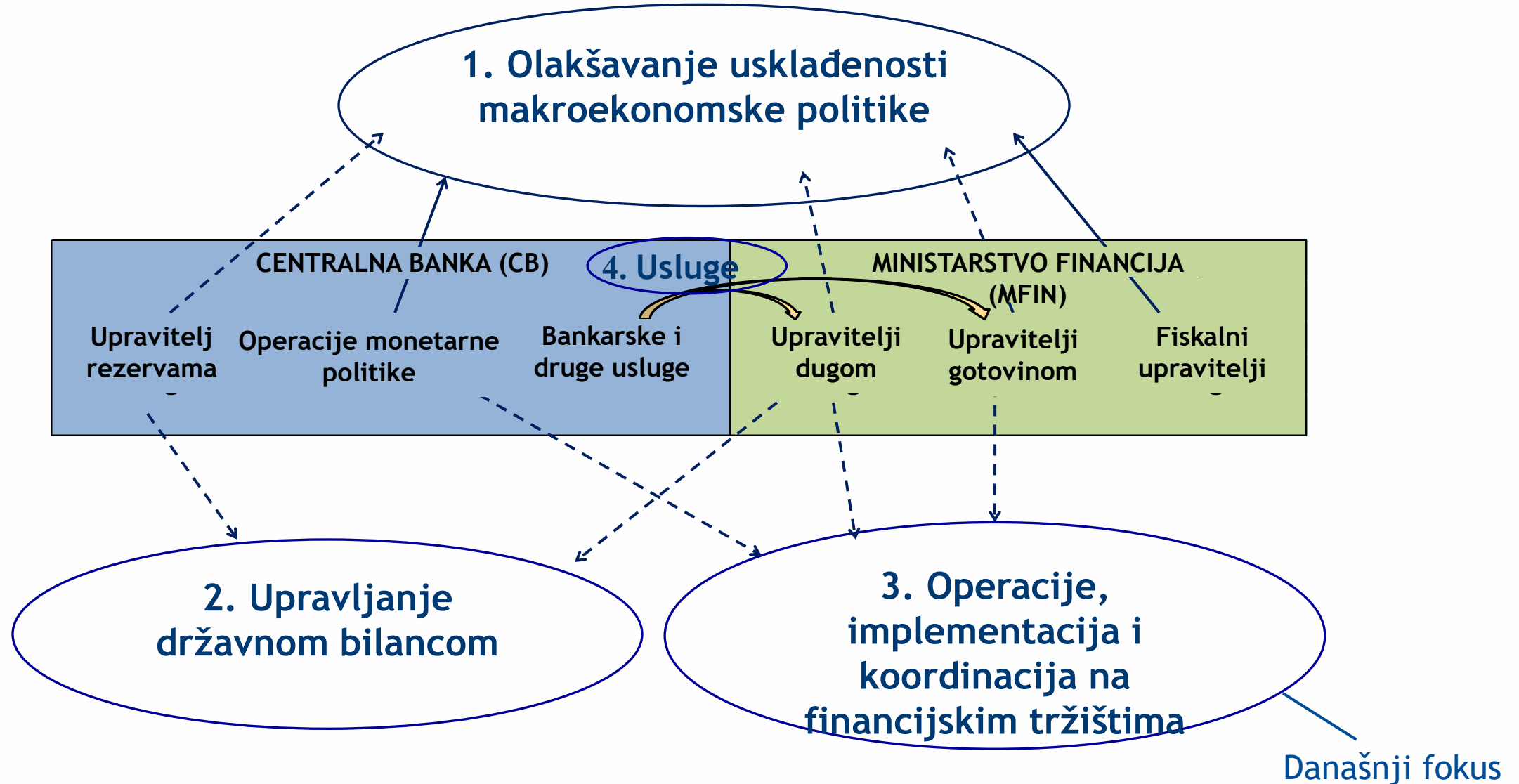
# Sadržaj

Makro kontekst

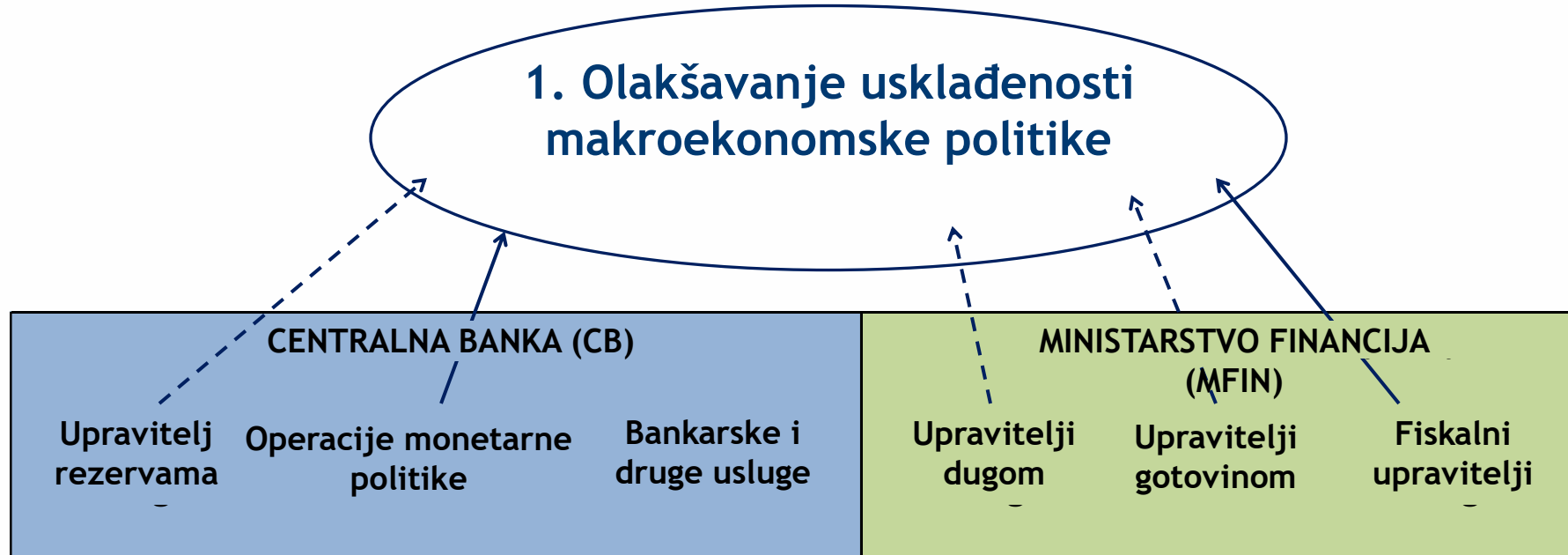
Prelazak na  
aktivno  
upravljanje  
gotovinom

Kolizije i  
koordinacija

# Pregled – Međudjelovanje politike i operacija



# Pregled – Međudjelovanje politike i operacija



# Model

- Različiti instrumenti za različite ciljeve
  - ▶ razdvajanje donosi veću transparentnost i predvidljivost, čime se povećava vjerodostojnost, učinkovitost i odgovornost u pogledu politika
  - ▶ razdvajanje u zemljama članicama OECD-a također je opravdano slabom povezanošću između odluka o upravljanju dugom i monetarnih uvjeta

## Fiskalna politika

- Upravljanje razinama deficita i duga, te struktura potrošnje i poreza

## Upravljanje dugom

- Provođenje financijskih zahtjeva, upravljanje strukturom portfelja duga

## Upravljanje gotovinom

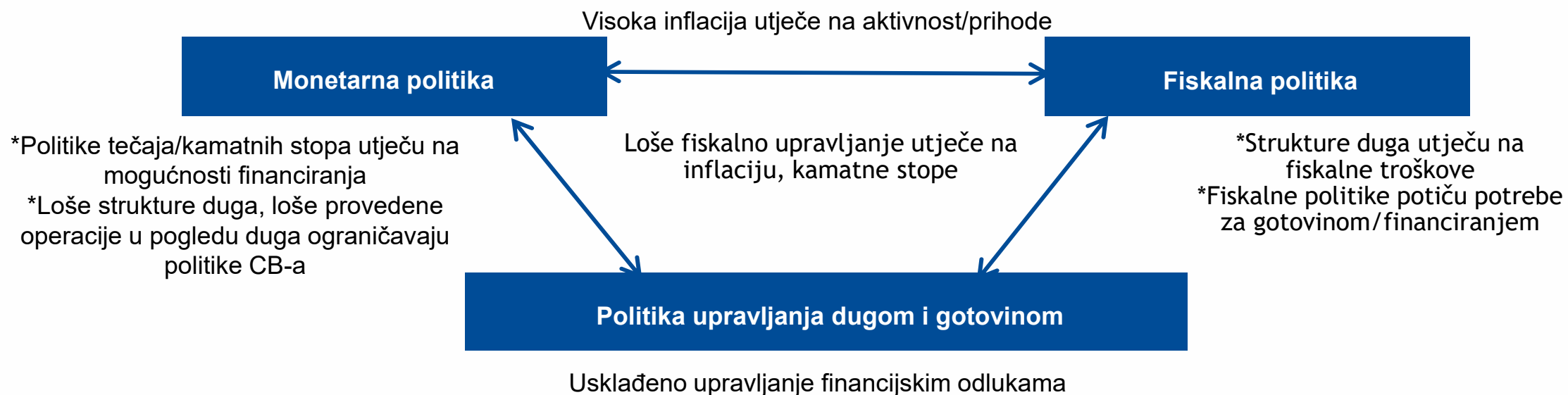
- Pružanje podrške neometanom izvršenju budžeta

## Monetarna politika

- Upravljanje sidrom monetarne politike putem kamatne stope, tečaja ili novčanih agregata

# Model je uvijek bio uvjetovan

- Konsenzus u pogledu postupanja s upravljanjem dugom, fiskalnom i monetarnom politikom kao zasebnim makroekonomskim politikama s odvojenim instrumentima: povećanje vjerodostojnosti i učinkovitosti
- ALI: Model pretpostavlja veliku likvidnost tržišta i neovisne instrumente politike
  - ▶ to nije slučaj na slabije razvijenim tržištima (a trenutačno ni na mnogim razvijenijim tržištima); operacije povezane s gotovinom i dugom mogu utjecati na operacije monetarne politike i obratno



Prilagođeno iz: Togo, Eriko „Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework”, (World Bank 2007)

# Monetarna politika je višedimenzionalna

Čak je i na razvijenim tržištima model pod pritiskom kvantitativnog popuštanja/pooštavanja

- oblik krivulje prinosa može utjecati na operacije upravljanja dugom

Monetarni uvjeti imaju tri dimenzije

1. kratkoročna referentna kamatna stopa
2. tečaj
3. dugoročna kamatna stopa na državni dug

Drugo i treće može biti važnije u kriznim vremenima i može biti pod utjecajem CB-a

Utjecaj američkih kamatnih stopa na tokove kapitala slabi neovisnost monetarne politike CB-ova, posebno u zemljama s tržištima u nastajanju

Ali razdvajanje je u praksi dobro funkcioniralo

- prednosti fokusiranja na ciljeve, transparentnost i odgovornost
- mali pritisak za mijenjanje funkcijske razdvojenosti nadležnosti

## Trokut monetarne politike



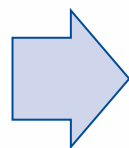
*Philip Turner „The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs” (BIS 2014)*

- **Za razdvajanje politika i dalje su potrebni mehanizmi za olakšavanje usklađenosti i koordinacije politika na visokoj razini na operativnoj razini**

# Mehanizmi olakšavanja na visokoj razini

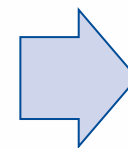
U praksi CB nema uvijek potpunu neovisnost

- Skoro potpuna neovisnost u eurozoni
- Međutim, vlada (ili parlament) može i dalje imati neke nadležnosti, za imenovanja ili postavljanje ciljeva, ili čak poništavanje politika



Različiti mehanizmi

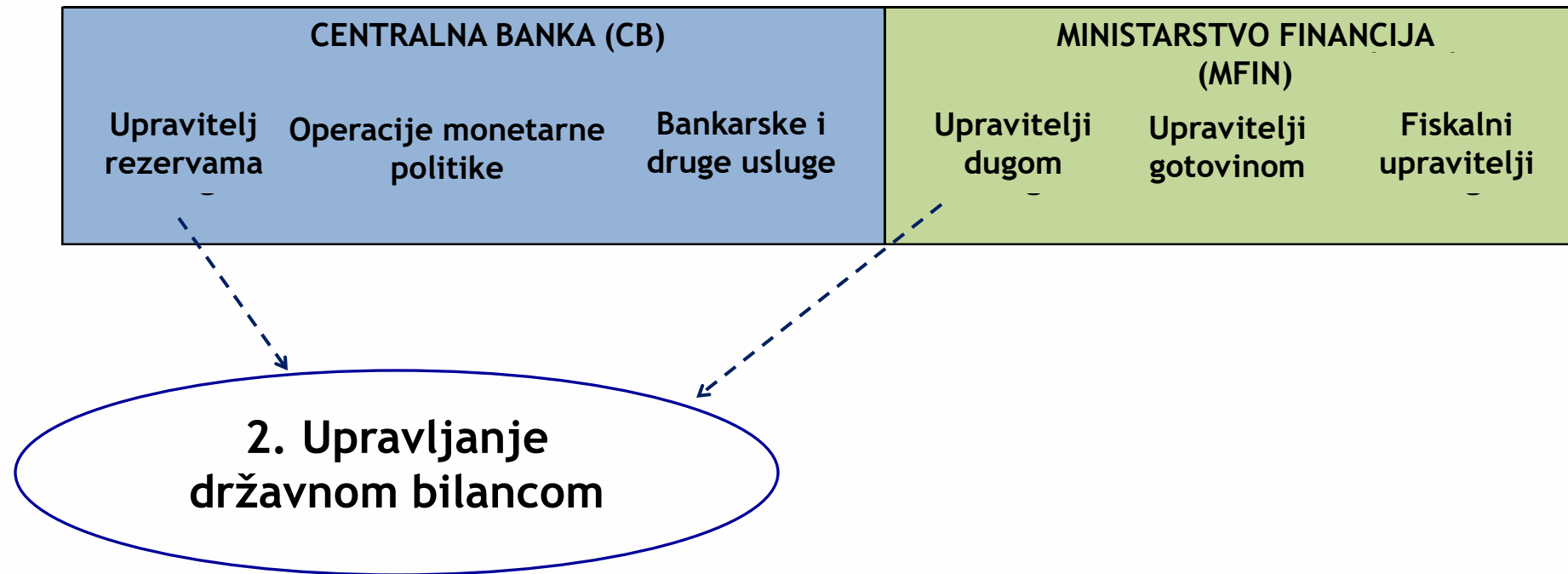
- Od razmjene informacija do koordinacije politika
- Eurozona: Pakt o stabilnosti i rastu zamijenjen je ugovorom kojim se utvrđuju stroža budžetska pravila
- Zakoni o fiskalnoj odgovornosti koji uključuju ciljne ili gornje granice deficita i razine zaduženosti
- Promatrači MFIN-a u Odboru za monetarnu politiku (npr. UK, Kina)



U zemljama srednjeg dohotka mogućnost korištenja Odbora za javni dug (engl. PDC) ili sličnog tijela radi olakšavanja koordinacije

- Okuplja predstavnike glavnih makro-političkih funkcija kako bi se osiguralo pravilno ugrađivanje odluka o upravljanju dugom u šire makroekonomske politike

# Državna bilanca



# Strategija upravljanja dugom

Razvoj strategije upravljanja dugom

- Sve zemlje sve više uzimaju u obzir strukturu imovine i obveza
- Usklađivanjem karakteristika imovine i obveza rizici se svode na najmanju moguću mjeru

Važno analitički, ali može biti problematično

- Značajna imovina (devizne rezerve) pod kontrolom CB-a, a ne MFIN-a

Tijekom izrade srednjoročne strategije upravljanja dugom treba se konzultirati s CB-om

- Utvrđivanje kolizija s monetarnom politikom, komentiranje realnog stanja financijskih tržišta
- Ali često nerado uključivanje devizne imovine u nadležnost – izazov u upravljanju

Godišnji plan zaduživanja (engl. ABP) izrađuje MFIN

- MFIN također izrađuje detaljniji kvartalni kalendar i vodi konzultacije s tržištem i odnose s primarnim trgovcima
- Godišnji plan zaduživanja u dogovoru sa CB-om (možda nerado ostavlja sve samo na tome?)

Uloga olakšavanja koordinacije može se dodijeliti Odboru za javni dug (engl. PDC)

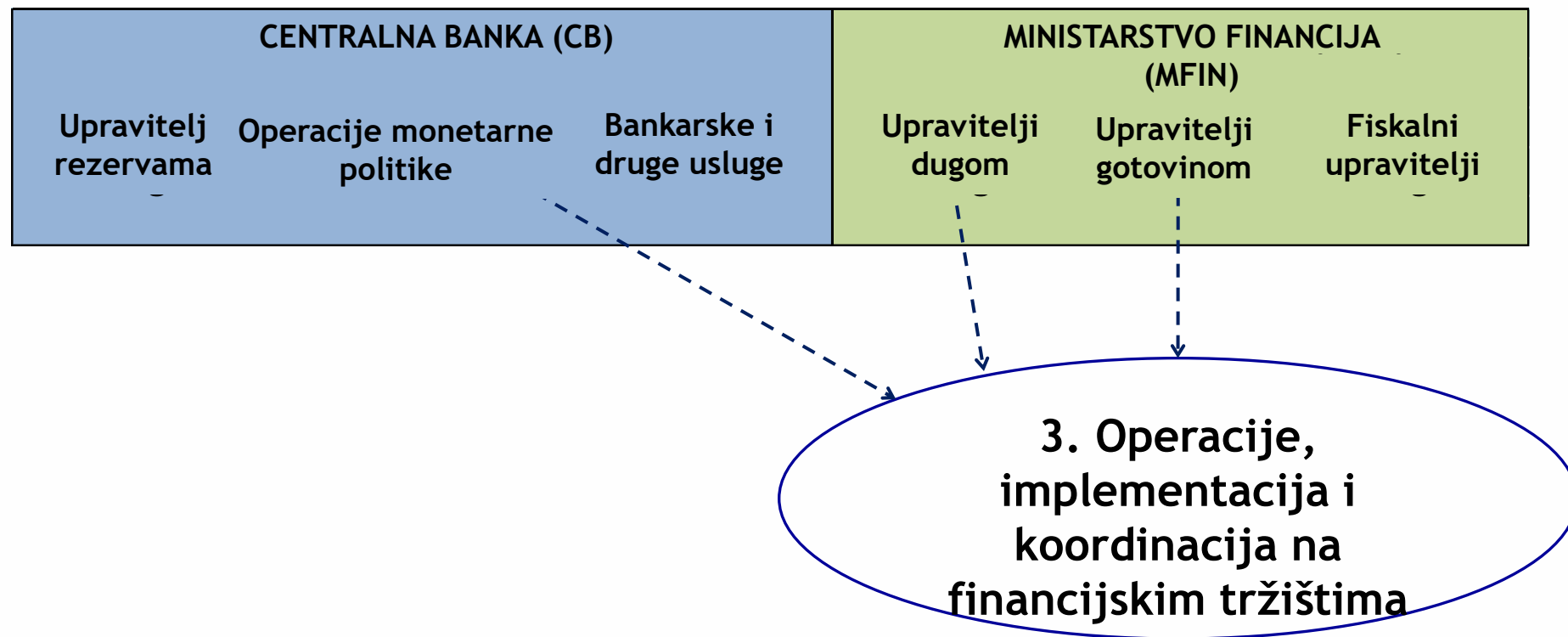
# Sadržaj

Makro kontekst

Prelazak na  
aktivno  
upravljanje  
gotovinom

Kolizije i  
koordinacija

# Međudjelovanje na operativnoj razini



# Promjena uloga CB-ova i trezora

## Tradicionalne uloge

- Trezor: Trezor je prvenstveno državni ured za platni promet; nepotpuni JRT; ograničeno upravljanje gotovinom
- CB: Upravljanje domaćim monetarnim uvjetima, uključujući utjecaj novčanih tokova države
- Direktan utjecaj na politike upravljanja gotovinom i dugom zbog uloge fiskalnog posrednika; pružanje niza usluga trezoru

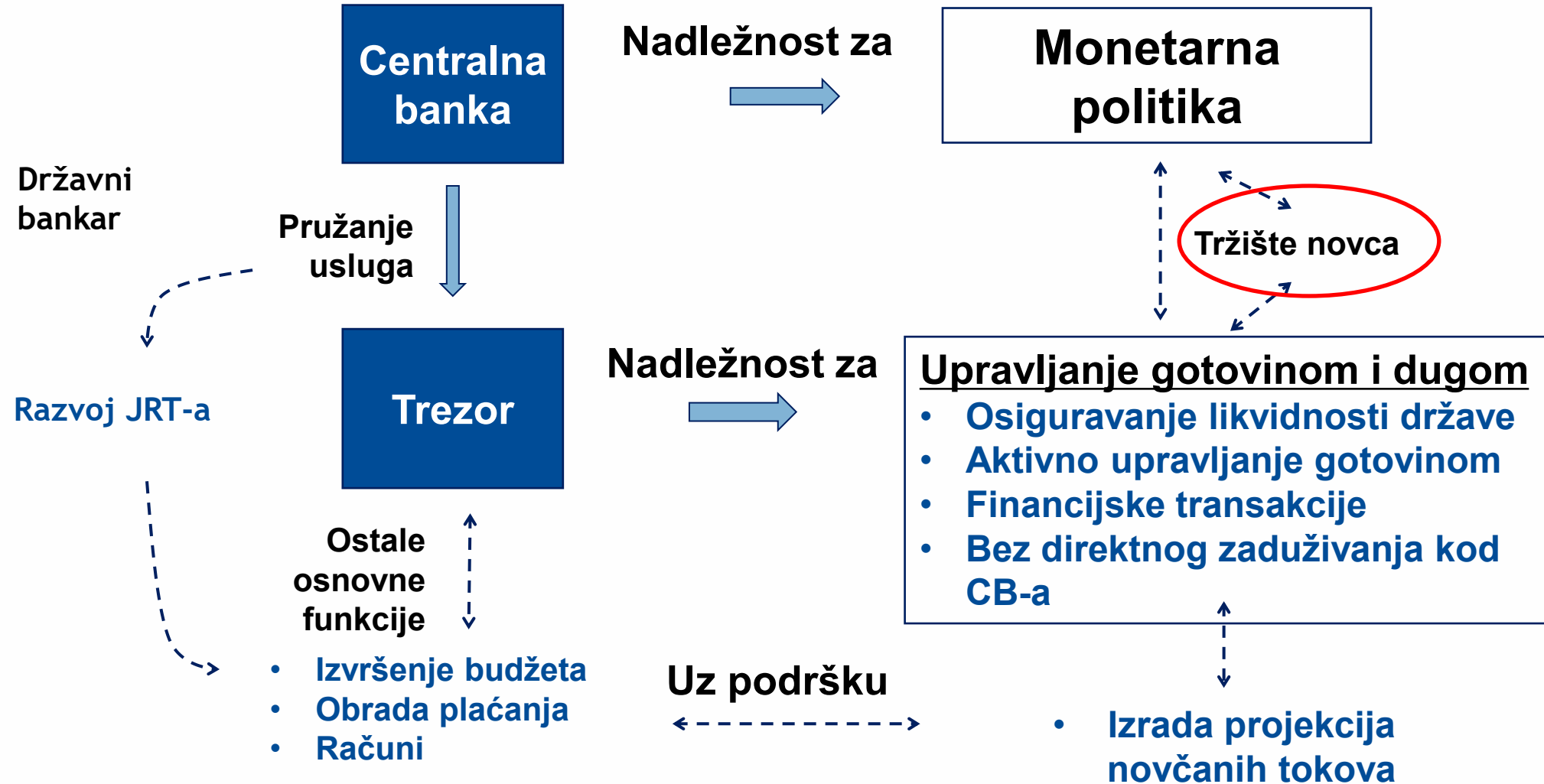
## Problemi

- Višak likvidnosti države; manjak kamata na salda => poticajna sredstva za banke
- Volatilni novčani tokovi države kompliciraju operacije monetarne politike
- Implementacija politike upravljanja dugom i gotovinom u okviru CB-a može se kositi s ciljevima monetarne politike
- Zaduživanje države kod CB-a može dovesti do rizika povećanja inflacije

## Aktivnije upravljanje gotovinom

- Fokus na gotovinskim rezervama, zaduživanje i kreditiranje trezora na tržištu novca
- Posljedice smanjene volatilnosti salda JRT-a za operacije monetarne politike
- Banka i dalje može biti fiskalni posrednik, ali važno je razjasniti uloge

# Moderni trezorski okvir



# Upravljanje gotovinom i monetarna politika

- Likvidnost domaćeg bankarskog sektora ovisi o:
  - ▶ operacije monetarne politike centralne banke – zaduživanje ili kreditiranje kreditnih institucija, obvezne rezerve, usluge depozitne banke itd.
  - ▶ „zasebni” utjecaji – (predvidljiva) potražnja javnosti za novčanicama i kovanicama, neto devizni priljev (ovisno o intervencijskoj politici) i promjene državnih depozita u centralnoj banci (tj. promjene salda JRT-a)
- Manje fluktuacije državnih novčanih tokova po JRT-u, što podrazumijeva manju fluktuaciju monetarnih uvjeta i likvidnosti bankarskog sektora (pod uvjetom da drugi faktori ostanu nepromijenjeni)
  - ▶ Monetarnim operacijama treba dati manju važnost u kontroli likvidnosti
  - ▶ Aktivno upravljanje gotovinom olakšava zadaću centralnih banaka

Imovina	Obveze
Instrument refinanciranja za banke	Depoziti na tekućem računu banaka
Marginalno kreditiranje banaka	Obvezni depoziti banaka
Neto inozemna imovina	Bankovne novčanice u optjecaju
Ostalo (neto)	Državni depoziti

Može se preraspodijeliti

Osiguravanje likvidnosti putem operacija monetarne politike

Instrument refinanciranja za banke
i marginalno kreditiranje banaka
bez obveznih depozita banaka

Jednako je „zasebnim” faktorima

Bankovne novčanice u optjecaju
i državni depoziti
bez neto inozemne imovine

I

Ostali faktori / ostatak
--------------------------

# Kako se upravljanje gotovinom razvija ...

U početku likvidnost izlazi iz bankarskog sektora ali s vremenom ...

- Trezor će smanjiti gotovinska salda
- Smanjena volatilnost gotovinskih salda koristit će centralnoj banci – protuteža je smanjena volatilnost likvidnosti bankarskog sektora
- Međudjelovanje trezorskih transakcija i operacija monetarne politike

Posljedice za financije poslovnih banaka

- Manje državnog novca bez kamata
- Ali država treba naplaćivati transakcijske usluge
- Veća transparentnost i poticaji
- [Neposredan gubitak likvidnosti može se ublažiti monetarnom politikom – vidjeti u nastavku]

Potreba za koordinacijom i suradnjom postaje očita

- Jasnoća u pogledu nadležnosti i protoka informacija
- Međudjelovanje na operativnoj razini – npr. vrijeme održavanja aukcija
- Uzajamni razvoj novčanog tržišta

[U praksi su mnoge centralne banke oklijevale podržati aktivniji pristup]

- Iz dobrih i loših razloga
- Iskrena zabrinutost u nekim zemljama u pogledu kompetentnosti MFIN-a (npr. kad je riječ o izradi projekcija novčanih tokova, sposobnosti pravilnog interveniranja, slanju pogrešnih signala na tržištu)

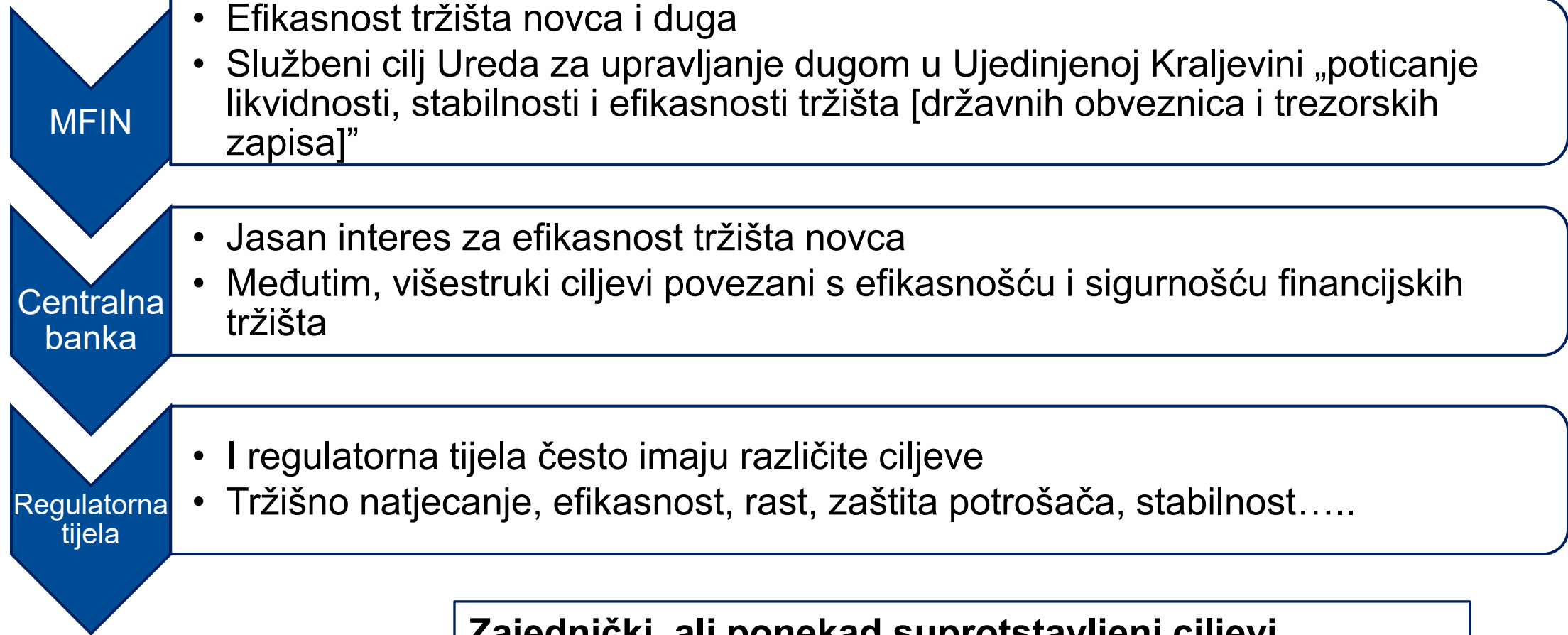
# Sadržaj

Makro kontekst

Prelazak na  
aktivno  
upravljanje  
gotovinom

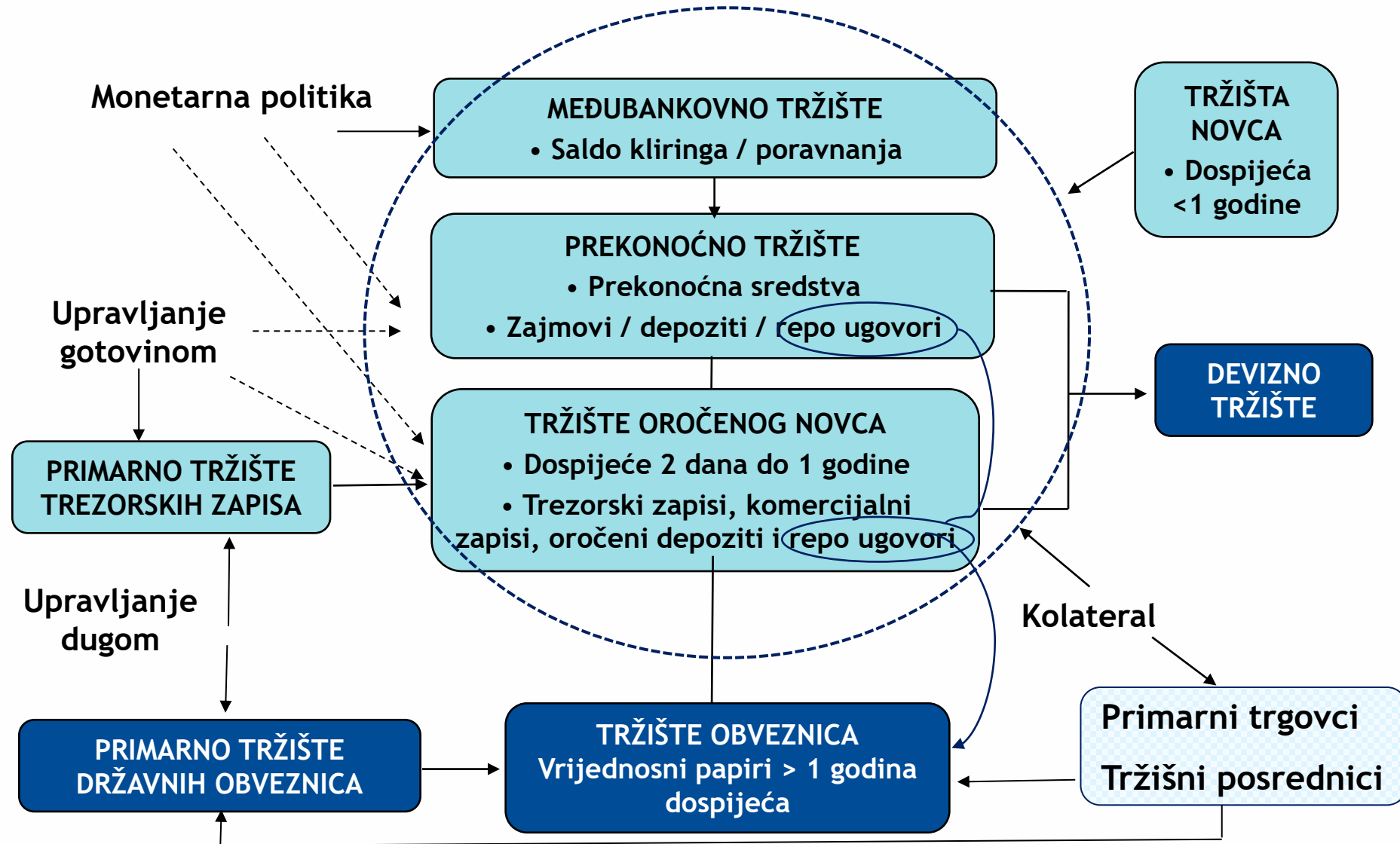
Kolizije i  
koordinacija

# Zajednički interes za razvoj tržišta novca i duga



**Zajednički, ali ponekad suprotstavljeni ciljevi**  
- Mnoge zemlje se ne uspijevaju nositi s izazovima, premda mogu osnovati upravljački odbor kojim može predsjedavati predstavnik CB-a

# Međudjelovanje tržišta novca i duga



# Neki posebni izvori tenzija

- Centralne banke ne prihvaćaju uvijek argumente za aktivno upravljanje gotovinom
- Zbog blagajničkih zapisa CB-a i trezorskih zapisa rizici od fragmentacije likvidnosti sekundarnog tržišta
- Vrijeme održavanja i iznosi državnih aukcija trebaju biti u skladu s operacijama monetarne politike banke
- Kamate po JRT-u i utjecaj na troškove CB-a
- Utjecaj na poslovne banke
- Portfelj državnih vrijednosnih papira u CB-u: njihovo obnavljanje, utrživost i smanjenje (nakon kvantitativnog popuštanja)

# Trezorski zapisi ili blagajnički zapisi CB-a?

## Gomilanje likvidnosti na domaćem tržištu

- često povezano s deviznim priljevima (i nespremnošću da se dopusti fluktuacija tečaja)
- CB izdaje vlastite blagajničke zapise <= nema drugih alata za apsorpciju likvidnosti

## Mogući razlozi za izdavanje vrijednosnih papira CB-a

- veća transparentnost – pomaže u eksplicitnom utvrđivanju troškova monetarne politike
- nedovoljna razvijenost tržišta repo ugovorima
- ako država ne izdaje vlastite instrumente (ili ako nisu dostupni u potrebnim iznosima)

## Problem se može ublažiti ako se CB i MFIN dogovore izdati vrijednosne papire različitog dospjeća

- problem će se smanjiti, ali neće nestati

## MFIN prekomjerno financira potrebe za zaduživanjem, izdavanje dodatnih trezorskih zapisa / obveznica

- deponiranje viška gotovine na račun za sterilizaciju u CB-u

## Poželjan model, ali zahtijeva

- Povjerenje između MFIN-a i CB-a (MFIN je uvijek spreman prihvatiti zahtjev CB-a za izdavanje dodatnih trezorskih zapisa)
- Može biti teško ako su zahtjevi CB-a >> zahtjeva MFIN-a; CB možda želi veću kontrolu

# Sprečavanje kolizija s monetarnom politikom

Trezor treba izbjegavati sve operacije koje mogu biti „konkurencija” CB-u

CB treba moći zatražiti od MFIN-a da prilagodi svoje operacije ako utječu na sposobnost CB-a da ispuni ciljeve monetarne politike

Zahtijeva dogovor između CB-a i trezora/ureda za upravljanje dugom

Izbjegavanje aukcija u isto doba dana kada su aukcije repo ugovora CB-a

Izbjegavanje kreditiranja tržišta s istim rokom dospijeća kao i kreditiranje CB-a u repo operacijama

Izbjegavanje transakcija neposredno prije objave monetarne politike

Ako CB pokušava povući gotovinu kada MFIN ima višak, CB treba moći zatražiti od MFIN-a da zadrži sredstva na JRT-u

Ali CB treba plaćati kamate po tržišnoj stopi

I CB i MFIN mogu pokrenuti diskusiju u bilo kojem trenutku

CB mora znati koji je ciljani saldo MFIN-a (bilo na dnevnoj bilo na dugoročnoj osnovi) i biti obaviješten u slučaju da ga MFIN ne može postići taj dan

Diskusija se ne smije proširiti na projekcije kamatnih stopa

# Plaćanje kamata po JRT-u

Potrebno je dogovoriti kamatne stope koje se plaćaju na saldo po JRT-u i sve ostale državne depozite u CB-u

Međunarodno iskustvo varira, ali najbolja je praksa plaćanje po tržišnoj stopi:

- bolja računovodstvena transparentnost, sprečavanje implicitnog unakrsnog subvencioniranja povezanog s administrativnim stopama
- ne potiče MFIN na donošenje ekonomski neprimjerenih odluka, npr. plasiranje sredstava u banke s niskim kreditnim rejtingom
- mnogo češće u naprednim ekonomijama nego u zemljama niskog dohotka – zemlje srednjeg dohotka imaju različite prakse
- analogna stopa varira – često referentna kamatna stopa, ponekad niža kamatna stopa unutar koridora ili tržišna stopa (ponekad se višak gotovine iznad rezerve naplaćuje po nižoj stopi)

Slično tome, transparentnost i odgovarajući financijski poticaji => MFIN treba plaćati naknade za transakcije

# Plaćanje kamata – neka pitanja koja se pojavljuju

## Ograničenja u plaćanju kamata

- Mogu postojati zakonodavna ograničenja
- Plaćanje administrativnih naknada zahtijeva prostor u budžetu, čak i u slučaju pada plaćanja kamata na neto dug
- Plaćanje kamata na državne depozite utjecat će na dobit CB-a
  - ako CB ostvaruje gubitke ili ako su državna gotovinska salda velika, to može financijski ugroziti CB: dugoročno rješenje može biti dokapitalizacija
- Utjecaj na bruto dug (ne neto dug)
  - premda nije problem za iskusne komentatore/analitičare
- Odabir analogne kamatne stope važan je za davanje pravih poticaja

## Poremećaji na tržištu

- Mogu se pojaviti razdoblja kada tržišne stope neće biti atraktivne
- Snažna pretpostavka za investiranje viška gotovine, što je sastavni dio aktivnog upravljanja gotovinom, osobito zbog širih prednosti
- Ako banke nude niže kamatne stope od tržišnih (ispod stope unutar koridora?), to upućuje na višak likvidnosti i prikladno je ostaviti sredstva u CB-u iz razloga monetarne politike
- Širi problemi nastaju i ako gotovina nije dobro raspoređena na međubankovnom tržištu (postojeće/nove banke na tržištu, zaštićene državne banke), dio šireg programa reformi

# Utjecaj na poslovne banke

Prijenos državnih depozita iz banaka na JRT

- CB ili drugi mogu biti zabrinuti zbog utjecaja na banke, i iz bonitetne perspektive i iz perspektive stabilnosti tržišta
- Povlačenje depozita utjecat će na bilancu i portfelj banaka te račun dobiti i gubitka
- Mogući utjecaj na kreditiranje
- [Prijenos depozita DP-ova može imati veći utjecaj, ali im se ne daje prednost]

Mjere ublažavanja

- Obavješćavanje banaka o prijenosu, koji se odvija postupno
- CB privremeno mijenja regulatorne gornje granice ili reciklira likvidnost po kamatnoj stopi bez penala
- U dogledno vrijeme višak gotovine ionako će se vratiti u privatni sektor
- Aktivno upravljanje gotovinom (investiranje viška gotovine) pomoći će bankama da u budućnosti upravljaju svojom bilansom
- Nekoliko primjera u kojima su se ta pitanja ostvarila u praksi (npr. Nigerija)

Važni su ravnopravni uvjeti među bankama

- Trezor mora potaknuti tržišno natjecanje
- Dopustiti nizu banaka da se natječu na aukcijama obveznica/blagajničkih zapisa ili za depozite (u skladu s politikama kreditnog rizika)

# Koordinacijske strukture i memorandum o razumijevanju (MoR)

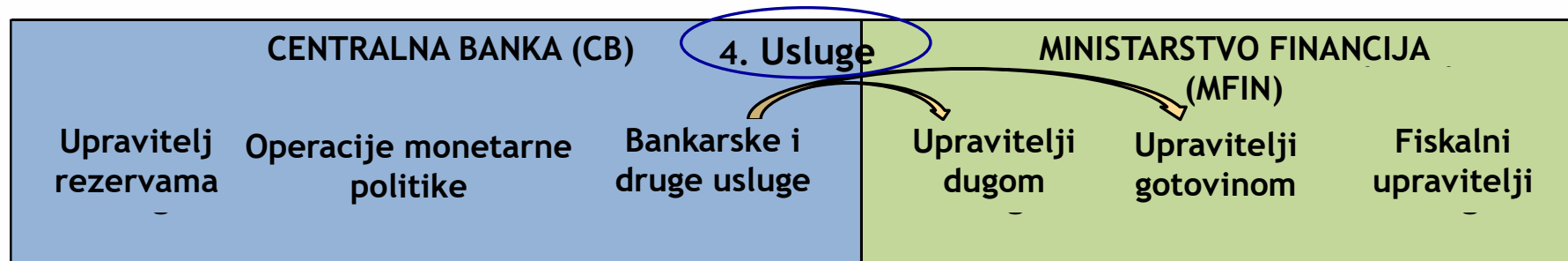
## Koordinacija i suradnja

- Mehanizmi i strukture moraju obuhvaćati i politiku i operacije
- Na osnovi
  - ▶ jasnih nadležnosti i protoka informacija
  - ▶ dogovora o međudjelovanju na operativnoj razini
- Na različitim razinama
  - ▶ ministar/guverner
  - ▶ formalne strukture odbora, npr.
    - Odbor za javni dug radi usklađenosti politika na visokoj razini
    - Odbor za koordinaciju gotovinskih sredstava za dnevne ili tjedne operacije
  - ▶ tehničke radne grupe
  - ▶ svakodnevna interakcija na operativnoj razini

## Politike na visokoj razini obuhvaćene MoR-om

- Zajednički program razvoja tržišta novca
- Politike i operacije za izdavanje trezorskih zapisa i odgovarajuće uloge blagajničkih zapisa CB-a i trezorskih zapisa
- Na koji način CB izvještava o svojim stajalištima i stajalištima tržišta o programu i operacijama upravljanja gotovinom i dugom
- Odabir primarnih trgovaca ili drugih ugovornih strana na aukcijama
- Plaćanje kamata na državna salda u CB-u i povezani mehanizmi/analogne kamatne stope
- Razmjena informacija – odgovarajuće nadležnosti
  - ▶ mehanizmi komunikacije i obuhvaćena pitanja
  - ▶ odrednice, npr. vrijeme održavanja odgovarajućih aukcija i povezane objave na tržištu
- [Ako se trezor može zadužiti u CB-u], dogovor o limitima (iznosi, dospijeća, mogućnosti obnavljanja itd.) takvog zaduživanja

# Koordinacijske strukture: Usluge



# Ugovori o razini usluge (engl. SLA)

- Potencijalno širok raspon pružanja usluga
  - osim bankar, često i fiskalni posrednik, posrednik za poravnanja, registrator...
  - važno razjasniti uloge i nadležnosti te očekivanja, tj. ugovor o razini usluge
- Širok spektar ugovora o razini usluge u praksi
  - često nekoliko, obuhvaćaju zasebna politička pitanja ili usluge
  - mnoge zemlje trenutačno rade na tome
- Usluge potrebne od CB-a kao bankara (i poslovnih banaka) uvelike se razlikuju, te ovise o:
  - strukturi JRT-a i plaćanja
  - postojanju regionalne mreže područnih ureda MFIN-a i CB-a
  - sposobnost kontrole rashoda putem IFMIS-a

## Ugovor o razini usluge

- Uključuje indikatore učinka ili kvantitativne ciljeve
- Neki primjeri obuhvaćenih pitanja
  - ▶ obavijest koju će poslati obje strane u slučaju predstojeće promjene u modelu ili rasporedu aukcija
  - ▶ vrijeme obrade relevantnih transakcija u centralnoj banci, npr. u svojstvu fiskalnog posrednika ili posrednika za poravnanja
  - ▶ detaljni tokovi informacija u oba smjera, s previđenim vremenskim rasporedom, npr. o izradama projekcija novčanih tokova ili transakcijama po JRT-u
  - ▶ osnova za izračun naknada plaćenih za usluge (može obuhvaćati naknadu za neispunjavanje potrebne usluge)
  - ▶ detaljna kamatna stopa koju treba platiti po državnim računima
  - ▶ razmjena informacija povezanih s rizicima (uključujući izvještaje o reviziji)
  - ▶ rješavanje problema kontinuiteta poslovanja
  - ▶ mehanizmi rješavanja sporova i revidiranja ugovora o razini usluga
- Ugovori o razini usluga obično se redovito revidiraju, npr. svake godine, uz ponovnu procjenu naknada.

# Ukratko: Centralne banke i trezori

- **Različiti ciljevi politike i operativni zahtjevi**
  - ▶ tenzije između fiskalne i monetarne politike
  - ▶ neusklađeni ciljevi za različite dijelove državne bilance
  - ▶ kolizije ili nepodudarnosti na operativnoj razini – uključujući nerado prepuštanje CB-a veće uloge MFIN-u



- **Zajednički interesi**
  - ▶ učinkovite operacije povezane s dugom, gotovinom i monetarnom politikom
  - ▶ razvoj financijskog tržišta, osobito tržišta novca
  - ▶ sprečavanje poremećaja ili zbrke na tržištu
  - ▶ uzajamne koristi od aktivnijeg upravljanja gotovinom



- **Jasnoća i dogovor u pogledu nadležnosti, ciljeva i međudjelovanja**
- **Na osnovi učinkovitih mehanizama upravljanja i koordinacije**

# Literatura

- Togo, Eriko “Coordinating Public Debt Management with Fiscal and Monetary Policies: An Analytical Framework,” (World Bank, Policy Research Working Paper No. 4369, 2007). Dostupno na: <http://documents.worldbank.org/curated/en/724711468313861120/Coordinating-public-debt-management-with-fiscal-and-monetary-policies-an-analytical-framework>
- Hans Blommestein and Philip Turner “Interactions between Sovereign Debt Management and Monetary Policy under Fiscal Dominance and Financial Instability,” (2011, Social Science Research Network), Dostupno na: <http://ssrn.com/abstract=1964627>
- Mario Pessoa and Mike Williams “Government Cash Management: Relationship between the Treasury and the Central Bank” (IMF Technical Notes and Manuals, 2012), Dostupno na: [www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2012/tnm1202.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2012/tnm1202.pdf)
- Obert Nyawata “Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations,” (IMF Working Paper WP/12/40, 2012): <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25697.0>
- „Ugovor o razini usluge između riznice / ministarstva financija i središnje banke” (PEMPAL 2017) <https://www.pempal.org/hr/knowledge-product/ugovor-o-razini-usluge-izme%C4%91u-riznice-ministarstva-financija-i-sredi%C5%A1nje-banke>

**HVALA VAM!**

