


Br. 0102 - 3081-1 | 2016  
Podgorica, 25.04.2016.godine

 CRNA GORA SKUPŠTINA CRNE GORE	
PRIMLIENO:	28. IV 20 16 GOD.
KLASIFIKACIONI BROJ:	00-52/16-16
VEZA:	
EPA:	1084 XXV
SKRACENICA:	PRILOG:

**SKUPŠTINA CRNE GORE**

**PODGORICA**

Uvaženi,

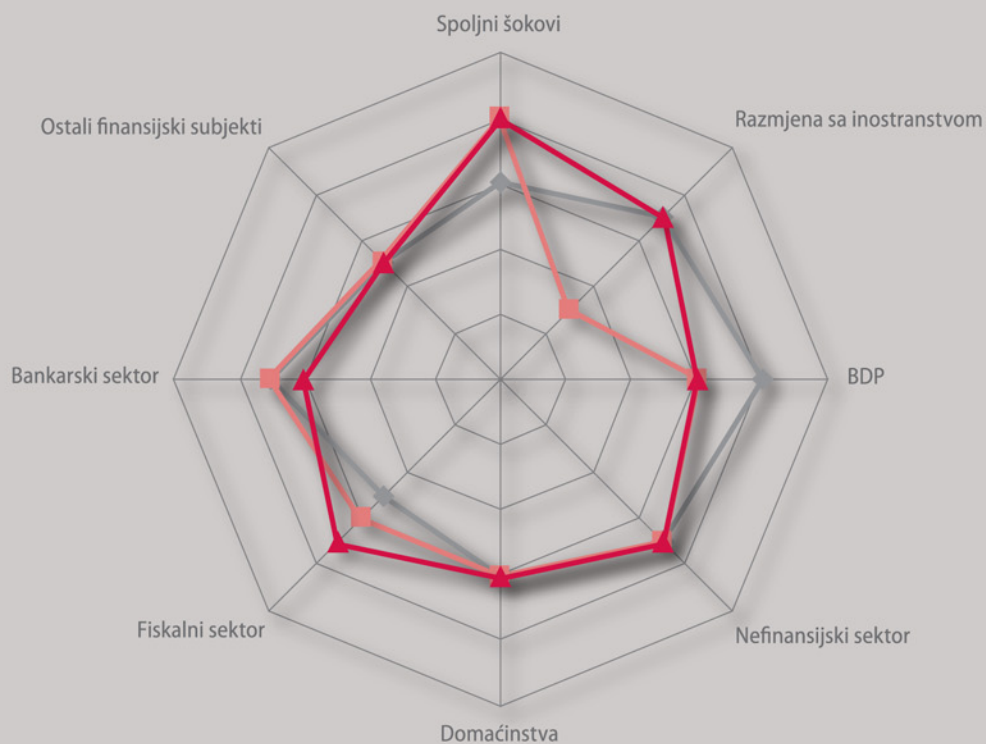
U skladu sa članom 11 stav 1 Zakona o Savjetu za finansijsku stabilnost („Službeni list Crne Gore „ broj 44/10), u prilogu Vam dostavljam Izvještaj o radu Savjeta za finansijsku stabilnost u 2015. godini.

S poštovanjem,



**GUVERNER,**  
*Milojica Dakić*  
**mr. Milojica Dakić**

# Savjet za finansijsku stabilnost



**Izvještaj o radu  
Savjeta za finansijsku stabilnost**

**2015**

**Savjet za finansijsku stabilnost**

**IZVJEŠTAJ O RADU  
SAVJETA ZA FINANSIJSKU STABILNOST  
2015. GODINA**

Podgorica, mart 2016. godine

IZDAVAČ: Centralna banka Crne Gore  
Bulevar Svetog Petra Cetinjskog broj 6  
81000 Podgorica  
Telefon: +382 20 664 997, 664 269  
Fax: +382 20 664 576

WEB ADRESE: <http://www.cbcg.me>  
<http://www.mf.gov.me>  
<http://www.ano.me>  
<http://www.scmn.me>

SAVJET ZA Mr Milojica Dakić, guverner CBCG  
FINANSIJSKU Dr Radoje Žugić, ministar finansija  
STABILNOST: Branko Vujović, predsjednik Savjeta ANO  
Dr Zoran Đikanović, predsjednik KHoV

SEKRETAR  
SAVJETA: Dr Marijana Mitrović Mijatović

GRAFIČKA Andrijana Vujović  
PRIPREMA: Nikola Nikolić

LEKTURA: Bojana Šupeljak

ŠTAMPA: Studio Branko d.o.o. Podgorica

TIRAŽ: 150 primjeraka

*Molimo korisnike ove publikacije da prilikom korišćenja podataka iz Izvještaja obavezno navedu izvor*

## SPISAK UPOTRIJEBLJENIH SKRAĆENICA

ARIMA	Autoregressive Integrated Moving Average (autoregresioni integrisani model sa pokretnim prosjecima)	IFRS	International financial reporting standards (Međunarodni standardi finansijskog izvještavanja)
BDP	Bruto domaći proizvod	ISA	International standard of auditing (međunarodni standardi revizije)
BE	Bank of England (Banka Engleske)	IMF	International Monetary Fund (Međunarodni monetarni fond)
BJ	Bank of Japan (Banka Japana)	IPC	Indeks potrošačkih cijena
BS	Bilansna suma	KHOV	Komisija za hartije od vrijednosti
CBCG	Centralna banka Crne Gore	LIBOR	London Interbank Offered Rate (londonska međubankarska stopa)
CCB	Countercyclical capital buffer (kontraciklični zaštitni kapital)	LCR	Liquidity coverage ratio (koeficijent pokriva likvidnosti)
CCP	Central Counterparties (finansijske ustanove koje posreduju kod kliringa)	LTD	Loan to deposit ratio (koeficijent krediti/depoziti)
CHF	Švajcarski franak	LTI ratio	Loan-to-income ratio (Racio krediti/dohodak)
CPI	Consumer Price Index (indeks potrošačkih cijena)	LTV ratio	Loan-to-value ratio (Racio krediti/vrijednost kolaterala)
CRBC	China Road and Bridge Corporation	MF	Ministarstvo finansijske
CRD	Capital Requirement Directive (Direktiva o kapitalnim zahtjevima)	MFI	Mikrofinansijske institucije
CRR	Capital Requirement Regulation (regulatorni okvir o kapitalnim zahtjevima)	MMF	Međunarodni monetarni fond
EBF	European Banking Federation (Evropska bankarska federacija)	MONSTAT	Zavod za statistiku Crne Gore
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development (Evropska banka za obnovu i razvoj)	MNSE10,	
ECB	Evropska centralna banka	MONEX20,	
EONIA	European OverNight Index Average (ponderisana prosječna kamatna stopa po kojoj su realizovane prekonodne pozajmice u valuti između relevantnih banaka u Eurozoni)	MONEX	Indeksi Montenegroberze
EU	Evropska unija	MONEX PIF	Indeks investicionih fondova
Eurostat	Statistički zavod Evropske unije	MOR	Međunarodna organizacija za rad
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate (eurska međubankarska stopa)	NPL	Nekvalitetni krediti
EUROFIMA	Europäische Gesellschaft für die Finanzierung von Eisenbahnmat (Evropska kompanija za finansiranje željezničkih vagona)	NSA	Neto strana aktiva
ESA	European System of Accounts (Evropski sistem računa)	NSFR	Net stable funding ratio (koeficijent neto stabilnih izvora finansiranja)
ESRB	European Systemic Risk Board (Evropski odbor za sistemski rizik)	PDV	Porez na dodatu vrijednost
Exim	Export-Import Bank of China	PPAEKS	Prosječno ponderisana aktivna efektivna kamatna stopa
FATF	Financial Action Task Force (Organizacija za kontrolu i sprečavanje pranja novca)	PPPEKS	Prosječno ponderisana pasivna efektivna kamatna stopa
FED	Federalne rezerve	ROAA	Return of Average Assets (povraćaj na prosječnu aktivu)
FSB	Financial Stability Board (Odbor za finansijsku stabilnost)	ROAE	Return of Average Equity (povraćaj na prosječni kapital)
GDDS	General Data Dissemination System (Opšti sistem diseminacije podataka)	SA	Strana aktiva
GDP	Gross domestic product (bruto domaći proizvod)	SAD	Sjedinjene Američke Države
HIPC	Harmonizovani indeks potrošačkih cijena	SDI	Strane direktne investicije
HP filter	Hodrik-Preskotov filter	SFS	Savjet za finansijsku stabilnost
IDA	International Development Association (Međunarodna asocijacija za razvoj)	SLCG	Službeni list Crne Gore
		SP	Strana pasiva
		SSE	Shanghai Stock Exchange (Šangajska berza)
		ŠNB	Švajcarska nacionalna banka
		UK	Ujedinjeno Kraljevstvo
		USD	Američki dolar
		UN	Ujedinjene nacije
		WEO	World Economic Outlook (Pregled svjetske ekonomije - izvještaji Međunarodnog monetarnog fonda)



# SADRŽAJ

<b>1. UVODNE NAPOMENE</b> .....	9
<b>2. SAVJET ZA FINANSIJSKU STABILNOST</b> .....	12
<b>3. AKTIVNOSTI SAVJETA U 2015. GODINI</b> .....	14
3.1. Dvadeset četvrta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost .....	15
3.2. Dvadeset peta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost .....	15
3.3. Dvadeset šesta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost .....	17
3.4. Dvadeset sedma sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost .....	18
3.5. Dvadeset osma sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost .....	18
<b>4. FINANSIJSKA STABILNOST U CRNOJ GORI</b> .....	20
4.1. Značaj finansijske stabilnosti .....	20
4.2. Makroprudenciona politika – cilj, značaj i primjena .....	20
4.3. Finansijska stabilnost u Crnoj Gori, odabrani indikatori stabilnosti u 2015. godini ...	26
4.3.1. Međunarodno okruženje .....	26
4.3.2. Makroekonomska kretanja u zemlji .....	31
<b>5. JAZ KREDITI-BDP I AIFS</b> .....	48
5.1. Jaz krediti-BDP .....	48
5.2. Agregatni indeks finansijske stabilnosti .....	49
<b>6. OCJENA STABILNOSTI FINANSIJSKOG SISTEMA</b> .....	51
6.1. Ocjena stabilnosti finansijskog sektora .....	51
6.2. Ocjena stabilnosti finansijskog sistema .....	52
6.2.1. Sektor inostranstvo .....	55
6.2.1.1. Međunarodno okruženje .....	55
6.2.1.2. Razmjena robe, usluga i kapitala sa inostranstvom .....	56
6.2.2. Realni sektor .....	57
6.2.2.1. Realni sektor .....	57
6.2.2.2. Nefinansijski sektor .....	59
6.2.2.3. Domaćinstva .....	60
6.3. Fiskalni sektor .....	62
6.4. Finansijski sistem .....	63
6.4.1. Bankarski sektor .....	63
6.4.2. Ostali finansijski subjekti .....	64
<b>7. ZAKLJUČAK</b> .....	66
<b>PRILOG 1: Pregled finansijskog tržišta u Crnoj Gori</b> .....	67





*U Izvještaju je dat pregled aktivnosti rada Savjeta u 2015. godini. U Izvještaju su dati opisi pojmova i definicija iz oblasti politika koje se odnose na finansijsku stabilnost, kao i aktivnosti Savjeta u okviru sjednica Savjeta koje su održane u izvještajnoj godini. Takođe, u Izvještaju su izdvojeni indikatori rizika na bazi kojih je urađena ekspertska procjena nivoa rizika finansijske stabilnosti u Crnoj Gori za 2015. godinu. U nastavku ovog Izvještaja dat je statistički prilog. Izvještaj se, shodno Zakonu o finansijskoj stabilnosti, dostavlja Skupštini Crne Gore.*



## 1. UVODNE NAPOMENE

Ekonomska finansijska kriza ostavila je dugoročne posljedice na gotovo sve privrede svjetske ekonomije. Visoke stope rasta, smanjenje nezaposlenosti, umjerena inflacija i smanjenje neizvjesnosti u finansijskom sektoru su neophodni kako bi se prevazišle posljedice krize.

Ekonomska aktivnost najvećih svjetskih ekonomija i u 2015. godini nastavlja pozitivna kretanja, ali se ne očekuje da će globalna ekonomija imati snažan godišnji rast koji bi značajnije uticao na kreirane ranjivosti tokom krize. Najuticajnije centralne banke svijeta i dalje su veoma oprezne kod promjena monetarne politike i većina se odlučila za nastavak stimulativne politike i u narednom periodu. U razvijenim zemljama finansijska stabilnost je ojačana, posebno snaženjem makrofinansijskog ambijenta zahvaljujući oporavku od posljedica krize, jačanju povjerenja u monetarni sistem, dok deflacija i dalje ostaje problem u Eurozoni. Uprkos napretku u razvijenim ekonomijama, ekonomije u razvoju i dalje se suočavaju sa domaćim kolebanjima i nedovoljnim ekonomskim rastom, već petu godinu za redom, iako su ojačale svoje politike i postale otpornije na šokove.

ECB vodi stimulativnu monetarnu politiku, usmjerenu na snaženje privredne aktivnosti, preko niskih kamatnih stopa i podsticaja investicionog ambijenta. Takođe, u ambijentu niskih kamatnih stopa i niske inflacije, operacijama na otvorenom tržištu i kreiranim nestandardnim mjerama ubrizgava likvidnost u ekonomski sistem na evropskom tržištu.

Centralna banka Sjedinjenih Američkih Država (FED), na osnovu indikatora sa tog tržišta, donijela je odluku o postepenom stezanju monetarne politike podizanjem nivoa referentnih kamatnih stopa, koje će dodatno rasti ukoliko se nastavi pozitivan ekonomski rast. Za razliku od SAD, na evropskim tržištima i dalje je aktuelna situacija niske likvidnosti, niske inflacije i mjere kvantitativnog popuštanja.

U okolnostima koje i dalje karakterišu niske cijene goriva, manje stope rasta od očekivanih, gdje su stope inflacije i dalje niže od cilja centralnih banaka, dok su i dalje na snazi stimulativne mjere monetarne politike, sa izuzetkom SAD, neophodno je jačanje fiskalne politike koja će pružiti podršku sveukupnom oporavku, posebno kroz investicije koje će povećati produktivni kapital. Snažna primjena i saradnja politika je neophodna da bi se osigurala normalizacija stanja, kako u pojedinačnim zemljama, tako i na globalnom nivou.

Geopolitička dešavanja i povećanje političkih rizika, takođe su obilježila 2015. godinu. Problemi u Ukrajini, Grčkoj, Bliskom Istoku, zatim uvođenje sankcija prema Rusiji, izbjeglička kriza uticali su na ekonomsku kretanja i u budućnosti mogu dovesti u pitanje globalnu stabilnost. Izbjeglička kriza u Evropi značajno je preusmjerila fokus problema u Evropi sa ekonomskih na rješavanje migrantske krize, zbog velikog priliva izbjeglica koji prijete Evropi.

Crna Gora kao otvorena ekonomija bila je pod uticajem svih ovih faktora i izložena prelivanjima sa spoljašnjih tržišta koji su, u velikoj mjeri uticali na domaći poslovni ambijent. Iako se prelivanje uticaja iz međunarodnog okruženja, naročito u vrijeme krize, povezuje sa negativnim tendencijama, tokom 2015. godine crnogorska privreda je ostvarila djelimično pozitivne eksterne efekte nastale razvojem dešavanja kod zemalja konkurenata u turističkoj djelatnosti. Nestabilnosti u ovim zemljama uticale su na snažan rast turističkog sektora, mjereno i preko broja dolazaka, i preko broja noćenja, a evidentirano prilivom od turizma, što je snažno uticalo na povećanje ukupnog rasta crnogorske privrede u 2015. godini. Revidirane su stope rasta na više, usljed rasta turizma i sa njim povezanih djelatnosti.

Finansijska kriza ukazala je na poseban značaj obezbjeđenja i očuvanja stabilnosti finansijskog sistema. Finansijsku stabilnost treba posmatrati kao kontinuirani proces, koji zahtijeva stalno praćenje i provjeru otpornosti sistema na šokove. Da bi se obezbijedila stabilnost finansijskog sistema, neophodna je koordinirana saradnja različitih politika u ekonomiji jedne zemlje. Veoma je značajno očuvati stabilnost u svakom od segmenata finansijskog sistema, pojedinačno, i na taj način, iz pojedinačnog obezbjediti stabilnost u cijelom finansijskom sistemu. Nastanak problema u bilo kojem segmentu ekonomije može uticati na širenje problema na druge sektore i ugroziti stabilnost. Problemi u finansijskom sektoru mogu se preliti na realni sektor, fiskalni i eksterni, ali isto tako, sistemom spojenih sudova i problemi iz svih ovih oblasti mogu ugroziti finansijski sistem.

Intitucije koje su odgovorne za očuvanje finansijske stabilnosti dužne su pratiti stanje stabilnosti finansijskog sistema. Iako je Centralna banka Crne Gore zakonski obavezna za očuvanje finansijske stabilnosti, ona nije isključivi nosilac i kreator stabilnosti finansijskog sistema u državi. Zakonom zadužena za očuvanje finansijske stabilnosti i doprinošenje stabilnosti cijena, sa posebnim fokusom na stabilnost bankarskog sistema i efikasnost platnog prometa, Centralna banka, u velikoj mjeri nadgleda i kontroliše dominantan dio finansijskog sistema. Međutim, finansijsku stabilnost čine i druge komponente i elementi tržišta i politike što je direktno u nadležnosti drugih institucija. Stoga je saradnja i koordinacija svih uključenih institucija od posebnog značaja za očuvanje sistemske stabilnosti. Precizna podijeljenost odgovornosti svake od institucija, kako bi svaka preuzimala aktivnosti iz svoje nadležnosti doprinosi snaženju stabilnosti ukupnog sistema.

Pored institucionalne saradnje, rana identifikacija i prevencija su od velikog značaja za blagovremenu reakciju i procjenu rizika. Rana identifikacija predstavlja preventivnu aktivnost, zahvaljujući kojoj je moguće na vrijeme preuzeti potrebne mjere u okviru politike u čijoj nadležnosti je sektor u kojem nastaje problem, a kako bi se spriječio razvoj problema i njegovo širenje na druge sektore u ekonomiji. Veoma je značajno preduzimati mjere i sprovoditi politike sa ciljem jačanja otpornosti finansijskog sistema. Otporan finansijski sistem može eliminisati rizike u svojoj inicijalnoj fazi i spriječiti nastanak problema. Ukoliko, ipak, nastane krizna situacija potrebno je preuzimati mjere za očuvanje finansijske stabilnosti, efikasnosti finansijskih tržišta, kako bi se smanjio negativan uticaj, sačuvala zdrava ekonomska aktivnost i poslovni ambijent privrede.

Međunarodne finansijske institucije i tijela, Međunarodni monetarni fond (MMF) i Odbor za finansijsku stabilnost (FSB) preporučuju 12 ključnih standarda za očuvanje stabilnog finansijskog sistema. Ovi standardi primjenjuju se prilikom realizacije programa procjene stabilnosti finansijskog sistema neke zemlje.

Slika br. 1 – Ključni principi za kreiranje stabilnog finansijskog sistema



Izvor: Financial Stability Board, IMF and Bank of Indonesia,  
<http://www.bi.go.id/en/perbankan/ssk/peran-bi/kerangka/Contents/Default.aspx>

## 2. SAVJET ZA FINANSIJSKU STABILNOST

Savjet za finansijsku stabilnost osnovan je donošenjem Zakona o Savjetu za finansijsku stabilnost („Sl. list Crne Gore“, br. 44/10 od 30.07.2010) u julu, a počeo je sa radom u oktobru 2010. godine. Osnivanje Savjeta za finansijsku stabilnost (SFS) predstavlja značajan korak u kreiranju institucionalnog okvira za finansijsku stabilnost. SFS doprinosi očuvanju finansijske stabilnosti praćenjem i pravovremenom identifikacijom sistemskog rizika u finansijskom sistemu Crne Gore. U cilju jačanja otpornosti finansijskog sistema, nastoji se da se rizici i potencijane nestabilnosti u sistemu prepoznaju u inicijalnoj fazi, kako bi sve nadležne institucije u domenima svojih ingerencija reagovala preduzimanjem regulatornih, supervizorskih i drugih politika u cilju očuvanja stabilnosti finansijskog sistema.

SFS čine guverner Centralne banke Crne Gore (CBCG), koji ujedno i predsjedava Savjetom, ministar finansija, predsjednik Komisije za hartije od vrijednosti i predsjednik Savjeta Agencije za nadzor osiguranja. Savjet obavlja svoje funkcije ne dovodeći u pitanje ostvarivanje ciljeva i izvršavanje funkcija svake od institucija pojedinačno. Savjetom predsjedava guverner Centralne banke.

Shodno Zakonu, nadležnost Savjeta je da:

1. prikuplja i analizira podatke i informacije od značaja za stabilnost finansijskog sistema i upravljanje potencijalnom finansijskom krizom;
2. obezbjeđuje koordinaciju i razmjenu podataka i informacija između nadležnih tijela;
3. procjenjuje opasnosti za finansijski sistem, odnosno ranjivosti finansijskog sistema i identifikuje ih;
4. prepoznaje rizike u finansijskom sistemu i utvrđuje stepen njihovog uticaja na stabilnost finansijskog sistema;
5. utvrđuje plan za upravljanje finansijskom krizom na nivou cjelokupnog finansijskog sistema (Contingency plan), kao i stresno testiranje i vježbe simulacije finansijske krize;
6. prati razvoj finansijskog sistema i
7. prati najbolje prakse u cilju usvajanja regulatornih standarda u oblastima finansijskog sistema.

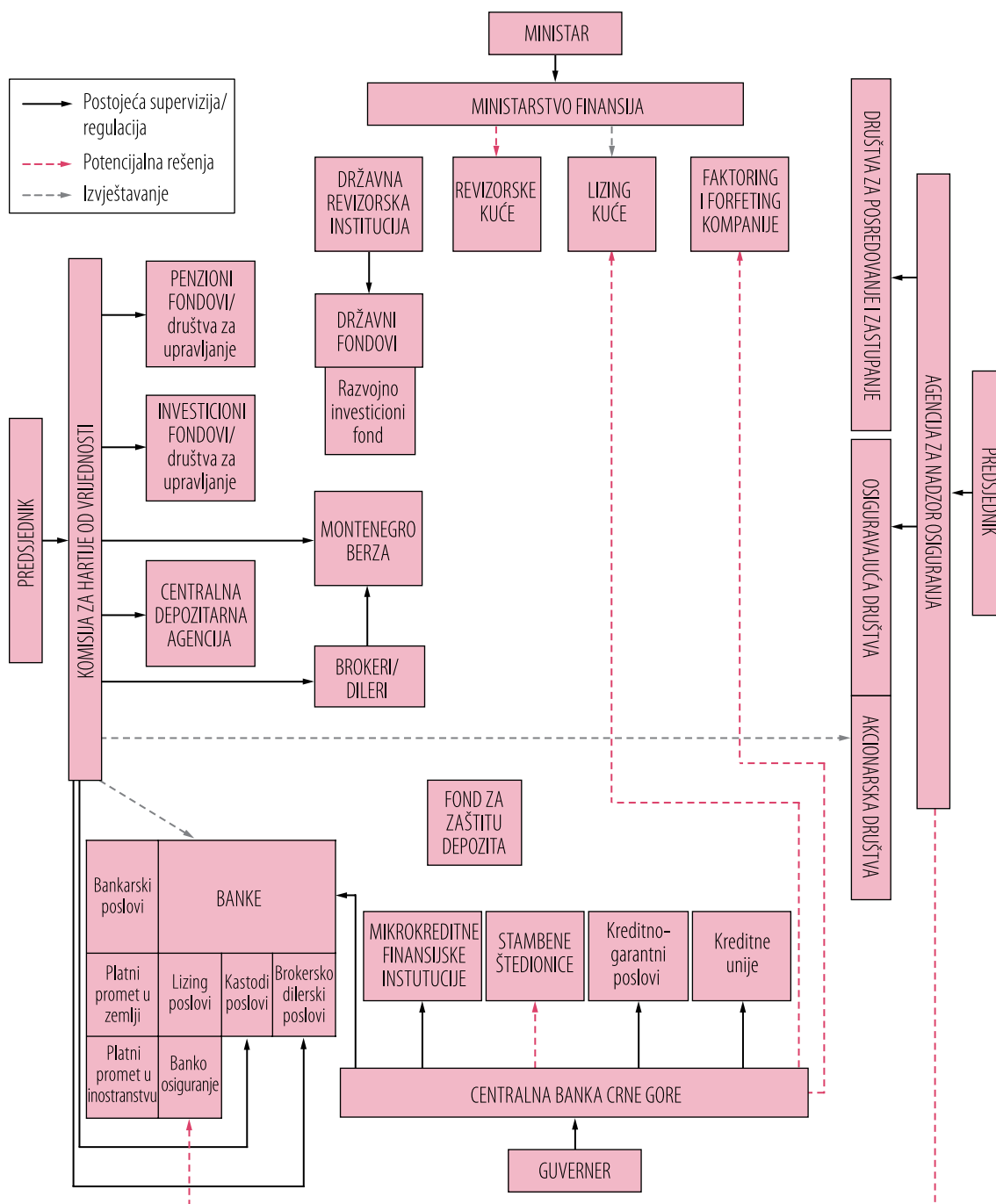
Shodno svojoj strukturi, u SFS se obavlja razmjena informacija, obezbjeđuje koordinacija i puna saradnju institucija članica kako bi svaka pojedinačno, iz svoje nadležnosti, što efikasnije sprovodila potrebne aktivnosti usmjerene na sprečavanje ili ublažavanje sistemskog rizika u finansijskom sistemu Crne Gore kao cjeline, a u cilju očuvanja finansijske stabilnosti.

Finansijski sistem obuhvata niz međusobno povezanih komponenti: infrastrukturu (pravni sistem, platni promet, računovodstveni sistem i dr.), institucije (banke, osiguravajuće kompanije, posrednike na tržištu kapitala, institucionalne investitore i dr.) i tržišta koja su povezana kanalima transmisije. Svi ovi elementi se u okviru rada Savjeta analiziraju i na osnovu identifikacije potencijalnog problema preuzimaju aktivnosti. Različite vrste rizika zahtijevaju različite reakcije. Rizici mogu biti izazvani unutrašnjim i

spoljašnjim faktorima. Eksterne rizike je teže kontrolisati i anticipirati, tako da se odgovor na njih svodi na jačanje otpornosti sistema da apsorbuje šokove.

Na sljedećoj šemi prikazana je podjela nadležnosti u okviru finansijskog sistema Crne Gore. Predstavljene su postojeće i potencijalne nadležnosti sprovođenja nadzora nad pojedinim učesnicima u finansijskom sistemu.

Slika br. 2 – Institucionalni okvir organizacije finansijskog sistema u Crnoj Gori



### 3. AKTIVNOSTI SAVJETA U 2015. GODINI

Savjet je u 2015. godini održao pet sjednica, na kojima je od najvećeg značaja bilo procjenjivanje stanja finansijske stabilnosti, kao i identifikovanje rizika koji su mogli ugroziti stabilnost sistema.

U okviru svojih nadležnosti, Savjet je razmatrao pet informacija, rezultate jedne zahtijevane analize i jednog Izvještaja. Na redovnim sjednicama Savjet je podsticao inicijative za smanjenje sistemskog rizika, kao i inicijative za povećanje konkurentnosti i oporavka od krize.

Savjet je:

1. razmatrao pet dokumenata:
  - četiri redovna Pregleda indikatora i analiza o stanju tekuće finansijske stabilnosti (kvartalna);
  - Informaciju o implementaciji metodologije ESA 2010 u Crnoj Gori i sa tim povezanim pitanjima.
2. razmatrao rezultate zahtijevanih analiza:
  - Analizu fiskalnih rizika u 2014. godini;
  - Analizu instrumenta obavezne rezerve za potrebe prilagođavanja zahtjevima pristupanja EU.
3. usvojio:
  - Izvještaj o radu Savjeta za finansijsku stabilnost u 2014. godini.

Savjet je redovno upoznavan sa stanjem u oblasti bankarstva, osiguranja, tržišta kapitala i javnih finansija sa aspekta uticaja na stanje fiskalne i finansijske stabilnosti i predlagao aktivnosti za dalji rad.

Na osnovu odabranih pokazatelja, analize stanja i diskusije tekućih događaja, Savjet je redovno donosio procjene rizika i ocjene stanja stabilnosti.

Aktivnosti Savjeta redovno su objavljivane u saopštenjima za javnost, kao i na internet stranici Centralne banke.

Tokom 2015. godine Savjet je zaključio da je stabilnost sistema bila očuvana, da su se pojedini rizici smanjili dok su pojedini segmenti stabilnosti bili pod povećanim pritiscima pojedinih rizika, naročito iz realnog i fiskalnog sektora.



### 3.1. Dvadeset četvrta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Dvadeset četvrta sjednica Savjeta održana je 2. marta 2015. godine. Na ovoj sjednici, Savjet je razmatrao tekuće stanje finansijske stabilnosti i indikatore rizika u posljednjem kvartalu 2014. godini. Takođe, u okviru analize stabilnosti u ovom periodu, Savjet je konstatovao da su prisutni rizici, kako sa domaćeg, tako i iz međunarodnog okruženja i da poslovni ambijent u Crnoj Gori još nije pokazivao indikatore snažnijeg oporavka. Rizici koji su proizilazili iz realnog sektora su i dalje bili izraženi. Ove ranjivosti su povratno uticale na fiskalne rizike, što je sve uticalo na povećanje neizvjesnosti i opreznije poslovanje banaka, a slabije rezultate realnog sektora.

Savjet je zaključio da se, u posljednjem kvartalu 2014. godine, finansijski sistem može ocjeniti kao relativno stabilan, uz kontinuirano prisustvo rizika likvidnosti i solventnosti realnog sektora. Ova ranjivost realnog sektora, pored pritiska na finansijski utiče i na povećanje pritisaka u fiskalnoj sferi.

### 3.2. Dvadeset peta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Dvadeset peta sjednica Savjeta održana je 3. aprila 2015. godine. Na ovoj sjednici Savjeta razmatran je sljedeći materijal: Izvještaj o radu Savjeta za finansijsku stabilnost u 2014. godini i Analiza fiskalnih rizika u 2014. godini.

Savjet je razmatrao Godišnji izvještaj o radu za 2014. godinu, u čijem je prilogu, pored redovnih analiza, urađena i razmatrana Analiza fiskalnih rizika za 2014. godinu sa pregledom ranjivosti u 2015. godini.

U Izvještaju je dat pregled aktivnosti rada Savjeta u 2014. godini. Takođe, u Izvještaju su izdvojeni indikatori rizika na bazi kojih je urađena ekspertska procjena nivoa rizika finansijske stabilnosti u Crnoj Gori za 2014. godinu.

U Izvještaju je konstatovano da je bankarski sistem, kao dominantan dio finansijskog sistema u Crnoj Gori, pokazao stabilnost u poslovanju. Finansijski rezultat na agregatnom nivou je pozitivan, a likvidnost i solventnost su poboljšane u odnosu na prethodnu godinu. U jednogodišnjem uporednom periodu, rast bilježe: ukupna aktiva, depoziti i kapital. Banke u 2014. godini nastavljaju sa politikom obazrivog kreditiranja i oslanjaju se pretežno na sopstvena likvidna sredstva. Ovakva politika banaka je opravdana sa aspekta kreditnog rizika, međutim, pretjerana nesklonost ka preuzimanju rizika može ograničiti bankarski potencijal za finansiranje privredne aktivnosti i posljedično usporiti oporavak. Parametri kvaliteta aktive tokom 2014. godine bilježe poboljšanje, što pozitivno utiče na stabilnost sistema, ali učešće nekvalitetnih kredita u ukupnim kreditima je i dalje visoko (16,8%), što upravo uslovljava oprez ka novom kreditiranju. Aktivne kamatne stope su i dalje visoke i predstavljaju barijeru ka dinamičnijem oporavku.

Savjet je razmatrao uticaje iz međunarodnog okruženja i zaključio da u 2014. godini nijesu postojali snažni impulsi oporavka poslovnog ambijenta koji bi imao više uticaja na intenzitet oporavka crnogorske privrede.

Kretanja u domaćem makrookruženju su bila nešto slabija u odnosu na 2013. godinu. Izostanak velikih stranih direktnih investicija u 2014. godini, uticao je na umjereniju stopu rasta BDP-a u 2014. godini.

Predviđa se da će se rizik realnog sektora smanjiti, usljed najavljenih investicija u sektoru saobraćaja, turizma i energetike, što će kroz direktne i multiplikativne efekte investiranja podstaći rast BDP-a.

U izvještaju je data analiza kretanja cijena u 2014. godini i istaknuto da je nastavljen deflatorni trend. Na smanjenje cijena uticali su visok nivo cijena iz prethodnog perioda, snižen nivo agregatne tražnje, kao i smanjenje cijena hrane i energenata na globalnom tržištu. Stabilnost cijena nije ugrožena, ali su bili izraženi rizici deflacije tokom godine. U vrijeme pisanja izvještaja, godišnja inflacija ponovo ulazi u pozitivne zone, te se stoga može očekivati da se ranjivost i po ovom pitanju smanjuje.

Stanje u državnom budžetu je bilo stabilno. Međutim, ostaje rizik visokog nivoa javnog duga, što negativno utiče na stabilnost, naročito u srednjem i dugom roku, zbog rizika njegovog finansiranja. U 2014. godini izdaci budžeta i državni dug su blago porasli, dok je deficit budžeta manji za 113,3 miliona eura u odnosu na prethodnu godinu. Prihodi budžeta su, sa druge strane, porasli za 8,7%. Za potrebe kontrole fiskalnih rizika u 2014. godini, Savjet je podržao fiskalnu reformu, koja ima za cilj povećanje održivosti javnih finansija, ograničenje rasta javnog duga i smanjenje poreskog opterećenja.

U sektoru osiguranja situacija je stabilna, iako i dalje uz očiglednu dominaciju obaveznih oblika osiguranja. Može se ocijeniti da postoji veliki prostor za dalji razvoj ovog sektora što će pozitivno uticati na stabilnost sistema u narednom periodu. Na tržištu kapitala su prisutna blaga poboljšanja, ali ovo tržište i dalje ne funkcioniše na zadovoljavajući način kao odraz niske likvidnosti i slabog oporavka privrednih subjekata i stanovništva.

Analiza pojedinačnih rizika u 2014. godini ukazuje da je stanje finansijske stabilnosti, odnosno makro-stabilnosti, blago pogoršano u odnosu na 2013. godinu.

Posmatrano po izvorima rizika, najveći rizici su proistekli iz spoljnog okruženja, zbog i dalje nedovoljnog oporavka glavnih ekonomskih partnera Crne Gore, političkih rizika u pojedinim zemljama, kao i prirodnih nepogoda koje su pogodile zemlje okruženja.

Rizici koji se odnose na nefinansijski sektor su ostali nepromijeni u odnosu na prošlu godinu. Investiciona aktivnost se povećala u 2014. godini, dok je kretanje proizvodnje u bitnim nefinansijskim sektorima umjerenije u odnosu na 2013. godinu. Likvidna sredstva nefinansijskog sektora su se djelimično povećala u 2014. godini, ali je broj privrednih subjekata, čiji je račun u blokadi, i dalje u porastu.

Rizik u fiskalnom sektoru je na nivou prošlogodišnjeg i rezultat je poboljšanja u nivou deficita, ali uz pogoršanje u visini javnog duga. Došlo je do značajnog smanjenja deficita budžeta usljed snažne fiskalne konsolidacije u prethodne dvije godine, ali je državni dug porastao na 2.022,2 miliona eura u 2014. godini.

Bankarski sektor ukazuje na stabilizaciju u odnosu na 2013. godinu. Pozitivni signali dolaze iz rasta likvidnosti, solventnosti i ponovnog uspostavljanja profitabilnosti nakon višegodišnjeg negativnog finansijskog rezultata banaka.

Konačno, sektor ostalih finansijskih subjekata zadržao je poziciju iz 2013. godine, prevashodno usljed dalje konsolidacije sektora osiguranja, dok je stanje na berzi blago poboljšano u odnosu na 2013. godinu.

Na osnovu analize indikatora stabilnosti finansijskog sistema, Savjet je zaključio da se stanje finansijske stabilnosti u Crnoj Gori može ocijeniti kao umjereno stabilno uz i dalje prisustvo pojedinih rizika u sistemu, koji mogu uticati na povećanje neizvjesnosti i kreiranje sistemskog rizika u budućem periodu.

Savjet je razmatrao Analizu fiskalnih rizika u 2014. godini koja je dostavljena skupštini sa Izveštajem o radu Savjeta za finansijsku stabilnost u 2014.

U Analizi je dat prikaz fiskalnih rizika u 2014. i opisani mehanizmi/mjere korišćeni u pravcu kontrole istih. Izdvojeni su pojedini rizici koji će biti aktuelni tokom 2015. godine i dat je plan aktivnosti za njihovu kontrolu, odnosno upravljanje i smanjenje. Takođe, u dokumentu su date preporuke za vođenje fiskalne politike kako bi se na adekvatan način istaklo koliko je neophodna saradnja svih kreatora politike i regulatora u očuvanju fiskalne stabilnosti, koja u sebi nosi i sidro stabilizacije i finansijske, odnosno ukupne privredne stabilnosti. Savjet je zaključio da je jedino ovakav ambijent podsticajno okruženje za razvoj privredne djelatnosti i konkurentnosti, koji može da generiše prosperitet u narednom periodu.

U Analizi je istaknuto da pojedini trendovi, koji karakterišu crnogorski ambijent mogu pojačati ranjivosti i rizike u fiskalnoj sferi. Između ostalih, Savjet je razmatrao sljedeća pitanja koja karakterišu poslovni ambijent u Crnoj Gori, a mogu pojačati fiskalne rizike: neodrživi penzioni i zdravstveni sistem, nediverzifikovanost crnogorske ekonomije, strukturne slabosti ekonomije, nelikvidnost realnog sektora, ograničeni izvori finansiranja realnog sektora, dalje odlaganje najavljenih krupnih investicija i značajnija promjena dinamike investiranja, eksterni disbalans i eksterno okruženje, kreditni rejting i geopolitički rizici.

U Analizi su posebno izdvojeni i analizirani sljedeći rizici: rizik rasta državnog i javnog duga, rizik višegodišnjeg deficita i njegovog finansiranja, rizik aktiviranja izdatih garancija, rizik neodgovarajuće strukture javne potrošnje, neodržive javne finansije na nivou lokalnih samouprava, rizik vođenja fiskalne politike nezavisno od strane Ministarstva finansija.

Izdvojeni fiskalni rizici ne znače nužno da će se oni i materijalizovati, već stavljanje fokusa na njih upućuje na potrebu njihovog sagledavanja i potrebu da se njima adekvatno upravlja.

Savjet je zaključio da je potrebno adekvatno i oprezno upravljati pomenutim rizicima, kako se zemlja ne bi izložila potencijalnoj krizi javnih finansija. Takođe, podržano je opredeljenje Ministarstva finansija da se nastavi sa aktivnostima kojima bi se ograničio uticaj fiskalnih ranjivosti i sanirale negativne posljedice. U tom pravcu podržano je usmjerenje fiskalne politike bazirane na dvije osnovne grupe mjera: mjere fiskalne konsolidacije i podsticajne mjere.

### **3.3. Dvadeset šesta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost**

Dvadeset šesta sjednica Savjeta održana je 8. juna 2015. godine. Na ovoj sjednici, Savjet je razmatrao redovnu Informaciju o stanju finansijske stabilnosti za I kvartal 2015. godine i tekuću situaciju u privredi.

Analizom trendova na domaćem i međunarodnom tržištu, zaključeno je da postoje nagovještaji intenzivnijeg oporavka, ali da je jo uvijek rano govoriti o značajnom uticaju na crnogorsku privredu.

Savjet je zaključio da nema povećanja pritiska na sistemsku stabilnost u prvom kvartalu godine.

### 3.4. Dvadeset sedma sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Dvadeset sedma sjednica Savjeta održana je 8. septembra 2015. godine. Na ovoj sjednici, Savjet je razmatrao Informaciju o stanju finansijske stabilnosti za II kvartal 2015. godine i tekuću situaciju u privredi.

Savjet je razmatrao tekuće stanje finansijske stabilnosti, rizike i ranjivosti ukupnog privrednog sistema koji su bili prisutni u prvoj polovini 2015. godine. Analizirani su trendovi i događaji koji su uticali na stanje crnogorske privrede, kako iz domaćeg, tako i iz međunarodnog okruženja.

Podaci o ekonomskoj aktivnosti najvećih svjetskih ekonomija ukazivali su na blago poboljšanje. Procijenjeno je da se očekuju skromna kretanja na međunarodnom tržištu i do kraja godine, što neće značajnije uticati na rast u crnogorskoj privredi.

Domaće okruženje crnogorske privrede karakteriše rast skoro svih bitnih sektora ekonomije, u odnosu na isti kvartal 2014. godine i, shodno tome, skoro sve međunarodne institucije su revidirale prognoze rasta crnogorske privrede. Shodno preliminarnim procjenama CBCG za prvu polovinu 2015. godine, realni rast crnogorske privrede je iznosio oko 3.5%. Inflacija je u ovom periodu bila pozitivna, odlikavajući blago poboljšanje stanja u privredi i oporavak agregatne tražnje.

Najizraženiji rizik u prvoj polovini 2015. godine je i dalje nelikvidnost realnog sektora. Savjet je, pored realnog, razmatrao stanje u Crnoj Gori u fiskalnom, finansijskom i sektoru odnosa sa inostranstvom.

Savjet je zaključio da su rizici u finansijskom sektoru i odnosima sa inostranstvom umjereni, dok je fiskalna stabilnost očuvana, ali postoje rastući pritisci. Stanje sistemske stabilnosti je procijenjeno na stabilan nivo, a rizici umjereni.

### 3.5. Dvadeset osma sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Dvadeset osma sjednica Savjeta održana je 8. decembra 2015. godine. Na ovoj sjednici Savjet je razmatrao rizike prisutne u 2015. godini i Pregled indikatora o stanju finansijske stabilnosti za treći kvartal 2015. godine, Analizu instrumenta obavezne rezerve za potrebe prilagođavanja zahtjevima pristupanja EU i Informaciju o implementaciji metodologije ESA 2010 u Crnoj Gori i sa tim povezanim pitanjima.

Savjet je razmatrao tekuće stanje finansijske stabilnosti, rizike i ranjivosti ukupnog privrednog sistema, koji su bili prisutni u prvih devet mjeseci 2015. godine. Analizirani su trendovi i događaji koji su uticali na stanje crnogorske privrede, kako iz domaćeg, tako i iz međunarodnog okruženja.

Konstatovano je da podaci o ekonomskoj aktivnosti najvećih svjetskih ekonomija ne pokazuju stabilan trend koji bi dao snažniji argument za oporavak zemalja u razvoju. Skromna kretanja na međunarodnom tržištu očekuju se i do kraja godine, što neće značajnije uticati na rast u crnogorskoj privredi.

Domaće okruženje crnogorske privrede karakteriše rast skoro svih bitnih sektora ekonomije u odnosu na isti kvartal 2014. godine i shodno tome, skoro sve međunarodne institucije su revidirale prognoze rasta crnogorske privrede. Prema preliminarnim procjenama CBCG za 2015. godinu, realni rast crnogorske

privrede se očekuje do 4%. Inflacija je u ovom periodu bila pozitivna, odlikavajući blago poboljšanje stanja u privredi i oporavak agregatne tražnje.

Savjet je, pored realnog, razmatrao stanje u Crnoj Gori u fiskalnom, finansijskom i sektoru odnosa sa inostranstvom.

Savjet je zaključio da su rizici u finansijskom sektoru i odnosima sa inostranstvom umjereni, dok je fiskalna stabilnost očuvana ali postoje rastući pritisci. Stanje sistemске stabilnosti u finansijskom sektoru je procijenjeno na stabilan nivou, a rizici umjereni.

Pored redovnih indikatora o stanju sistemskog rizika i stanju finansijske stabilnosti, Savjet je razmatrao Analizu instrumenta obavezne rezerve za potrebe prilagođavanja zahtjevima pristupanja EU.

Savjet je informisan, da se shodno zakonskoj obavezi, u posljednjem kvartalu tekuće za narednu godinu, radi Analiza instrumenta obavezne rezerve za potrebe monetarne politike CBCG i prilagođavanja zahtjevima pristupanja EU. S tim u vezi, jedna od predloženih izmjena je postepeno ukidanje izdvajanja obavezne rezerve u formi državnih zapisa. Zaključeno je da smanjenje na 25% tokom 2016. i potpuno ukidanje od početka 2017. neće povećati rizike u finansijskom i fiskalnom sektoru.

Savjet se upoznao sa Zaključcima u vezi implementacije ESA metodologije 2010 u crnogorski sistem zvanične statistike. Razmatrana su pitanja koja se odnose na unapređenje nacionalne statistike, usljed obaveze koja proizilazi iz pregovaračkih poglavlja za pristupanje Crne Gore Evropskoj Uniji: 17 – Ekonomska i monetarna politika i 18 - Statistika. Savjet se upoznao sa ključnim problemima koji tangiraju mjerila za poglavlja 17, 18, 33 i koji moraju imati prioritet u rješavanju na međuinstitucionalnom nivou, kako se država ne bi dovela u nazavidan položaj po pitanju kvaliteta statističkih podataka i izvještavanja prema EU institucijama. Prepoznato je da je za rješavanje ovog pitanja, u najvećoj mjeri, neophodna efikasna koordinacija svih relevantnih institucija.

Savjet je podržao potpisivanje Memoranduma o saradnji između tri institucije.

U okviru tekućih pitanja Savjet je razmatrao inicijativu KHOV za oživljavanje tržišta kapitala, koje je proisteklo iz analize indikatora sa kojima KHOV raspolaže.

Savjet je upoznat da je na tržištu kapitala u prvih devet mjeseci tekuće godine došlo do značajnijeg smanjenja prometa u odnosu na isti period prethodne godine. Pored ostalog, istaknuto je da je na ovakvo stanje bitno uticao izostanak primarne emisije državnih dužničkih hartija od vrijednosti, a zatim, i kao posljedica istog, smanjeno je trgovanje i na sekundarnom tržištu kapitala.

Analizom preduslova koji bi pospješili pozitivne pomake, KHOV je predložila, a Savjet podržao određene mjere ekonomske politike koje bi doprinijele povećanju prometa i ostalih parametara na tržištu kapitala.

## 4. FINANSIJSKA STABILNOST U CRNOJ GORI

### 4.1. Značaj finansijske stabilnosti

Finansijska stabilnost je preduslov za efikasnost finansijskog sistema i održivost ekonomskog rasta u svim zemljama svijeta, pa tako i Crnoj Gori. Od izuzetnog značaja je obezbijediti stabilan i zdrav finansijski sistem koji pruža podršku efikasnoj alokaciji resursa i distribuciji rizika u ekonomiji. Finansijski sistem se smatra stabilnim kada može efikasno alocirati sredstva i apsorbovati šokove kada se pojave, na taj način štiteći realni sektor i finansijski sistem, a pri tom doprinoseći rastu ekonomske aktivnosti. Poremećaji u finansijskom sistemu kroz efekat zaraze ili preliivanja šire se i utiču na stanje u ostalim segmentima ekonomije.

### 4.2. Makroprudenciona politika – cilj, značaj i primjena

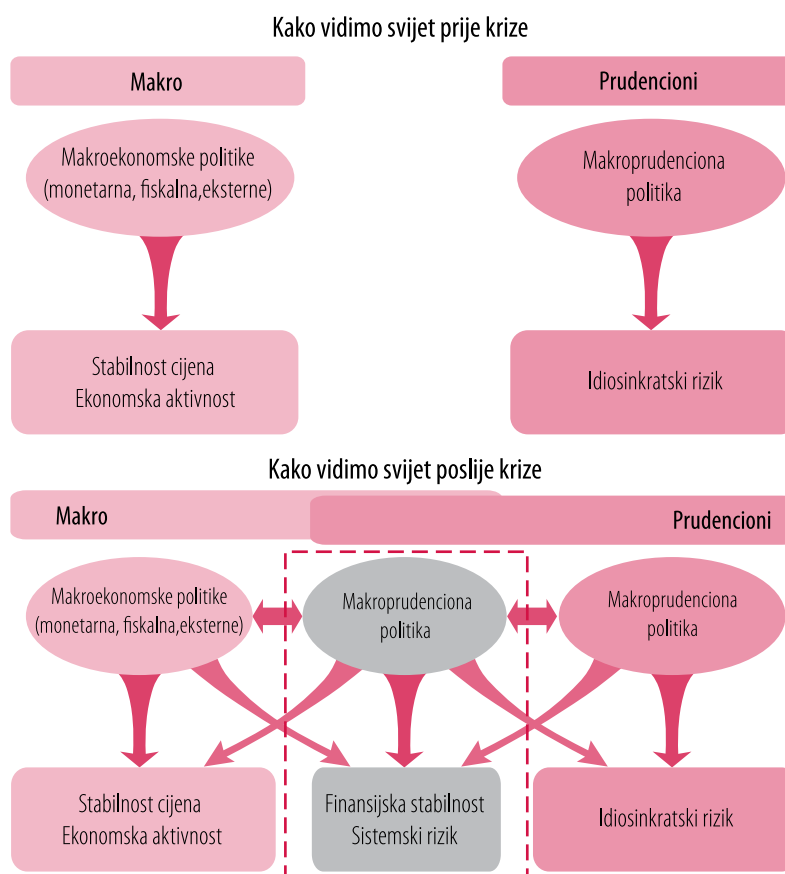
Globalna finansijska kriza ukazala je na nedostatke u postojećim institucionalnim okvirima, uključujući i sferu makroprudencione politike. Kriza je ukazala da institucijama nadležnim za nadzor finansijskog sistema nedostaju odgovarajuća prava, analitička sredstva i instrumenti za identifikaciju sistemskog rizika. Mikroprudenciona politika ne može samostalno garantovati stabilnost finansijskog sistema (slika br. 3). Za jačanje otpornosti finansijskog sistema na sistemski rizik veoma je značajno postaviti jasan okvir za vođenje makroprudencione politike.

Tradicionalni pristup ekonomskoj politici, baziran na samostalnim politikama nadležnih institucija nije dovoljan da obezbijedi kvalitetna, sistemska i održiva rješenja. Upravo se ovdje daje značaj makroprudencionoju politici, sa ciljem jačanja otpornosti finansijske stabilnosti i prevencije akumulacije sistemskog rizika.

Makroprudenciona politika danas se sve više prepoznaje, kako u teoriji, tako i u praksi, kao politika zadužena za finansijsku stabilnost. Ona postaje sastavni dio regulatorne politike u nacionalnim, ali isto tako i u nadnacionalnim tijelima. Ova politika obuhvata identifikaciju, praćenje i ocjenu sistemskih rizika koji predstavljaju prijetnju finansijskoj stabilnosti. Ključni cilj makroprudencione politike je da doprinese očuvanju stabilnosti finansijskog sistema kao cjeline, jačanjem otpornosti finansijskog sistema i sprečavanju nastanka sistemskih rizika, obezbjeđujući održivi doprinos finansijskog sektora ekonomskom rastu.

Makroprudencioni pristup predstavlja drugačiji pristup rizicima i aktivnostima centralne banke, koji traži mnogo širu politiku od nadgledanja i kontrolisanja bankarskog sektora i stabilnosti cijena. U fokus se stavlja stabilnost ukupnog finansijskog sistema, odnosno posljedično, ekonomskog sistema i potencijala rasta.

**Slika br. 3 – Politike i ciljevi**



Source: IMF (2013), „Interaction of monetary and macro prudential policies“, IMF, Washington

Da bi se obezbijedio stabilan finansijski sistem, pored snažne makroprudencione politike neophodno je obezbijediti dobru koordinaciju sa ostalim ekonomskim politikama. Problemi koji nastaju u sferi nadležnosti drugih politika mogu se preliti na finansijski sektor, uticati na makroprudencionu politiku i u nekim okolnostima dovesti u pitanje očuvanje finansijske stabilnosti. Koordinacija između politika dovodi do sinergije koja doprinosi efikasnom i efektivnom ostvarenju ciljeva svake od politika pojedinačno (slika br. 4).

Institucijama, centralnim bankama i ostalim odgovornim finansijskim institucijama potrebne su jasne politike i instrumenti kako bi svoje zadatke i aktivnosti sprovodili efektivno i efikasno. Prema tome, jasna i detaljna makroprudenciona politika je neophodna da bi se obezbijedila stabilnost bankarskog i cjelokupnog finansijskog sektora.

Slika br. 4 – Povezanost makroprudencione i drugih politika



Source: IMF (2013) „Key Aspects of Macroprudential Policy“, IMF, Washington

Jak institucionalni okvir i jasna podjela odgovornosti su od izuzetog značaja za efikasno obavljanje makroprudencione politike. Bez obzira na podjelu odgovornosti veoma je značajna aktivna uloga centralne banke u sprovođenju makroprudencione politike.

Prekogranična preliivanja i efekti makroprudencione politike ukazuju i na potrebu za koordinacijom na međunarodnom nivou. Multilateralna pitanja mogu nastati kao rezultat nedovoljne aktivnosti na nacionalnom nivou, različitih faza finansijskog sistema, neslaganja između domaćih i stranih nadležnih organa međunarodnih finansijskih institucija.

Instrumenti makroprudencione politike su mjere usmjerene na postizanje ciljeva definisanih politikom. Makroprudencioni instrumenti mogu se primjenjivati pojedinačno ili u grupi od više instrumenata, a mogu biti usmjereni na više kategorija ili mogu biti usmjereni na ciljane kategorije izloženosti.

Pravovremena identifikacija potencijalnog problema ili sistemskog rizika od izuzetnog je značaja. Detaljnom analizom rizika potrebno je procijeniti koji instrument ili grupu instrumenata je potrebno primijeniti, odnosno koji treba isključiti, da bi se rizik ublažio ili potpuno eliminisao.

*Preporuka ESRB-a (ESRB/2013/19) iz aprila 2013. godine o prelaznim ciljevima i instrumentima makroprudencione politike definiše ciljeve i instrumente makroprudencione politike kao što je predstavljeno u tabeli br. 1.*



Tabela br. 1 – Prelazni ciljevi i instrumenti makroprudencione politike

Prelazni ciljevi i instrumenti makroprudencione politike	
	<b>Ublažavanje i sprečavanje prekomjernog kreditnog rasta i finansijske zavisnosti – leveridža</b>
1.	1.1. Kontraciklični zaštitni kapital ( <i>CCB – Countercyclical capital buffer</i> ) 1.2. Sektorski zaštitni sloj kapitala 1.3. Makroprudencijalni leveridž racija, ograničenje odnosa kapitala i ukupne aktive 1.4. LTV racio ( <i>Loat-to-value ratio</i> ) 1.5. LTI racio ( <i>Loan-to-income ratio</i> )
	<b>Ublažavanje i prevencija prekomjerne neusklađenosti po pitanju ročnosti i tržišne nelikvidnosti</b>
2.	2.1. Makroprudencioni dodatni zahtjevi za likvidnost (npr. LCR - liquidity coverage ratio) 2.2. Makroprudenciona ograničenja za izvore finansiranja (npr. NSFR - net stable funding ratio); 2.3. Makroprudenciona ograničenja odnosa odobrenih kredita i primljenih depozita (LTD – loan to deposit ratio) 2.4. Zahtjevi za iznos margine i korektivnog faktora prilagođavanja vrijednosti
	<b>Ograničavanje direktne i indirektno koncentracije izloženosti finansijskih institucija prema pojedinim kategorijama</b>
3.	3.1. Ograničenje izloženosti prema određenim kategorijama, sektorima ili pojedinim oblicima 3.2. CCP (Central Counter Parties) klirniški zahtjevi
	<b>Ograničavanje sistemskog uticaja neadekvatnih podsticaja u smislu favorizovanja pojedinih institucija sa ciljem smanjivanja moralnog hazarda</b>
4.	4.1. Povećani kapitalni zahtjevi za sistemski značajne finansijske institucije
	<b>Jačanje otpornosti finansijske infrastrukture<sup>1</sup></b>
5.	5.1. Zaštitni kapital za strukturni sistemski rizik 5.2. Dodatna obaveza objavljivanja 5.3. Iznos margine i korektivnog faktora prilagođavanja vrijednosti za CCP

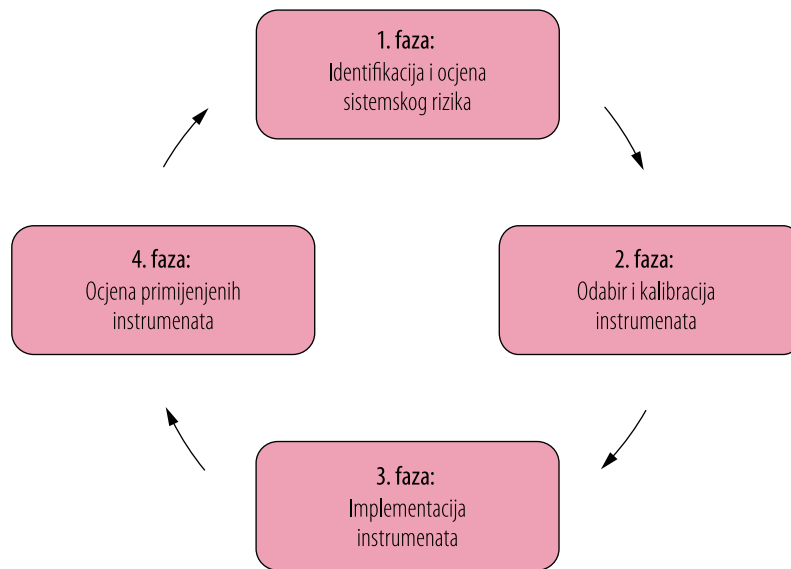
Izvor: Preporuka ESRB-a (ESRB/2013/19) iz aprila 2013. godine o prelaznim ciljevima i instrumentima makroprudencione politike

Odluka o aktiviranju, kalibraciji i povlačenju instrumenta donosi se na osnovu stalnih analiza. Ukoliko je instrument već aktivan treba donijeti odluku da li da se poveća ili smanji stepen – kalibracija. U situaciji kada je rizik po finansijsku stabilnost prestao potrebno je odlučiti da li nastaviti sa primjenom instrumenta ili ga povući. Proces donošenja odluka u makroprudencionoju politici sastoji se od četiri faze. (slika br. 5) To su:

- A. Identifikacija i ocjena sistemskog rizika;
- B. Odabir i kalibracija instrumenata makroprudencione politike;
- C. Implementacija instrumenata makroprudencione politike;
- D. Ocjena primijenjenih instrumenata makroprudencione politike.

<sup>1</sup> Ovaj prelazni cilj navodi se u preporukama ESRB iz 2013. godine, međutim ne ulazi u makroprudencioni okvir za bankarski sektor prema CDR/CRR.

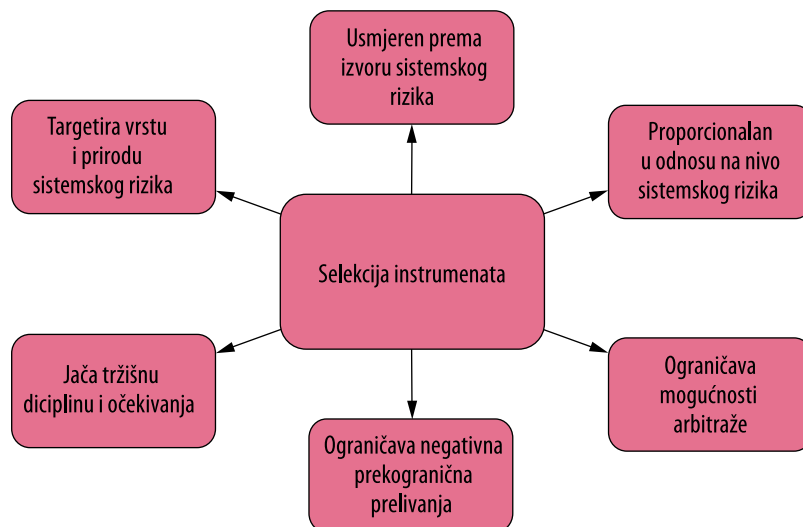
Slika br. 5 – Ciklus makroprudencione politike



Izvor: The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector

Odabir instrumenata koji će se primjenjivati za ostvarivanje određenog cilja vrši se na osnovu njihove efektivnosti i efikasnosti. Efektivnost se odnosi na nivo do kojeg se odabranim instrumentom mogu identifikovati problemi na tržištu i ostvariti prelazni i ključni ciljevi. Efikasnost se odnosi na ostvarenje ciljeva uz minimalne troškove (slika br. 6).

Slika br. 6 – Poželjne karakteristike instrumenata makroprudencijalne politike



Izvor: The ESRB Handbook on Operationalizing Macro-prudential Policy in the Banking Sector

Prilikom izbora instrumenata potrebno je uzeti u obzir ekonomske, pravne i prekogranične aspekte. Potrebno je procijeniti njihovu efektivnost u odnosu na željeni cilj, kao i društveni trošak koji se može proizvesti njihovom implementacijom. Poželjno je koristiti instrumente koji će donijeti najviše benefita za cijelo društvo. Efektivnost instrumenata zavisi i od njihove interakcije sa drugim sferama ekonomske politike, posebno monetarane i fiskalne, čime se ističe značaj međusobne koordinacije. U nekim stresnim situacijama je adekvatnije primjenjivati mjere u sferi fiskalne i monetarne politike, a nakon toga, ukoliko se ukaže potreba, i makroprudencione.

Odgovornost za makroprudencionu politiku razlikuje se među državama. Postoje primjeri potpune ili parcijalne integracije centralne banke ili osnivanja posebnog tijela za makroprudencionu politiku. Potpuna integrisanost centralne banke znači da je ona nosilac odgovornosti za sprovođenje makroprudencione politike u zemlji. U slučaju parcijalne odgovornosti, u centralnoj banci postoji poseban odbor koji je nadležan za implemenatciju politike, a čiji članovi su i predstavnici drugih institucija. Treća opcija je osnivanje zasebnog tijela van centralne banke koje je odgovorno za makroprudencionu politiku.

Makroprudenciona politika usmjerena je na očuvanje stabilnosti finansijskog sistema, ali prije svega je usmjerena na jačanje otpornosti bankarskog sektora.

Evidentno je da se makroprudenciona politika za sada fokusira na jačanje otpornosti bankarskog sektora u okviru finansijskog sistema, ali praksa pokazuje da je neophodno raditi na snaženju ostalih segmenata tržišta, jer je očigledan rast tzv. „bankarstva iz sjenke“ (shadow banking) koje nije dovoljno kontrolisano s obzirom na to da nebankarski sektor nije predmet detaljnih supervizorskih kontrola kao bankarski sistem.

Pravni okvir CRD/CRR (*Direktiva o kapitalnim zahtjevima–CRD i regulatorni okvir o kapitalnim zahtjevima-CRR*) takođe se prevashodno odnosi na bankarski sektor, iako se ekonomija Eurozone sve više finansira sredstvima iz nebankarskog sektora. Zbog niskih kamatnih stopa koje im se nude u bankama investitori pribjegavaju nebankarskom sektoru, jer žele veći povrat na svoja sredstva.

Makroprudenciona politika trebalo bi da bude što više skoncentrisana na prevenciju velikih fluktuacija u finansijskim tokovima, a ne samo na jačanje otpornosti bankarskog sektora. Ukoliko sektor „bankarstva iz sjenke“ nastavi da se širi, anjevoga uloga poveća u pozajmljivanju realnom sektoru, sistemski značaj nebankarskih institucija samo će rasti. Širi makroprudencioni okvir je potreban je da bi se prepoznali rizici koji proizilaze iz ovog sektora. Stres testovi mogu pružiti adekvatne uporedive ocjene zdravlja pojedinačnih institucija i otpornosti finansijskog sistema uopšte. Značaj institucije u okviru „bankarstva iz sjenke“ ne bi trebalo zanemariti tim prije što one pozajmljuju novac kao banke, tako da bi u slučaju izbijanja panike, masovno povlačenje sredstava iz „banaka iz sjenke“ moglo imati značajne posljedice i čak uzdrmati širi finansijski sistem. Prema tome, bilo bi poželjno postaviti sistem nadzora i ovog sektora u cilju očuvanja finansijske stabilnosti.

Politikom za 2016. godinu Centralna banka je naglasila da će u 2016. godini posebnu pažnju posvetiti razvoju instrumenata i indikatora praćenja finansijske stabilnosti i da će u cilju podsticanja i očuvanja finansijske stabilnosti vršiti nadzor nad implementacijom makroprudencijalnog okvira, razvijati indikatore za ocjenu stanja finansijske stabilnosti i prevenciju pojave sistemskih rizika, kao i instrumente za njihovo suzbijanje. U tom kontekstu, Centralna banka Crne Gore radi na pripremi *Okvira za vođenje makroprudencione politike* koji će značajno osnažiti osnovu za kreiranje i vođenje makroprudencione

politike. Prikazani okvir i međunarodni standardi makroprudencione politike će u tom kontekstu biti polazna osnova. U cilju podsticanja stabilnosti i jačanja otpornosti bankarskog sektora, nastaviće se sa praćenjem i analiziranjem stanja u bankarskom sistemu.

### 4.3. Finansijska stabilnost u Crnoj Gori, odabrani indikatori stabilnosti u 2015. godini

Uvažavajući razvijena teorijska i praktična iskustva u procjeni finansijske stabilnosti, kao i raspoloživost podataka, procjena rizika finansijske stabilnosti tokom 2015. godine rađena je na osnovu analize međunarodnog i domaćeg okruženja. Analizirani su rizici i potencijalni izvori ranjivosti za privredu Crne Gore.

Izbor indikatora, te varijabli kojima se oni mjere, kao i krajnja ocjena rizika, izvršeni su na osnovu analize baza podataka kojima raspolažu institucije u Crnoj Gori.

#### 4.3.1. Međunarodno okruženje

Globalna ekonomija je u 2015. godini rasla po nižoj stopi nego u 2014. godini. Procijenjena stopa rasta je, prema MMF-u, iznosila 3,1%<sup>2</sup>, a od početka godine je revidirana 0,4 p.p. naniže. Napredne ekonomije su rasle po stopi od 1,9%, dok je stopa rasta za zemlje u usponu/razvoju iznosila 4,0%.

Manje stope rasta su prvenstveno rezultat nižih stopa po kojima su rasle zemlje u usponu/razvoju, čiji je ponder za kalkulaciju globalne stope rasta veći u odnosu na napredne ekonomije. Nasuprot tome, ekonomski rast razvijenih zemalja je, iako umjeren i neujednačen, bio veći nego u 2014. godini. Obim globalne trgovine je u 2015. godini bio značajno niži nego u prethodnoj godini. (tabela br. 2)

Glavni rizici koji su obilježili 2015. godinu će u velikoj mjeri uticati na globalnu ekonomsku aktivnost i u 2016. godini, a to su dalji pad cijena energenata i berzanskih roba, povećanje kamatnih stopa od strane FED-a, usporavanje i rebalans kineske ekonomije, kao i geopolitički rizici.

Pad cijena nafte je bio izraženiji u drugoj polovini 2015. godine, a glavni razlog tome je bila veća ponuda, odnosno količina proizvodnje, što je bio rezultat strateških politika zemalja glavnih proizvođača nafte. Naravno, cijene nafte i ostalih berzanskih cijena utiču na izgled o inflaciji, a time i na očekivanja oko kretanja monetarne politike. Na globalnom nivou, pozitivni efekat bi trebalo da se vidi kroz raspoloživi dohodak i korporativne prihode, podstičući privatnu potrošnju i investicije u zemljama uvoznicama energenata. S druge strane, u zemljama izvoznicama ovakva cijena obično usporava ili odlaže nove investicije u sektoru energetike. Valute ovih zemalja manje ili više zavise od kretanja cijene nafte. Takođe, jačanje dolara bi povećalo pritisak na cijene berzanskih roba.

<sup>2</sup> Prema MMF-ovom izvještaju „Izgledi globalne ekonomije“ (*World Economic Outlook*), ažuriranom januara 2016.

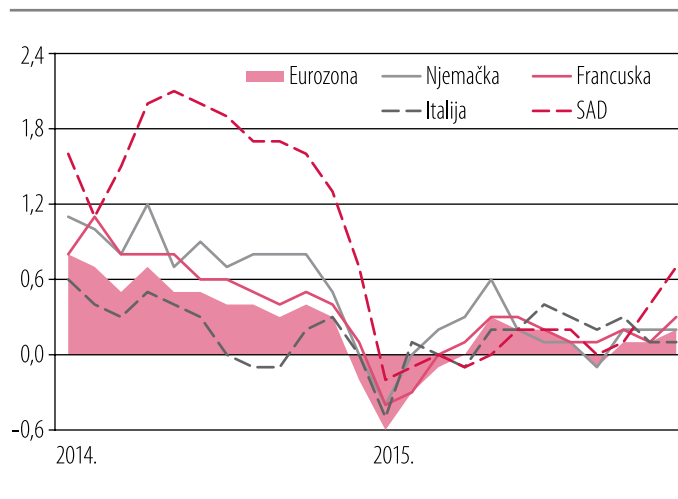
Tabela br. 2 – Pregled glavnih globalnih indikatora, godina na godinu, %

Indikator	2014.	2015.	Projekcije		Razlike u odnosu na projekcije iz oktobra 2015, p.p.		
			2016.	2017.	2016.	2017.	
Rast BDP-a							
Svijet	3,4	3,1	3,4	3,6	-0,2	-0,2	
Napredne ekonomije	1,8	1,9	2,1	2,1	-0,1	-0,1	
Ekonomije u usponu/razvoju	4,6	4,0	4,3	4,7	-0,2	-0,2	
SAD	2,4	2,5	2,6	2,6	-0,2	-0,2	
Eurozona	0,9	1,5	1,7	1,7	0,1	0,0	
Njemačka	1,6	1,5	1,7	1,7	0,1	0,2	
Francuska	0,2	1,1	1,3	1,5	-0,2	-0,1	
Italija	-0,4	0,8	1,3	1,2	0,0	0,0	
Španija	1,4	3,2	2,7	2,3	0,2	0,1	
Japan	0,0	0,6	1,0	0,3	0,0	-0,1	
UK	2,9	2,2	2,2	2,2	0,0	0,0	
Kanada	2,5	1,2	1,7	2,1	0,0	-0,3	
Napredne ekonomije van G7 i Eurozone	2,8	2,1	2,4	2,8	-0,3	-0,1	
Evropske ekonomije u usponu/razvoju	2,8	3,4	3,1	3,4	0,1	0,0	
Rusija	0,6	-3,7	-1,0	1,0	-0,4	0,0	
Kina	7,3	6,9	6,3	6,0	0,0	0,0	
Indija	7,3	7,3	7,5	7,5	0,0	0,0	
Latinska Amerika i Karibi	1,3	-0,3	-0,3	1,6	-1,1	-0,7	
Bliski istok, Sjeverna Afrika, Avganistan i Pakistan	2,8	2,5	3,6	3,6	-0,3	-0,5	
Subsaharska Afrika	5,0	3,5	4,0	4,7	-0,3	-0,2	
Obim globalne trgovine (robe i usluge)	3,4	2,6	3,4	4,1	-0,7	-0,5	
Potrošačke cijene							
Napredne ekonomije	1,4	0,3	1,1	1,7	-0,1	0,0	
Ekonomije u usponu/razvoju	5,1	5,5	5,6	5,9	0,5	1,0	

Izvor: Preuzeto iz MMF-ovih „Izgleda globalne ekonomije“ (WEO), izdanje ažurirano januara 2016.

Prema MMF-u, niske cijene berzanskih roba bi mogle da smanje stopu rasta u zemljama izvoznicama berzanskih roba do 1% u periodu 2015-2017. u poređenju sa periodom 2012-2014, pri čemu bi smanjenje stope rasta u zemljama izvoznicama energenata moglo da bude i do 2,25%. Cijena aluminijuma je u decembru 2015. na godišnjem nivou zabilježila pad od 21,6%, i iznosila je 1.497,2 USD/t.

Niske stope inflacije i deflacija su karakterisale razvijene zemlje i u 2015. godini primarno pod uticajem pada cijena energenata. Godišnja stopa inflacije je u drugoj polovini 2015. godine porasla i u Eurozoni i SAD, premda su to stope inflacije koje su i dalje daleko od srednjoročnog cilja monetarne politike Eurosystema i FED-a. U Eurozoni je uvedena kupovina državnih hartija od vrijednosti na sekundarnom tržištu, tzv. „kvantitativno popuštanje“, a stopa na prekonocne depozite banaka kod Eurosystema je u decembru 2015. snižena sa -0,2% na -0,3%. Nasuprot tome, u SAD je ovakav program okončan, zbog boljih ekonomskih rezultata i projekcija inflacije u srednjem roku. FED je krajem 2015. godine donio odluku da poveća referentnu kamatnu stopu za 0,25 p.p., što je predstavljalo prvo povećanje referentne stope od decembra 2008. godine.

Grafik br. 1 – Indeksi potrošačkih cijena odabranih zemalja<sup>3</sup>, %, 2014-2015.

Izvor: Eurostat, Biro radne statistike SAD

Kineska ekonomija je zabilježila dalje usporavanje u 2015. godini, a procijenjena stopa rasta je iznosila 6,9%, što je najniža stopa rasta u posljednjih 25 godina, dok prognoze MMF-a ukazuju na dalje usporavanje u 2016. i 2017. godini. Uopšteno govoreći, ekonomija Kine je rasla po očekivanim stopama, s tim da su izvoz, a posebno uvoz, značajno pali i zapravo bili pokazatelji slabijih investicija i industrijske proizvodnje. Usporavanje kineske ekonomije je nesumnjivo uticalo na globalni rast, a putem trgovinskih kanala i na najveće trgovinske partnere (EU, SAD i Japan), zatim na cijene berzanskih roba, a time i na zemlje kojima su to glavni izvori prihoda.

Eurozona i njene najveće ekonomije su tokom 2015. ostvarile bolje rezultate nego tokom 2014. godine. Rast se zasnivao na većoj privatnoj potrošnji i izvozu kod nekih zemalja, na šta su pozitivno uticali faktori kao što su niske cijene nafte, slabiji kurs eura i povoljne mogućnosti za zaduživanje. Prema procjeni Evropske komisije, stopa rasta za 2015. godinu iznosi 1,6%, a za 2016. i 2017. godinu se očekuje nastavak ekonomskog oporavka u Eurozoni, uz umjerene stope rasta od 1,7%, odnosno 1,9%, redom. Ekonomija SAD je i u 2015. godini nastavila da raste prilično visokim stopama i uspjela je da održi „zamajac“ iz prethodnih godina. Ekonomije zemalja regiona, sa kojima Crna Gora ima značajnu trgovinsku razmjenu, ostvarile su pozitivne stope rasta.

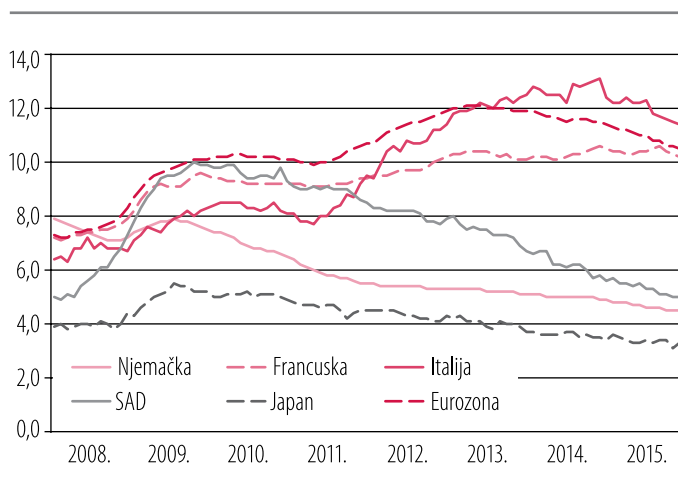
Tokom 2015. godine u gotovo svim zemljama Eurozone došlo je do pada stopa nezaposlenosti<sup>4</sup>. Stope nezaposlenosti su opale u četiri najveće ekonomije Eurozone (Njemačkoj, Francuskoj, Italiji i Španiji), pri čemu njemačka stopa nezaposlenosti (4,5% na kraju 2015. godine) ukazuje na visoku konkurentnost njemačke privrede na svjetskom nivou. Španija, s druge strane, ima izuzetno visoku stopu od 20,8%, uz smanjenje od 2,8 p.p. na godišnjem nivou. Nezaposlenost je i dalje izuzetno visoka u Grčkoj (24,6% u novembru), Hrvatskoj (16,6%), Kipru (15,7%) i Portugalu (12,2%).

<sup>3</sup> HIPC za zemlje Eurozone, IPC za SAD

<sup>4</sup> Za decembarske stope nezaposlenosti u 2015. uzeti su posljednji raspoloživi mjesečni podaci u vrijeme pisanja ovog dijela izvještaja.

Stopa nezaposlenosti se tokom 2015. u SAD takođe smanjivala (dostigavši nivo od 5,0%), nastavivši tako tendenciju postepenog pada još iz posljednjeg kvartala 2009. godine, kada je dostigla nivo od 10%. I stopa nezaposlenosti u Japanu je opala, i to za 0,1 p.p., i iznosila je 3,3%, iako treba reći da stopa nezaposlenosti nije primarni problem japanske ekonomije, već su to deflatorni rizici i slab ekonomski rast (koji se, donekle netipično, ostvaruje uz niske stope nezaposlenosti).

**Grafik br. 2 – Stope nezaposlenosti odabranih zemalja, 2008-2015, %**



Izvor: Eurostat, Biro radne statistike SAD

U 2015. deficiti tekućih računa zemalja Eurozone su se uglavnom smanjili ili su se suficiti povećali. Od najvećih zemalja Eurozone samo Francuska ima deficit, koji ima trend smanjenja. Grčka, koja je imala ogroman deficit tekućeg računa, značajno je popravila svoju poziciju. Ovakva situacija u Eurozoni je rezultat nižih cijena berzanskih roba i veće konkurentnosti izvoznih proizvoda, s obzirom na slabiji euro.

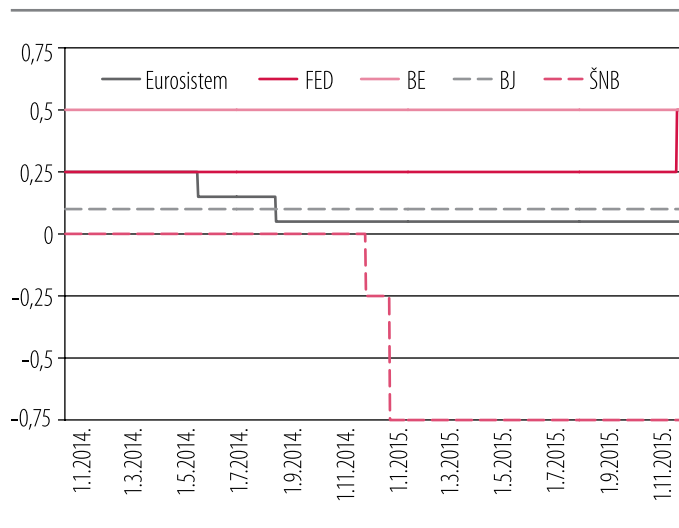
Pozitivna kretanja u državnim finansijama su nastavljena i u 2015. godini, ne samo kod vodećih ekonomija već i kod zemalja tzv. „periferije“. Jasno je da je proces fiskalnog prilagođavanja nastavljen i da su deficiti budžeta sada značajno manji. Takođe, u skladu s manjim deficitom, manja su zaduživanja, pa se može uočiti usporavanje rasta i u određenim slučajevima smanjenje državnog duga. Ipak, neophodna je još jača konsolidacija kod većine zemalja, budući da su nivoi državnog duga pojedinih zemalja izuzetno visoki. Sa druge strane, rast duga privatnog sektora, koji je u mnogim zemljama Eurozone veći od državnog duga, generalno je zaustavljen ili je u blagom padu.

Kretanja u globalnoj ekonomiji tokom 2015. godine su pokazala da i dalje postoji jak uticaj najvećih centralnih banaka, čije su odluke važne kako za lokalna, tako i za globalna tržišta. U cilju ostvarenja ciljane inflacije u srednjem roku, Evropska centralna banka je početkom decembra 2015. donijela odluku da snizi kamatnu stopu na prekonocne depozite za 0,1 p.p. na -0,3%. Glavna referentna kamatna stopa je ostala nepromijenjena. Ovom prilikom odlučeno je da se nastavi program „kvantitativnog popuštanja“ do 2017. godine, odnosno dok god Upravni savjet ECB bude smatrao da je potrebno. Takođe, donesena je odluka da se proširi spektar instrumenata javnog sektora koji se kvalifikuju za program otkupa aktive javnog sektora na tržišni dug regionalnih i lokalnih vlada. S druge strane, na sjednici sredinom decembra 2015. godine, Federalni komitet za operacije na otvorenom tržištu FED-a je, u skladu sa tržišnim

očekivanjima i prethodnim najavama, donio odluku da poveća referentnu kamatnu stopu za 0,25 p.p. na raspon od 0,25% do 0,5%, što je predstavljalo prvo povećanje referentne stope od decembra 2008. godine. Uzimajući u obzir određena „pomjeranja“ na domaćem i međunarodnom tržištu, Komitet je ovakvu odluku obrazložio značajnim napretkom na tržištu rada i očekivanjima oko rasta inflacije do ciljanog nivoa u srednjem roku. Banke Engleske i Japana nastavile su da drže svoje referentne kamatne stope na izuzetno niskim nivoima, od 0,5%, odnosno 0-0,1%, još od marta 2009, odnosno decembra 2008. godine, respektivno.

Referentne međubankarske stope su se kretale shodno pravcima monetarnih politika. EONIA i EURIBOR su bile na rekordno niskim nivoima; EONIA se kretala od 0,09% do -0,24% dok se tromjesečni EURIBOR kretao između 0,08% i -0,13%. Šestomjesečni LIBOR na američki dolar je rastao tokom godine, a posebno u posljednjem kvartalu, što je uzrokovano tržišnim očekivanjima i naposljetku povećanjem referentne kamatne stope FED-a. Šestomjesečni LIBOR se kretao od 0,35% do 0,85%.

**Grafik br. 3 – Referentne kamatne stope centralnih banaka, %, 2014-2015.**



Izvor: Blumberg

Povezanost i uticaj kineske ekonomije na svjetsku ekonomiju je posebno bio vidljiv u 2015. godini u domenu finansijskih tržišta. Krah kineskog SSE kompozitnog indeksa, koji se desio sredinom juna 2015. godine, imao je brz i veliki „odjek“ na svjetskim tržištima kapitala. Američko tržište, kao tržište sa većom dubinom i pouzdanošću, pokazalo je relativno veliku otpornost na inicijalni krah šangajskog indeksa. Međutim, krajem avgusta, pod uticajem više simultanih faktora (pad cijena berzanskih roba, niska stopa inflacije, pad vrijednosti većine azijskih valuta u odnosu na dolar, nesigurnost oko monetarne politike u SAD), tržište kapitala u SAD zabilježilo je ogroman trodnevni pad. Indeksi su se potom oporavili, ali su i dalje bili ispod prosječne vrijednosti za prva dva kvartala 2015. godine, što je posebno bilo izraženo na evropskim tržištima. Postepeno se smanjivala i volatilnost, sve do promjena kamatnih stopa FED-a i ECB-a. Već krajem decembra 2015. i početkom 2016. godine, uslijedio je novi veliki pad vodećih indeksa, koji je vrijednosti većine indeksa približio na nivo iz 2013. godine.



Euro je tokom 2015. godine nominalno deprecirao u odnosu na glavne svjetske valute. U odnosu na dolar, jen, franak i funtu, euro je deprecirao za 10,2% (sa 1,2098 na 1,0857 USD za jedan euro), 9,9% i 9,5% i 5,1%, respektivno. Koeficijent varijacije prema pomenutim valutama je iznosio 2,6%, 2,5%, 3,3% i 2,5%, respektivno. Izuzetak je bilo trgovanje nakon objave Švajcarske nacionalne banke da više neće braniti jačanje franka u odnosu na euro, počev od sredine januara 2015. godine.

Prinosi na desetogodišnje obveznice većine zemalja Eurozone su pali tokom 2015. godine. Prinosi na američke desetogodišnje državne obveznice su na kraju 2015. godine iznosili 2,2%, što predstavlja primamljivu premiju rizika investitorima, nad ekvivalentnim njemačkim i švajcarskim obveznicama, koje su na kraju godine imale prinos od 0,27% odnosno -0,06%. To bi moglo uticati na dalje jačanje dolara, odnosno slabljenje eura. Cijena zlata je na kraju 2015. godine iznosila 1.061,1 dolar za finu uncu.

#### 4.3.2. Makroekonomska kretanja u zemlji

Ekonomski rast u Crnoj Gori tokom 2015. godine pokazuje snažnije signale oporavka u odnosu na prethodni period. Uglavnom svi indikatori kojima se mjeri privredna djelatnost u zemlji, bilježe relativno snažan godišnji rast, doprinoseći pozitivnoj stopi ukupnog realnog rasta od oko 3,2%<sup>5</sup>.

**Tabela br. 3 – Kretanje odabranih djelatnosti, 2015/2014, %**

Trgovina na malo, promet (stalne cijene)	2,2
Turizam	
Broj dolazaka	12,9
Broj noćenja	15,7
Prerađivačka industrija, fizički obim	19,9
Građevinarstvo	
Vrijednost izvršenih radova	5,8
Izvršeni efektivni časovi	4,7
Snabdijevanje električnom energijom, gasom i parom	-5,9
Vađenje ruda i kamena, fizički obim	-8,1
Šumarstvo, fizički obim (ponderisano kroz indeks)	17,6

Izvor: Monstat

Prema konačnim podacima Monstat-a, realni rast BDP-a Crne Gore u 2014. godini iznosio je 1,8%, dok je po kvartalima u 2015. godine ostvaren realni rast od 3%, 3,7%, 4,2% i 1,4%, respektivno, u odnosu na isti period 2014. godine. Prema procjenama Monstata realna stopa rasta bruto domaćeg proizvoda na osnovu kvartalnih procjena u 2015. godini iznosi 3,2%.

Kretanja na tržištu rada nemaju konzistentan trend. Izvještajnu, 2015. godinu, karakteriše rast i broja zaposlenih (1,2%) i registrovanih nezaposlenih lica (3,9%). Stopa nezaposlenosti i dalje je veoma visoka. Prema podacima Zavoda za zapošljavanje, stopa nezaposlenosti u decembru iznosila je 17,24% i bila veća je za 2,29 p.p. u poređenju sa stanjem na kraju decembra prethodne godine. U 2015. godini ostvaren je

<sup>5</sup> Preliminarna procjena Monstat-a na osnovu kvartalnih procjena u 2015. godini

blagi rast bruto i neto zarada, od 0,3% odnosno 0,6% što još uvijek nije dovoljno za snažniji oporavak agregatne tražnje, ali u isto vrijeme smanjen pritisak faktora rada, doprinosi očuvanju konkurentnosti privrednika.

**Tabela br. 4 – Osnovni indikatori tržišta rada (godišnji prosjek)**

	2014.	2015.	Promjena (2015/2014), %
Zaposleni	173.595	175.617	1,2
Nezaposleni	33.284	34.587	3,9
Zarade, bruto, €	723	725	0,3
Zarade, neto, €	477	480	0,6

Izvor: Monstat, Zavod za zapošljavanje

Za 2015. godinu je karakteristična i dalje prisutna smanjena likvidnost i nedovoljan oporavak realnog sektora. Pokazatelji sprovođenja prinudne naplate ukazuju na problem likvidnosti sektora privrede. Na dan 31.12.2015. godine u blokadi je bilo 14.870 izvršnih dužnika što je u odnosu na stanje od 31.12.2014. godine rast od 5%. U vrijednosnom smislu, na dan 31.12.2015. godine, ukupan iznos duga po osnovu koga je izvršeno blokiranje računa iznosio je 548.021.273,62 €, što je 16,3% više nego na kraju 2014. godine. Sa druge strane, procenat učešća lica koja su u blokadi je u padu i iznosio je 19,3%, odnosno za 2,5 p.p. manje u odnosu na kraj 2014. godine. Važno je napomenuti da je na dan 31.12.2015. godine, koncentracija duga bila relativno velika, tako da je na primjer, 10 najvećih dužnika, odnosno 0,07% od ukupno evidentiranih dužnika, učestvovalo sa 12,25% u ukupnom iznosu blokade, što znači da je njihova blokada iznosila 67.159.234,05 €.

Realni rast u 2016. godini biće pod uticajem velikog broja faktora, koji će uticati na intenzitet i nivo oporavka. Najvažnije varijable za koje se očekuje da će uticati na visok priliv stranog kapitala su: nastavak radova na velikom broju započetih investicionih projekata u turizmu, sektoru energetike i javnom sektoru (izgradnja auto-puta), kao i dinamika realizacije najavljenih novih investicionih projekata za 2016. godinu. Priliv kapitala je bio glavni pokretač privrede prethodnih nekoliko godina. Od situacije na međunarodnom tržištu i spremnosti stranih investitora da investiraju (kreditiraju), zavisice visina stranih direktnih investicija u zemljama u razvoju, pa tako i u Crnoj Gori.

Izgradnja auto-puta ima dvojak uticaj na stanje privredne aktivnosti i nivo rizika u Crnoj Gori. Ova kapitalna i jednokratna investicija uticaće na rast ekonomske aktivnosti, ali sa druge strane i na rast javnog duga i povećanje pritiska u fiskalnom sektoru. Prilikom realizacije ovako značajnih infrastrukturnih projekata, veoma je važno da razvojna komponenta omogući održivost javnog duga.

Prema prognozama inostranih institucija (tabela br. 5), očekuje se stopa rasta od 3,75% (prosti prosjek procjena rasta BDP-a od strane navedenih međunarodnih institucija).

Tabela br. 5 – Procjene međunarodnih institucija o kretanju BDP-a Crne Gore u 2016. godini (u %)

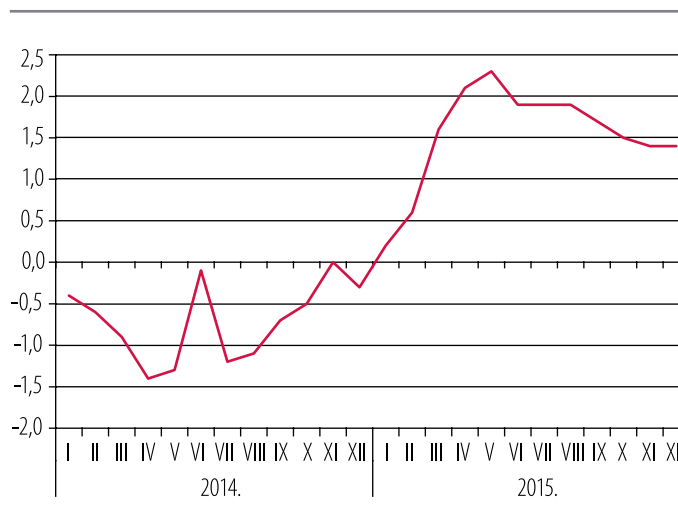
Institucija	Procijenjena stopa rasta za 2016. godinu
MMF	4,7
EBRD	4,0
Odjeljenje UN za ekonomska i socijalna pitanja	3,3
Evropska komisija	4,0
Bečki institut	2,8
Svjetska banka	3,7

Izvor: sajтови pojedinih institucija

## Inflacija

Godišnja stopa inflacije, mjerena indeksom potrošačkih cijena, u decembru 2015. godine je iznosila 1,4%. Prosječna godišnja inflacija u 2015. godini iznosila je 1,5%, što je više od nivoa prosječne godišnje inflacije u EU (0,0%). Najveći doprinos godišnjoj inflaciji u 2015. godini dali su rast cijena u kategoriji hrana i bezalkoholna pića (2,4%), stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva (1,6%), odjeća i obuća (5,0%), zdravlje (1,6%), alkoholna pića i duvan (3,3%) i hoteli i restorani (3,4%).

Grafik br. 4 – Potrošačke cijene, godišnja stopa rasta, %, 2014-2015.



Izvor: Monstat

Grafik fena inflacije (*fan chart*) Crne Gore je baziran na procjeni ARIMA modela, za 2016. godinu pokazuje da će se, sa vjerovatnoćom od 90%, inflacija, mjerena preko indeksa potrošačkih cijena, u zavisnosti od mjeseca, kretati u intervalu od 0,7% do 2,8%. Pritom, za kraj 2016. godine se projektuje inflacija u rasponu od 1,9% do 2,8%. Naime, sa rastom vremenskog horizonta za projektovanje, raste i neizvjesnost, a samim tim se širi i raspon prognoze. Centralna projekcija grafika fena (koja se odnosi na najtamniji dio

grafika), predstavlja raspon vjerovatnoće od 10%. Centralna projekcija modela ukazuje da će prosječna inflacija u 2016. godini iznositi 1,6%.

### Budžetski deficit, državni dug i garancije

Fiskalna konsolidacija je bila prioritet fiskalne politike i u 2015. godini, međutim budžetske projekcije nijesu ostvarene u obimu i dinamici kao što je planirano. Tako je i u 2015. godini nastavljen trend negativnog salda budžeta. Crnogorski budžet karakterisao je veći nivo deficita od planiranog, primarno usljed otplate obaveza iz prethodnog perioda i kapitalnih izdataka u tekućem budžetu.

**Tabela br. 6 – Kretanje budžetskog deficita/suficita-najnoviji podaci**

Opis/Period	2011.	2012.	2013.	2014.	Preliminarni podaci 2015.	Projekcija 2016.
Izvorni prihodi, u milionima eura	1.133,2	1.126,1	1.243,4	1.353,6	1.326,7	1.458,5
Izdaci, u milionima eura	1.318,8	1.333,9	1.459,2	1.460,7	1.618,0	1.732,4
Deficit/suficit, u milionima eura	-185,7	-207,8	-215,8	-107,1	-291,3	-273,9
Deficit/suficit, kao % učešća u BDP-u	-5,6	-6,5	-6,4	-3,1	-8,1	-7,2

Izvor: 2011-2014 – zakoni o završnim računima, 2015-2016 – MF (GDSS tabele)

Izvorni prihodi budžeta u 2015. godini iznosili su 1,33 milijarde eura ili 36,9% procijenjenog BDP-a<sup>6</sup>. U odnosu na plan, ovi prihodi su bili niži za 0,2%. Na pad prihoda uticala je manja naplata poreza od planirane i to najviše kao rezultat nižeg ostvarenja prihoda od PDV-a (za 23,1 miliona eura, ili 4,8%), poreza na dobit pravnih lica (za 4,5 miliona eura, ili 9,6%) i poreza na dohodak fizičkih lica (za 3,2 miliona eura, ili 2,9%). U odnosu na 2014. godinu, izvorni prihodi zabilježili su pad od 2%.

Najznačajnije povećanje prihoda u odnosu na 2014. godinu evidentirano je kod naplate akciza koje su iznosile 170 miliona eura, što predstavlja rast od 8,7% ili 13,5 miliona eura. Povećanje ovih prihoda rezultat je povećanja akciza na cigarete shodno „akciznom kalendaru“, a što je u funkciji harmonizacije domaće regulative sa EU propisima.

Prema procjeni Ministarstva finansija, ukupni primici budžeta (izvorni prihodi i dodatno finansiranje) u 2015. godini iznosili su 2,17 milijardi eura, ili 60,3% procijenjenog BDP-a. Konsolidovani izdaci budžeta u 2015. godini iznosili su 1,62 milijarde eura, što čini 45% procijenjenog BDP-a. Ostvareni izdaci u odnosu na 2014. godinu zabilježili su rast od 10,8%. Gledano u odnosu na plan, izdaci su viši za 3,4% (za 53 miliona eura), a odstupanje je u najvećoj mjeri rezultat rasta, koji je zabilježen kod otplate obaveza iz prethodnih godina, kapitalnih izdataka u tekućem budžetu, kod rashoda za usluge, kao i kod transfera institucijama, pojedincima, nevladinom i javnom sektoru.

Prema procjeni Ministarstva finansija, budžet Crne Gore je u 2015. godini ostvario deficit u iznosu od 291,3 miliona eura, ili 8,1% BDP-a, viši je za 184,1 milion eura od deficita ostvarenog u 2014. godini. Ovo je sedma godina za redom u kojoj je zabilježen deficit budžeta, što ukazuje na i dalje prisutan pritisak

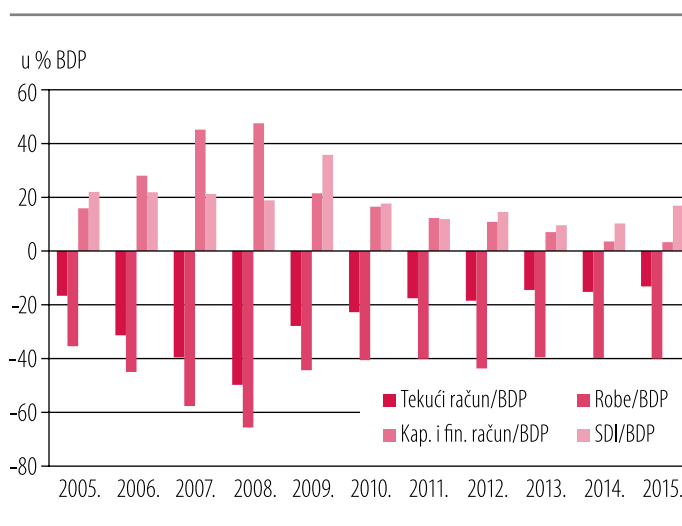
<sup>6</sup> Monstat, preliminarni podatak za BDP za 2015. godinu iznosi 3,60 milijardi eura.

ove ranjivosti na fiskalnu i ukupnu finansijsku stabilnost sistema. Dodatno, otplata duga iznosila je 541,7 miliona eura (što je iznos koji ne ulazi u deficit).

### Platni bilans

Prema preliminarnim podacima, u 2015. godini deficit tekućeg računa iznosio je 481,9 miliona eura i manji je za 8,3% u poređenju sa 2014. godinom. Smanjenje deficita tekućeg računa rezultat je povećanja suficita na računu usluga i primarnog dohotka.

**Grafik br. 5 – Salda različitih računa platnog bilansa, 2005-2015.**



Izvor: CBCG

Na računu primarnih dohodaka ostvaren je suficit u iznosu od 92,8 miliona eura, što je značajno više nego u 2014. godini (za 46,9 miliona eura). Na računu sekundarnih dohodaka ostvaren je suficit u iznosu od 98,8 miliona eura, što je za 13,7% manje nego u 2014. godini. Neto strane direktne investicije u 2015. godini, prema preliminarnim podacima, iznosile su 619,3 miliona eura, što predstavlja povećanje od 75% u poređenju sa prethodnom godinom. Povećanje neto priliva je rezultat značajnog rasta priliva po osnovu ulaganja u domaće kompanije i banke, kao i manjeg povlačenja stranih investicija u poređenju sa prethodnom godinom. Ukupan priliv SDI iznosio je 757,4 miliona eura, što je za 52,1% više u odnosu na 2014. godinu. Na računu portfolio investicija u 2015. godini zabilježen je neto priliv u iznosu od 112,1 milion eura, što je rezultat zaduživanja države emisijom euroobveznica na međunarodnom tržištu kapitala. Na računu ostalih investicija<sup>7</sup> ostvaren je neto odliv u iznosu od 485,4 miliona eura i karakteriše smanjenje obaveza banaka i ostalih sektora privrede po osnovu uzetih kredita, dok su povećane obaveze države.

### Cijene nekretnina

Na tržištu nekretnina u 2015. godini nastavljen je trend prilagođavanja velike ponude ograničenoj tražnji, kroz smanjivanje cijena stambenih objekata. Tek u trećem kvartalu 2015. godine, zaustavljen je

<sup>7</sup> Uključeno avansno plaćanje Vlade kineskoj kompaniji CRBC za izgradnju autoputa u iznosu od 170,5 miliona eura.

trend pada cijena nekretnina. Prema rezultatima septembarske ankete, prosječna cijena nekretnina po kvadratnom metru<sup>8</sup> u Podgorici iznosila je 939 eura, što predstavlja rast od 1,97% u odnosu na mart 2015. godine. Posmatrajući lančani indeks kretanja cijena nekretnina, može se vidjeti da je u septembru 2015. godine prekinut pad cijena nekretnina koji je započet u junu 2013. godine, nakon prethodne trogodišnje stagnacije cijena na tržištu. Ipak, ukoliko upoređujemo cijene nekretnina u periodu septembar 2014/2015. godine, zabilježen je pad cijena nekretnina od 1%.

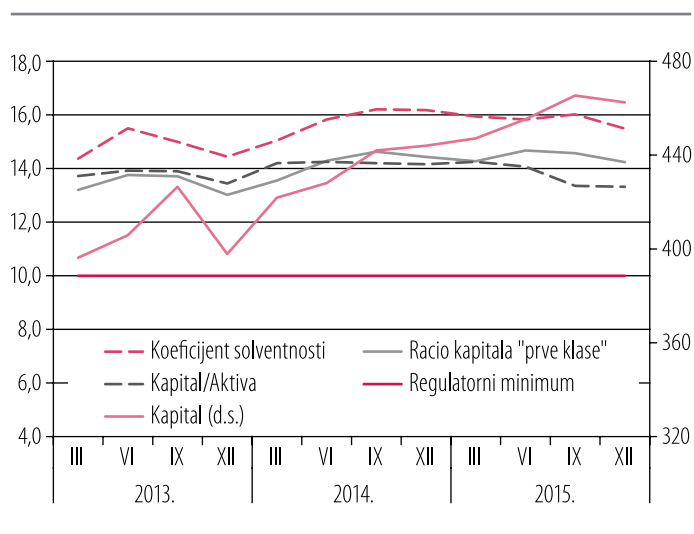
## Finansijski sistem

### Bankarski sektor

Sve banke su na kraju 2015. godine imale koeficijent solventnosti iznad regulatornog minimuma od 10%, a agregatni koeficijent je iznosio 15,49%. Takođe, banke su bile adekvatno kapitalizovane na kraju svakog kvartala. Racio kapitala „prve klase“ je iznosio 14,24%.

Kapital banaka je na kraju 2015. godine činio 13,3% bilansne sume, što je za 0,8 p.p. manje u odnosu na kraj prethodne godine, s tim da se ukupni kapital povećao za 4,2%. Na tržištu su se pojavile dvije nove banke, čiji je akcijski kapital iznosio 16,5 miliona eura. Tri banke su izvršile dokapitalizaciju u ukupnom iznosu od 11,9 miliona eura.

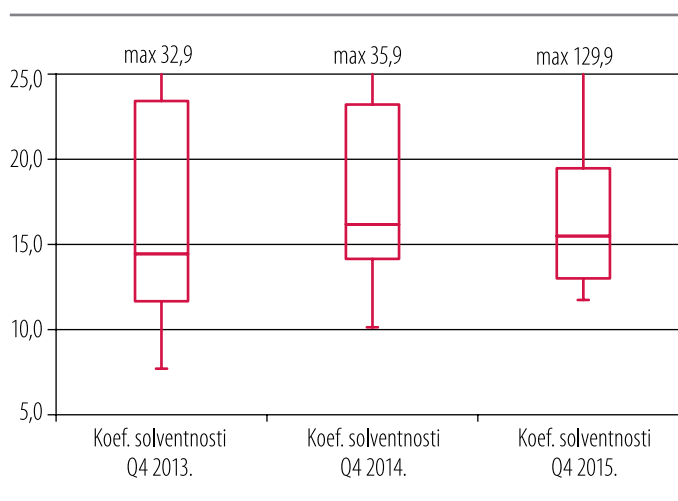
**Grafik br. 6 – Kretanje osnovnih racija kapitala (lijeva skala), %, i ukupni kapital (desna skala), u milionima eura, kraj kvartala, 2013-2015.**



Izvor: CBCG

<sup>8</sup> Prema hedonističkom indeksu dobijenom iz ankete koju sprovodi CBCG, gdje se cijene ne odnose na stvarne, realizovane cijene, već u osnovi predstavljaju subjektivne cijene vlasnika nekretnina, tj. cijene ispod kojih oni ne bi bili spremni da prodaju nekretnine koje posjeduju.

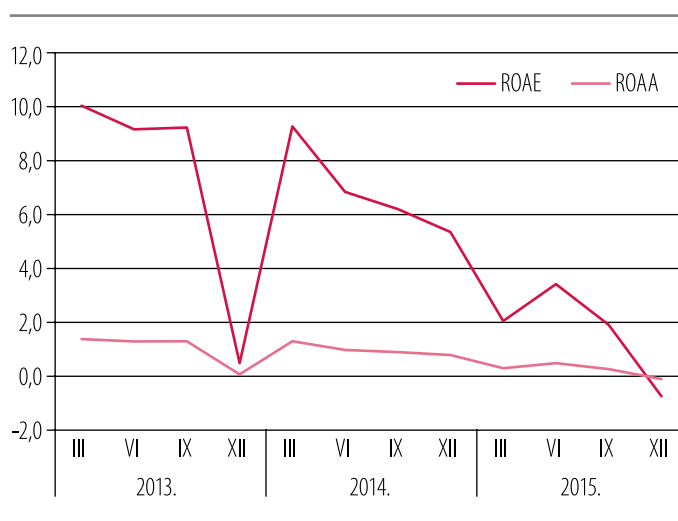
**Grafik br. 7 – Disperzija koeficijenta solventnosti u sistemu<sup>9</sup>, %**



Izvor: CBCG

Bankarski sektor je ostvario negativan finansijski rezultat u 2015. godini, u iznosu od 3,4 miliona eura. Gubitak na agregatnom nivou je rezultat prilično visokih troškova rezervisanja. Devet banaka je godinu završilo sa dobitkom, dok je pet banaka poslovalo negativno (jedna srednja i četiri male banke). Međutim, i pored agregatnog gubitka, treba istaći da je četiri od pet najvećih banaka povećalo profit u ovoj godini. Značajan uticaj na ostvareni rezultat bankarskog sistema je imao Zakon o konverziji kredita odobrenih u švajcarskim francima. Shodno agregatnom rezultatu, povraćaj na prosječni kapital (ROAE) i povraćaj na prosječnu aktivu (ROAA) na kraju 2015. iznosili su -0,7% i -0,1%, respektivno.

**Grafik br. 8 – Kretanje ROAE i ROAA, %<sup>10</sup>, kraj kvartala, 2013-2015.**



Izvor: CBCG

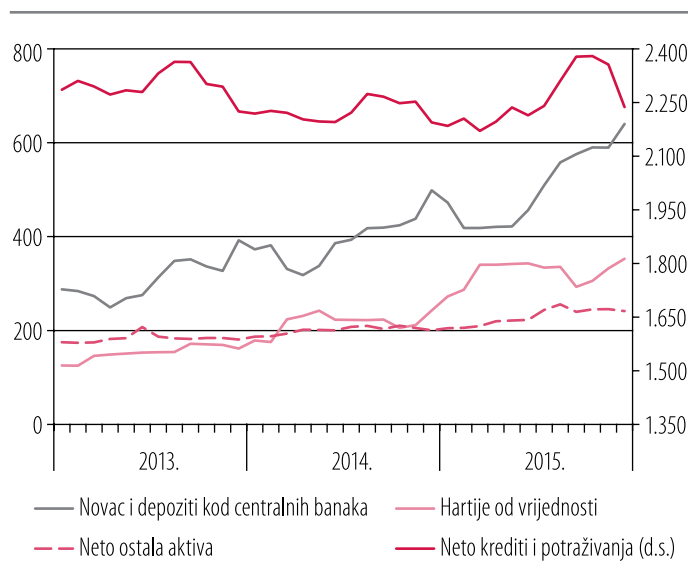
<sup>9</sup> Minimum, prvi kvartil, sistem, treći kvartil i maksimum, odozdo prema gore.

<sup>10</sup> Kvartalni ROAE i ROAA su analizovani množenjem racija za prvi kvartal, prvo polugode i prva tri kvartala (po odgovarajućim kumulativima neto profita) sa 4, 2 i 4/3, respektivno.

Prihodi od kamata i sličnih prihoda bilježe pad, kao i rashodi od kamata, s tim da je pad kod rashoda izraženiji. Ogromna likvidnost, koja je vidno porasla posljednje tri godine, u vezi je sa promjenom strukture izvora finansiranja. S druge strane, slaba kreditna aktivnost i pad kamatnih stopa u posljednjem periodu smanjuju prihode banaka. Takođe, povećavala se konkurencija na tržištu ulaskom novih banaka, a treba imati u vidu veličinu tržišta i limitiranosti crnogorske ekonomije. Samim tim, operativni troškovi će u narednom periodu biti izraženiji.

Ukupna bilansna suma je u porastu 10,7% na kraju 2015. u odnosu na kraj 2014. U 2015. godini su nastavljena kretanja osnovnih agregata aktive koja su karakterisala prethodnu godinu. Učešće neto kredita je smanjeno za 5,5 p.p. na 64,4%, dok je učešće novčanih sredstava i depozita kod centralnih banaka povećano za 2,5 p.p., na 18,4%. Hartije od vrijednosti su i tokom 2015. godine bile predmet interesovanja banaka, pa su na godišnjem nivou porasle za 45,5%, a njihovo učešće u aktivi je uvećano za 2,4 p.p. na 10,2% aktive.

**Grafik br. 9 – Struktura aktive, 2013-2015, kraj mjeseca, u milionima eura**

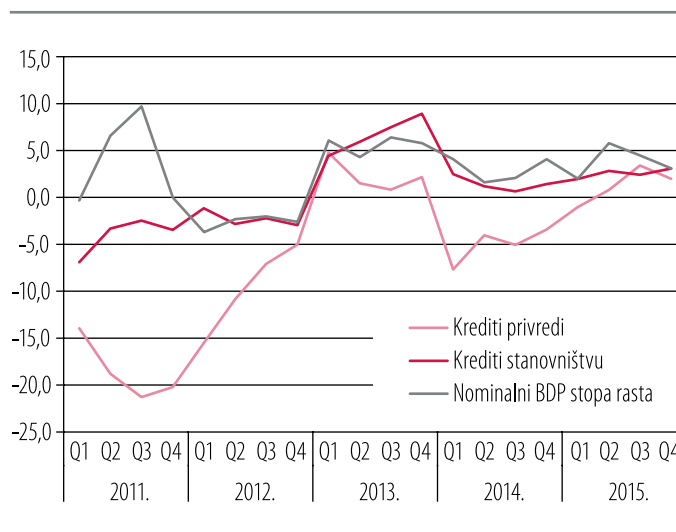


Izvor: CBCG

Banke su odobrile 20,1% više novih kredita nego u 2014 (962,7 miliona eura), ali ukupni krediti su ostvarili skroman rast. Kreditiranje privatnog sektora – stanovništva i privrede je na godišnjem nivou poraslo 3,1% i 2,0%, redom. To su i dalje nedovoljne stope kreditnog rasta za pokretanje snažnijeg ekonomskog rasta, ali je kreditni rast u 2015. godini bio blizu nominalnom rastu BDP-a.



**Grafik br. 10 – Kvartalna stopa rasta (q/q-4) kredita privatnog sektora i nominalna stopa rasta BDP-a, 2011-2015, %**

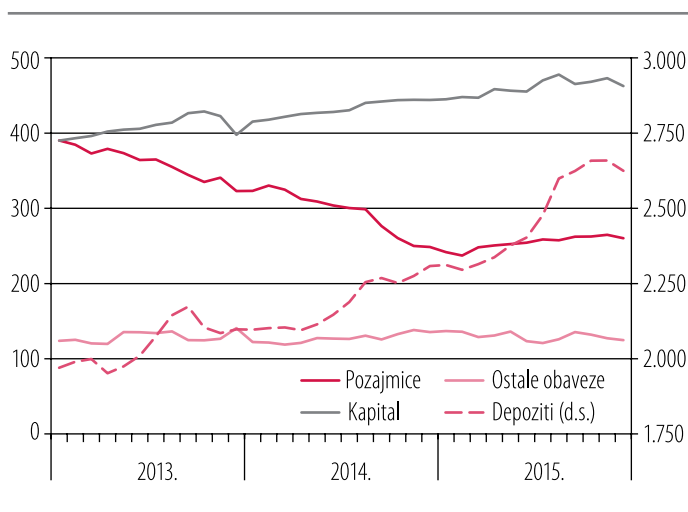


Izvor: CBCG, Monstat

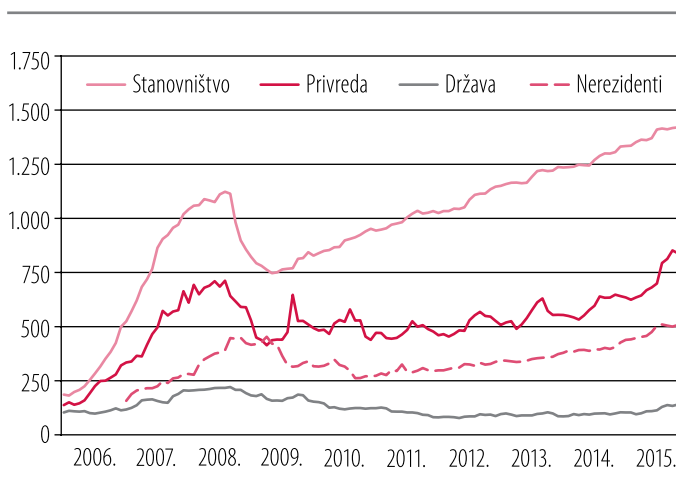
U strukturi pasive, pozicija depozita je na kraju 2015. godine povećana za 2,0 p.p. na 75,6% pasive, s obzirom na to da je godišnji rast depozita iznosio 13,7%. Ukupni depoziti su sredinom godine dostigli istorijski najveću vrijednost. Depoziti sektora stanovništva su odavno iznad nivoa iz 2008. godine, a ohrabruje podatak da su od ove godine i depoziti privrede na istorijski najvišem nivou. Ukupni depoziti su na kraju godine iznosili 2,62 milijarde eura.

Pozajmice, koje su dugi niz godina bilježile pad, u 2015. su blago rasle, premda je to daleko od uloge u strukturi finansiranja koji su imale u periodu do sredine 2009. godine. Banke nastavljaju da se u velikoj mjeri finansiraju putem depozita, koji su tokom 2015. godine porasli 13,7%. Depoziti nerezidenata povećavaju značaj, a tokom godine su porasli 21,5% i predstavljaju 19,8% ukupnih depozita. Strana aktiva i pasiva su relativno uravnotežene. Likvidna sredstva su i u ovoj godini nastavila da rastu, što ukazuje i na određenu „neupošljenost“ sredstava, odnosno oprez u kreditiranju. Izloženost banaka prema državnom sektoru je porasla.

Grafik br. 11 – Struktura pasive, 2013-2015, kraj mjeseca, u milionima eura



Izvor: CBCG

Grafik br. 12 – Depoziti po sektorima, 2006-2015, kraj mjeseca, u milionima eura<sup>11</sup>

Izvor: CBCG

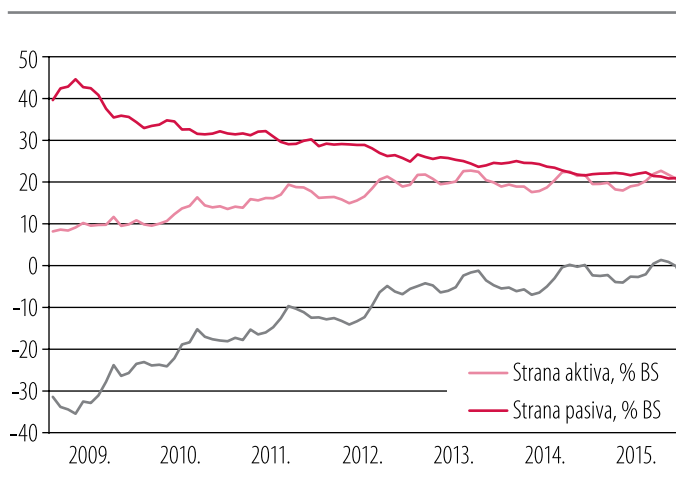
Gledano iz ugla ročne usklađenosti izvora i plasmana, učešće depozita po viđenju je za tri godine (2013-2015) poraslo sa 42% na 50,7% ukupnih depozita. Raslo je učešće i dugoročnih depozita u istom periodu, sa 23,5% na 29,8%, na uštrb kratkoročnih depozita, čiji je udio smanjen za 14,9 p.p. na 19,5%.

Tokom 2015. strana aktiva je bila na približno istom učešću u bilansnoj sumi kao tokom 2014. godine, dok je učešće strane pasive bilo nešto niže. Kod strane aktive primjetan je sezonski efekat zbog povećanja

<sup>11</sup> Za sektor privrede su uzeti depoziti privrednih društava u privatnom vlasništvu, privrednih društava u državnom vlasništvu i preduzetnika. Sektor države predstavlja opštu Vladu (centralna vlada, regulatorne agencije, jedinice lokalne samouprave i državni fondovi).

novčanih sredstava u trećem kvartalu, odnosno turističke sezone. Na kraju godine, NSA u odnosu na ukupnu aktivu je iznosila -4,4%, uz učešće strane aktive od 17%, a strane pasive 21,4% u ukupnoj bilansnoj sumi.

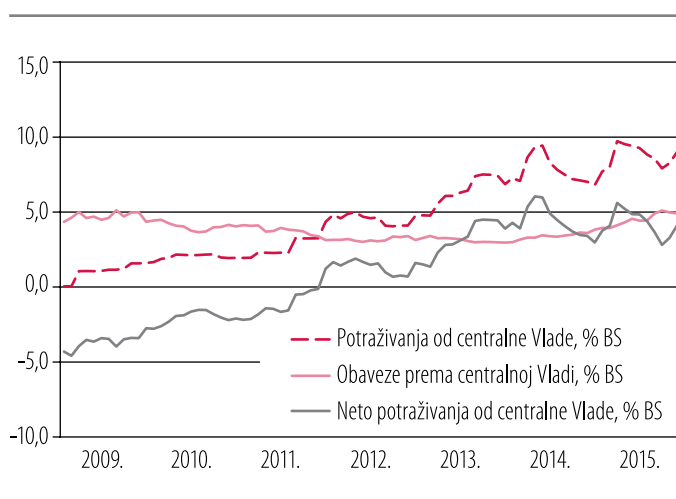
**Grafik br. 13 – SA, SP i NSA u odnosu na bilansnu sumu, 2009-2015, kraj mjeseca, %**



Izvor: CBCG

Banke su povećale izloženost prema centralnoj Vladi, a rast potraživanja je za godinu dana iznosio 53,2%, što je na kraju godine iznosilo 327,2 miliona eura ili 9,4% bilansne sume. Krediti centralnoj Vladi su tokom godine gotovo upola smanjeni, dok je izloženost po hartijama od vrijednosti porasla 3,2 puta. Uprkos rastu obaveza banaka prema centralnoj Vladi (41,9%), neto potraživanja banaka prema tom sektoru su povećana i iznosila su 4,5% bilansne sume.

**Grafik br. 14 – Izloženost banka prema centralnoj Vladi u odnosu na bilansnu sumu, 2009-2015, kraj mjeseca,%**



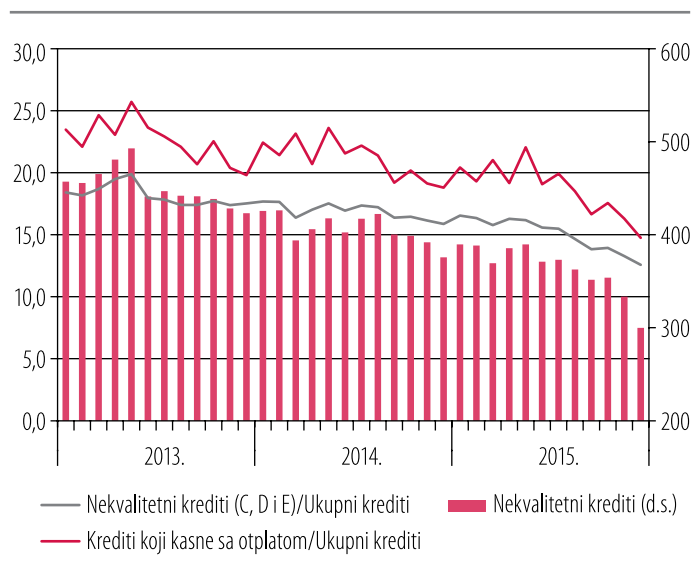
Izvor: CBCG

Dugogodišnja tendencija smanjenja koncentracije bankarskog sektora je nastavljena i tokom 2015. godine. Mjereno Hiršman-Herfindalovim indeksom, od nekada izuzetno koncentrisanog tržišta i dominante uloge tri najveće banke, danas je situacija vidno promijenjena, a tržište banaka je bliže granici tzv. konkurentnog tržišta.

Kreditni rizik je najveći rizik u bankarskom sektoru. Pored značajnog smanjenja nekvalitetnih kredita tokom 2015. godine, stanje i učešće ovih kredita je i dalje visoko. S obzirom na to da je kreditna politika banaka opreznija, negativni uticaj kreditnog rizika na kapital će biti manji. S druge strane, najveći prihodi banaka su prihodi od kamata pa će banke, moguće, u budućnosti dodatno diverzifikovati investicionu politiku.

Banke su 2015. godinu završile s učešćem nekvalitetnih kredita u ukupnim kreditima od 12,6%<sup>12</sup> (uz iznos od 300 miliona eura), tj. zabilježen je pad od 3,3 p.p. u odnosu na kraj 2014. Krediti koji kasne s otplatom više od 30 dana takođe bilježe pad učešća, sa 18,8% na 14,8% (uz iznos od 352 miliona eura). Banke su i tokom 2015. održavale značajan nivo portfolija restrukturiranih kredita, premda se iznos restrukturiranih kredita smanjio za 16,8% na 315,1 milion eura, dok je njihovo učešće u ukupnim kreditima smanjeno za 3,6 p.p. na 15,8%.

**Grafik br. 15 – Ukupni nekvalitetni krediti (desna skala), u milionima eura, i učešća odabranih kategorija (lijeva skala), %, kraj mjeseca, 2013-2015.**



Izvor: CBCG

Racio pokrivenosti nekvalitetnih kredita<sup>13</sup> je isti u odnosu na kraj prethodne godine (39,5%), što je relativno niska pokrivenost. Racio neto nekvalitetnih kredita prema kapitalu je povoljniji na kraju 2015, pošto je opao sa 54,8% na kraju 2014. na 42,5%, kao rezultat smanjenja nekvalitetnih kredita i povećanja kapitala.

<sup>12</sup> *Kreditni* čije se kretanje komentariše u ovom izvještaju odnose se na bruto iznose (sa ispravkama vrijednosti), dok ne uključuju pripadajuća kamatna potraživanja i vremenska razgraničenja naknada (kamata), ukoliko nije drugačije naznačeno.

<sup>13</sup> Odnos ispravki vrijednosti za gubitke po nekvalitetnim kreditima prema nekvalitetnim kreditima.

Kretanje nekvalitetnih kredita će u velikoj mjeri zavisiti od likvidnosti domaće privrede, koja je jedan od ključnih izvora rizika u državi. Napredak bi se suštinski ostvario kroz povećanje privredne aktivnosti na održivim osnovama – nove investicije koje bi zapošljavale stanovništvo, usmjeravale kapitalne tokove u Crnu Goru, te smanjivale deficit tekućeg računa. Kao katalizator ekonomske aktivnosti u kratkom i srednjem roku bi bila realizacija planiranih i započelih projekata – izgradnja autoputa, projekti u energetici i projekti velikih turističkih kompleksa. Takođe je važno da se u srednjem roku riješe mnogi strukturni problemi.

Da privreda predstavlja najveći izvor kreditnog rizika može se zaključiti iz učešća kredita koji kasne s otplatom više od 30 dana kod pravnih lica<sup>14</sup> i fizičkih lica – 24,4% naspram 11%. Ipak treba pomenuti ogromno smanjenje učešća ovih kredita kod oba sektora. Veći nivo kredita koji kasne kod privrede u odnosu na stanovništvo nije neuobičajena situacija, budući da je sektor stanovništva, zbog drugačijeg tipa obezbjeđivanja kredita, kao i zbog neraspologanja „ograničenom odgovornošću“, primoran da bude disciplinovaniji. Pored toga, u aktuelnom crnogorskom slučaju uzroke bi trebalo tražiti u strukturi privrede (orijentisanost na uvoz i crnogorsko tržište), tj. u problemima u određenim sektorima privrede čije se funkcionisanje u značajnoj mjeri zasnivalo na prilivima sa finansijskog računa platnog bilansa, a imajući u vidu da su ti prilivi u posljednjih nekoliko godina u padu. S druge strane, značajan dio zaposlenih (stanovništva) radi u državnom sektoru, čija pozicija tokom istog perioda ipak nije bila toliko poljuljana, najviše zahvaljujući mogućnosti zaduživanja tog sektora iz inostranstva.

Banke nijesu značajnije izložene riziku likvidnosti, imajući u vidu da je rast aktive upravo vođen rastom likvidnosti te da veliki dio tih sredstava egzistira u vidu inoplasmana po viđenju. Likvidna aktiva<sup>15</sup> je na kraju 2015. učestvovala sa 24,7% u ukupnoj aktivni, iznosivši 860,2 miliona eura, što je rast od 23,4% u odnosu na kraj 2014. godine. Pokrivenost kratkoročnih obaveza likvidnom aktivom zabilježila je slično kretanje, i na kraju 2015. godine iznosila je 40,2%. Racio kredita i depozita je u stalnom padu, a u 2015. je pao ispod 100%. Novčana sredstva su zabilježila veliki rast na godišnjem nivou, od 28,4%. Dekadni pokazatelj likvidnosti je tokom 2015. bio znatno iznad propisanog minimuma, uz slično kretanje kao i kod likvidne aktive.<sup>16</sup>

Rizik promjene kamatne stope u smislu trgovačkih aktivnosti gotovo da ne postoji u bankarskom sektoru Crne Gore, budući da su trgovačke pozicije koje bi promjena kamatnih stopa pogađala zanemarljive. Rizik kamatne stope van trgovačkih aktivnosti svakako da postoji, ali ga banke uglavnom prebacuju na klijente.

Kamatni spred<sup>17</sup> na nivou bankarskog sektora je tokom 2015. blago smanjen, s obzirom da je tokom 2015. smanjenje prihoda po osnovu kamata bilo veće nego što je bio pad rashoda od kamata. Na kraju 2015. godine, spred na nivou sistema je iznosio 4,62 p.p. (naspram 4,94 p.p. sa kraja 2014.), dok se po bankama

<sup>14</sup> Pravna lica ovdje obuhvataju i državni sektor, inače bi racio koji bi se odnosio striktno na privredu bio još viši.

<sup>15</sup> Konta br: 1001-4, 1007-10, 1012, 1122, 1126-27, 1130, 1134 i 1138 (vidjeti prilog uz Odluku o kontnom okviru za banke), plus 50% izdvojene obavezne rezerve.

<sup>16</sup> Pokazatelj predstavlja odnos likvidnih sredstava i dospjelih obaveza, a minimalni dozvoljeni nivo na dekadnom nivou je 1, prema Odluci o minimalnim standardima za upravljanje rizikom likvidnosti u bankama („SL CG“ 60/2008). Definicija likvidnih sredstava i dospjelih obaveza data je u istoj Odluci. Napominjemo i da su likvidna sredstva različita kategorija u odnosu na slobodna likvidna sredstva i raspoloživa likvidna sredstva (kasnije u tekstu).

<sup>17</sup> Kamatni spred je izračunat kao razlika između prihoda od kamata u odnosu na prosječnu prihodonosnu aktivnu i rashoda od kamata u odnosu na prosječnu kamatonosnu pasivu.

značajno razlikovao, krećući se od 1,46 do 6,46 p.p. Ovo je osjetno smanjenje u odnosu na prošlu godinu, a spred bi u naredom periodu mogao biti niži.

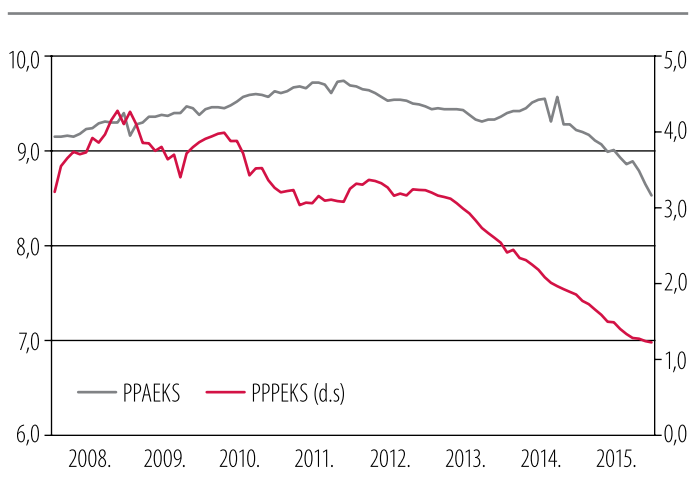
Na nizak devizni rizik najviše utiče eurizovanost ekonomije, ali i dobro upravljanje ovim rizikom. Agregatna neto otvorena pozicija bankarskog sektora u stranim valutama na kraju 2015. godine iznosila je sedam miliona eura ili 2,3% osnovnog kapitala<sup>18</sup>. Najzastupljenija strana valuta je američki dolar (na obje strane bilansa stanja), dok je na nivou sistema najveća neto otvorena pozicija upravo dolarska.

Većina kredita je denominovana u eurima. Samo dvije banke, od kojih je jedna nova i mala banka, u svojim kreditnim portfolijima imaju značajniji udio kredita u stranoj valuti (10,6% i 72,7%), međutim, na nivou sistema taj udio je tek 1,55%.

Višegodišnja tendencija smanjenja aktivnih i pasivnih kamatnih stopa je u 2015. godini nastavljena. Tako je prosječna ponderisana aktivna efektivna kamatna stopa (PPAEKS) na kraju 2015. iznosila 8,53%, i u odnosu na kraj 2014. niža je za 0,69 p.p. U istom periodu, prosječna ponderisana pasivna efektivna kamatna stopa (PPPEKS) opala je sa 1,86% na 1,23%.

Veliki rast likvidnosti, koji karakteriše crnogorski bankarski sektor od polovine 2012. godine, je uticao i na PPPEKS, koja je u periodu zaključno sa krajem 2015. pala za 2,04 p.p. U istom periodu PPAEKS je smanjena samo 1,0 p.p. S druge strane, PPAEKS na novoodobrene kredite, koja se kretala iznad ekvivalentne stope na ukupne kredite, tokom 2015. godine bilježi veći pad, a ohrabruje podatak da je krajem godine niža od stope na ukupne kredite.

**Grafik br. 16 – Prosječna ponderisana aktivna/pasivna efektivna kamatna stopa, kraj mjeseca, %, septembar 2008-2015.**



Izvor: CBCG

Sudeći po kretanjima aktivnih kamatnih stopa tokom 2015. godine stiče se utisak da konkurentne snage jesu djelovale na nivo kamatnih stopa, što je pozitivna tendencija imajući u vidu istorijski nivo kamatnih

<sup>18</sup> O obuhvatu osnovnog kapitala vidjeti više u Odluci o adekvatnosti kapitala banaka („SL CG“ 38/2011 i 55/2012).

stopa na crnogorskom bankarskom tržištu, a posebno MFI. Ovakav slijed događaja afirmativno djeluje na finansijsku stabilnost. Međutim, te su stope i dalje visoke i postoji prostor sa dalju korekciju. To će vrlo vjerovatno uticati na reorganizaciju banaka u operativnom smislu i povećanje efikasnosti.

### Tržište kapitala

Kretanja na tržištu kapitala u 2015. bila su lošija u odnosu na prethodnu godinu. Promet je u padu od 39,5% u odnosu na ostvareni promet u 2014. i iznosio je 65,4 miliona eura. Glavni indeks Montenegroberze, MONEX<sup>19</sup>, na kraju 2015. u odnosu na kraj 2014. godine porastao je za 6,8%. Sa druge strane, MONEX PIF, indeks investicionih fondova, u 2015. zabilježio je pad od 11,3%. Novi indeks MNSE10, koji predstavlja indeks 10 najlikvidnijih hartija na crnogorskom tržištu kapitala, ostvario je rast od 4,5% u 2015.

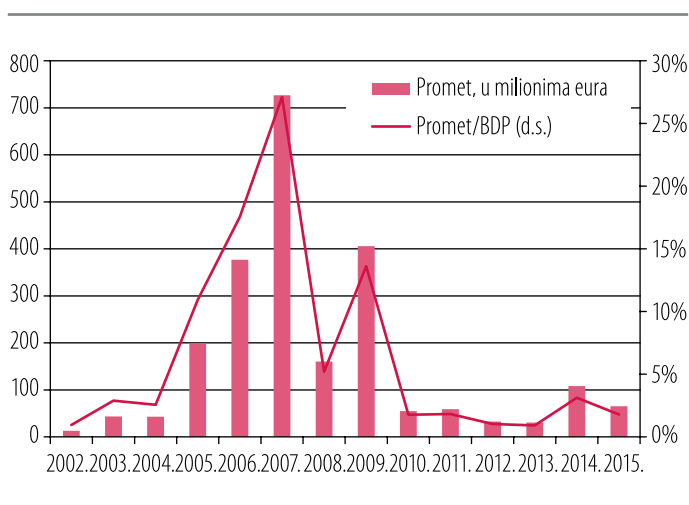
**Tabela br. 7 – Osnovni pokazatelji kretanja na Montenegroberzi u 2015. godini**

MONEX, 31.12.2015.	12.128,07
Godišnja promjena indeksa	6,8%
Ukupan promet u 2015. godini, u eurima	65.404.780
Promet, 2015. na 2014.	-39,5%
Tržišna kapitalizacija, u eurima, 31.12.2015.	2.980.862.314
Godišnja promjena tržišne kapitalizacije	-0,7%

Izvor: Montenegroberza

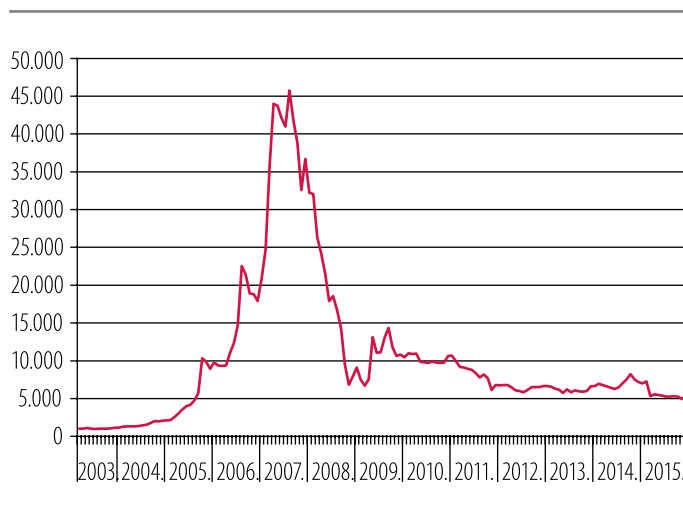
Prosječni mjesečni promet u 2015. godini je iznosio 5,5 miliona eura, u odnosu na devet miliona eura iz 2014. godine.

**Grafik br. 17 – Godišnji promet, 2002-2015.**



<sup>19</sup> Nasljednik indeksa MONEX 20, koji sa novom Metodologijom ima više kompanija u svojoj indeksnoj korpi.

**Grafik br. 18 – Kretanje prostog prosjeka indeksa MONEX i MONEX PIF, period mart 2003-2015, kraj mjeseca**



Izvor: Montenegroberza, kalkulacije CBCG

Crnogorsko tržište kapitala i dalje karakterišu brojne slabosti, od kojih su najizraženije vrlo niska likvidnost (dubina), neadekvatna zaštita vlasničkih prava i poštovanja osnovnih principa korporativnog upravljanja. Posebno pitanje je pitanje pružanja tačnih i redovnih informacija emitenata o njihovim finansijama. Takođe, u vezi s prethodnim ocjenama, a uzimajući u obzir i strmoglav pad vrijednosti indeksa nakon udara krize, značajan broj investitora je izgubio povjerenje u tržište kapitala. Međutim, i dalje ostaje ocjena da su cijene akcija nekih firmi trenutno nerealno ispod „fundamenata“, što je nepoželjno s aspekta finansijske stabilnosti.

Tržište kapitala u Crnoj Gori, u odnosu na banke, tradicionalno ima relativno malu ulogu u finansiranju privrede, tj. prikupljeni iznosi kapitala preko emisija akcija u Crnoj Gori zanemarljivo su mali u odnosu na kapital koji privreda u vidu kredita pozajmljuje od banaka. Ipak, neophodno ga je razvijati, te ispravljati gore navedene nedostatke i slabosti, kako bi i ono davalo veći doprinos u povezivanju onih koji imaju viškove finansijskih sredstava (štediša, investitori) sa subjektima kojima finansijska sredstava nedostaju. Cijeli finansijski sektor/sistem bi tako bio likvidniji i razvijeniji, uz mnogo više prostora za ekonomski rast.

### Sektor osiguranja

Povećanje nivoa bruto fakturisane premije osiguranja, povećanje ukupne aktive sektora osiguranja i umanjen finansijski rezultat obilježili su kretanja u crnogorskom sektoru osiguranja u 2015. u odnosu na 2014. godinu.

Ukupna bruto fakturisana premija ostvarena u sektoru osiguranja u 2015. godini iznosila je 76,9 miliona eura, što je 6,2% više u odnosu na onu ostvarenu u 2014. godini. U strukturi premije osiguravajućih kompanija, dominantno učešće ostvaruje premija neživotnih osiguranja (83,2%), u ukupnom iznosu od šezdeset četiri miliona eura. Premija životnog osiguranja iznosi 12,9 miliona eura, i u odnosu na 2014.



godinu bilježi porast od 2,9%, uz blagi porast učešća premije neživotnih osiguranja i pad učešća premije životnih osiguranja u ukupnoj premiji.

Posmatrajući strukturu premije neživotnih osiguranja u 2015. godini, većinsko učešće ostvaruju obavezna osiguranja (44%), čije je učešće u odnosu na 2014. godinu smanjeno za 2,6 p.p.<sup>20</sup>. U premiji životnih osiguranja najveće učešće bilježi osiguranje života, sa 89,3%, koje, zajedno sa dopunskim osiguranjem lica čini 99,6% ukupne premije životnih osiguranja.

U 2015. godini poslove osiguranja na crnogorskom tržištu osiguranja obavljalo je 11 društava, od čega se životnim osiguranjem bavilo šest, a poslovima neživotnog osiguranja pet društava, uz dominantno učešće stranog kapitala. Prema Hiršman-Herfindalovom indeksu po bruto fakturisanim premijama, koncentracija na tržištu osiguranja je tokom 2015. godine povećana na 2.100,6 poena, sa 2.041,1 poena na kraju 2014.

Margina solventnosti društava za osiguranje iznosila je 16,2 miliona eura, a kapital 37,6 miliona eura<sup>21</sup>. Tako je na nivou sektora osiguranja u Crnoj Gori odnos kapitala i margine solventnosti iznosio 2,3 (2,5 na kraju 2014), što pokazuje da je solventnost osiguravajućih društava bila na zadovoljavajućem nivou. Pritom, ukupan akcijski kapital društava za osiguranje iznosio je 53,9 miliona eura na kraju 2015. godine. Koeficijent likvidnosti (likvidna sredstva prema kratkoročnim obavezama) iznosio je 12,6, i viši je u odnosu na kraj 2014. godine, kada je iznosio 8,4.

Finansijski rezultat na nivou sektora osiguranja bio je negativan i iznosio je 2,7 miliona eura (u odnosu na pozitivan rezultat od 4,5 miliona eura iz 2014. godine).

Sektor osiguranja ima relativno mali uticaj na finansijsku stabilnost. Kao i kod tržišta kapitala i ovdje bi trebalo tražiti mogućnosti rasta tržišta. Veće bruto premije i bilansi osiguravajućih kuća znače više novca (kapitala) u sistemu, budući da su osiguravajuće kuće tip subjekata koji dobar dio kapitala dalje plasira, najčešće prema drugim finansijskim posrednicima (obično bankama), ili direktno na tržište, a uz sve to pružajući nezaobilazan tip finansijske usluge. Kao najznačajniji razlozi zašto tržište osiguranja nije veće, prirodno se nameću nizak nivo dohotka stanovništva i vrlo teško stanje u privredi, kao i nedostatak shvatanja o značaju usluge koju ovaj sektor pruža.

---

<sup>20</sup> Obavezna osiguranja ovdje su osiguranja od odgovornosti zbog upotrebe motornih vozila, vazduhoplova i plovnih objekata.

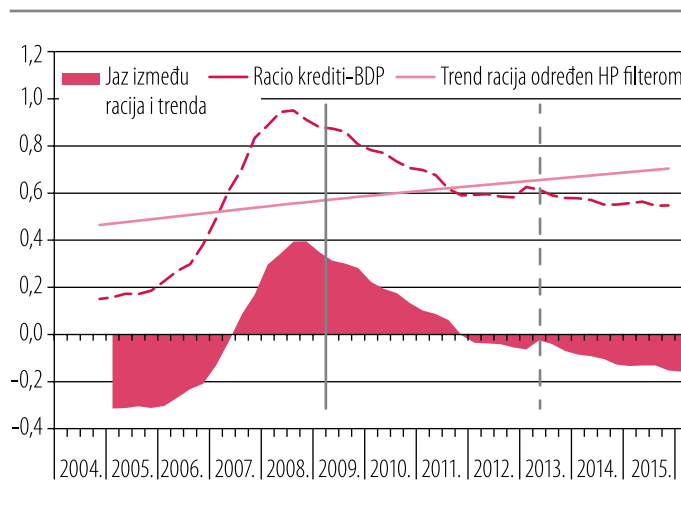
<sup>21</sup> Kapital je ovdje veličina obračunata prema regulativi, a ne kategorija iz bilansa stanja.

## 5. JAZ KREDITI-BDP I AIFS

### 5.1. Jaz krediti-BDP<sup>22</sup>

Ekonomska logika koja stoji iza ovog indikatora je da se stavljanjem u odnos kredita i BDP-a za što duži vremenski period i preko linije trenda (ovdje uz upotrebu tzv. Hodrik-Preskotovog filtera), nađe razlika između stvarnog racija krediti-BDP i njegove vrijednosti određene trendom. Ta razlika, ili jaz, pokazuje kakvo je trenutno stanje (rast) kredita u odnosu na to koliko bi ono „trebalo da bude“ u skladu sa trendom, koji je svojevrsan prosjek „normala“, i daje informaciju/signal kreatorima politike i supervizorima u kom pravcu treba da ide odlučivanje. U slučaju povećanja negativnog jaza, znači da postoji kontrakcija u realnoj ekonomiji, da je rast ispod potencijala i da treba ići u pravcu relaksiranja regulative sa ciljem stimulanja likvidnosti i generalno sklonosti ka preuzimanju rizika. U privredama sa ograničenim mogućnostima za vođenje monetarne politike, fiskalna politika na ovaj signal treba da djeluje na isti način, i da preko fiskalnih mjera pozitivno utiče na privredu.

Grafik br. 19 – Jaz krediti-BDP<sup>23</sup>



Izvor: CBCG, Monstat; kalkulacije CBCG

<sup>22</sup> Puni naziv ovog indikatora bio bi: jaz između stvarne vrijednosti odnosa kredita i BDP-a u odnosu na vrijednost istog odnosa određenu trendom.

<sup>23</sup> Puna vertikalna linija ukazuje na promjenu metodologije za klasifikaciju/obuhvat kredita (i potraživanja) prije i poslije kraja 2008. godine. Slično, isprekidana vertikalna linija ukazuje na promjenu koja se odnosi na vraćanje kredita (i potraživanja) kategorije „E“ iz vanbilansa u bilans, počev od 2013. Ipak, iz određenih razloga, korišćenje podataka po dvije metodologije nije bitnije uticalo na rezultate simulacije.

Negativan jaz između racija i trenda je nastavio da raste i u četvrtom kvartalu 2015, tj. nivo kredita je još više ispod linije dugoročnog trenda. Jaz je značajan i ukazuje na potrebu za ublažavanjem situacije na tržištu kroz stimulaciju aktivnosti regulativom i/ili mjerama/politikama koje će pozitivno uticati na očekivanja i aktivnosti u privredi. Uz ispod pomenuta ograničenja ovog alata, simulacija pokazuje da u narednom periodu, po ovom osnovu, nema potrebe za uvođenjem restriktivnih mjera od strane nadležnih vlasti.

*METODOLOŠKE NAPOMENE: Radi se o jednom od tzv. indikatora ranog upozorenja, gdje pozitivan jaz ukazuje na pretjeranu kreditnu ekspanziju i na potrebu za uvođenjem (različitih) mjera za ograničavanje kreditnog rasta, i obrnuto. Primarno je osmišljen u okviru Bazela III, gdje je ideja da banke izdvajaju dodatni kapital u slučaju pozitivnog jaza, i da se na taj način ograniči rast kredita. Obrnuto, u slučaju negativnog jaza, potreba za izdvajanjima dodatnog kapitala prestaje. U slučaju Crne Gore, treba ga tumačiti kroz prizmu potencijalne pripreme za Bazel III, a do tada može da služi kao dodatni analitički alat, tj. input, prevashodno za CBCG, ali i donosiocje mjera iz drugih sfera makroekonomske politike, kao i drugih regulatora i supervizora.*

*Za tumačenje je neophodno imati u vidu dva ograničenja. Prvo, čak i serije duge gotovo 10 godina, koje su korišćene u našoj simulaciji – daleko su od idealne dužine, budući da se savjetuje da serije budu što je moguće duže, barem 20 godina. Drugo, za donošenje odluke da li uvesti zahtjev za dodatnim kapitalom ili ne (tj. uopšte: da li djelovati restriktivno ili ekspanzivno), treba uvijek posmatrati aktuelni, tj. posljednji raspoloživi podatak o jazu, budući da je samo taj podatak relevantan za odluku. Istorijski podaci o jazu su interesantni za diskusiju, ali se iz njih ne može izvoditi zaključak o postojanju (ili nepostojanju) potrebe za intervencijom u prošlosti. Razlog: na svaki konkretni istorijski podatak utiču i podaci iz vremena poslije toga podatka (jer i oni ulaze u obračun trenda), što „zamagljuje“ pravu sliku o jazu.*

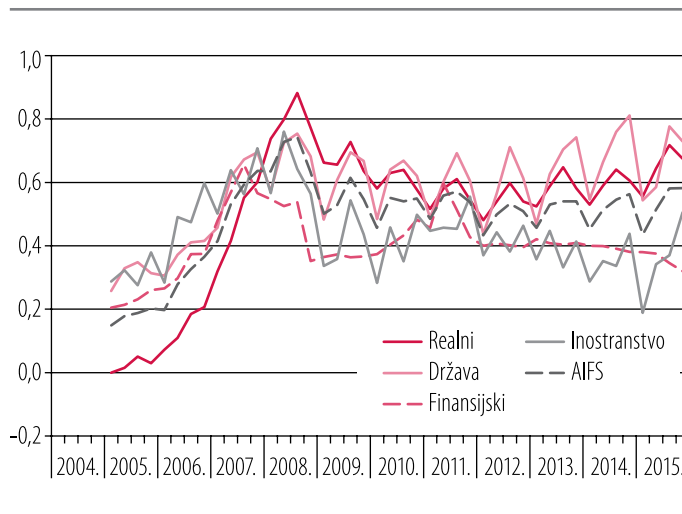
## 5.2. Agregatni indeks finansijske stabilnosti

AIFS predstavlja izvedeni indeks, kojim se ocjenjuje stanje finansijske stabilnosti preko izračunavanja četiri podindeksa, a koji se odnose na inostranstvo (platni bilans), državu (državne finansije), realni sektor i finansijski sektor. Na ovaj način ocjenjuje se kretanje systemske stabilnosti, jer se ovakvim obuhvatom analiziraju izvori nestabilnosti i rizika koji mogu da utiču na stanje ukupne stabilnosti sistema.

U izračunavanju AIFS-a u crnogorskoj privredi uzeto je 17 makrovarijabli, sa kojima se ocjenjuje stanje stabilnosti. Formirana su i četiri podindeksa kako bi se preko njihovog kretanja indentifikovao izvor potencijalne akumulacije rizika.

Agregatni indeks finansijske stabilnosti na kraju četvrtog kvartala 2015. godine je na višem nivou u odnosu na četvrti kvartal 2014. godine. Finansijski podindeks i podindeks za sektor države su pali u odnosu na četvrti kvartal 2014, dok su porasli podindeksi za realni i eksterni sektor.

Grafik br. 20 - AIFS i podindeksi stabilnosti



Izvor: CBCG, MF, Montenegroberza, Monstat, EBF, kalkulacije CBCG

*METODOLOŠKE NAPOMENE: Kalkulacija AIFS-a: Prvo se, ekspertskom procjenom, iz uporednih iskustava, ili na drugi način, odrede varijable koje će ući u njegov sastav. Zatim se nekom od tehnika uradi tzv. standardizacija (normalizacija) varijabli, budući da su one u izvornom obliku izražene u različitim mjernim jedinicama. Na kraju, nađe se prosjek tako standardizovanih varijabli, prosti, ili ponderisani, tj. određen drugim statističko-ekonometrijskim tehnikama. Ovdje je konverzija, tj. normalizacija, izvršena putem formule  $x_n = (x - \min) / (\max - \min)$ , a agregatni indeks je izračunat kao prosti prosjek tako konvertovanih vrijednosti<sup>24</sup>. Pored zbirnog indeksa, izračunata su četiri podindeksa.*

*AIFS treba posmatrati u kontekstu barem tri grupe ograničenja. Prvo, vremenske serije su prilično kratke. Drugo, vidljiv je jak uticaj sezonske komponente i kod agregatnog i kod podindeksa, kao direktna posljedica sezonske prirode crnogorske ekonomije. Treće, AIFS je relativno više okrenut prema prošlosti.*

<sup>24</sup> Ova metoda konverzije seriju podataka pretvara u drugu seriju kojoj je minimalna vrijednost 0, a maksimalna 1.

## 6. OCJENA STABILNOSTI FINANSIJSKOG SISTEMA

### 6.1. Ocjena stabilnosti finansijskog sektora

Finansijska stabilnost u 2015. godini se ocjenjuje kao umjereno-stabilna, uz prisustvo određenih rizika koji imaju uticaj na pojedine ranjivosti sistema.

Finansijski sistem je bio stabilan cijele godine, a nivo sistemskog rizika umjeren *uz prisustvo* rizika nelikvidnosti i nesolventnosti realnog sektora, koji i dalje utiču na povećanje pritisaka u fiskalnoj sferi, kao i rizika nedovoljnog dohotka privrede i stanovništva. Kreditni rizik u bankarskom sektoru ima opadajući trend.

Prema međunarodnim institucijama, procjene ekonomskog rasta za 2015. godinu su visoke, ukazujući na pozitivne signale i smanjenje rizika u realnoj ekonomiji, dok sve analize ukazuju na moguće probleme u održivosti javnih finansija. Godišnja stopa inflacije (CPI – Indeks potrošačkih cijena) je bila pozitivna, iznad prošlogodišnjih vrijednosti, i u decembru 2015. godine iznosila je 1,4%.

U crnogorskom finansijskom sistemu bankarski sistem dominira učešćem u ukupnoj aktivni, i tokom 2015. godine bilježio je stabilne trendove. Koeficijent solventnosti je iznad zakonski propisanog nivoa. Likvidnost banaka je velika, međutim i u 2015. godini, banke nastavljaju sa opreznom politikom. Primjetan je rast kreditne aktivnosti nakon šest godina pada. Aktiva banaka na kraju 2015. godine je veća za 10,9% u odnosu na kraj 2014. godine, što ima pozitivan uticaj na stabilnost sistema. Primjetan je trend smanjenja stanja i učešća nekvalitetnih kredita što ukazuje na smanjenje kreditnog rizika, međutim, njihov nivo je i dalje relativno visok (12,47% ukupnih kredita na kraju godine) i značajno utiče na banke i premiju koju one zaračunavaju. Depoziti su nastavili da rastu i u 2015. godini. U odnosu na decembar 2014. godine depoziti bilježe rast od 13,7%. Snažan rast depozita i slabije kreditiranje uticali su na smanjenje odnosa kredita i depozita, što je rezultiralo koeficijentom kredita u odnosu na depozite od 91%. Efektivne aktivne kamatne stope su zabilježile pad, ali su i dalje izuzetno visoke za privredu sa velikom nelikvidnošću i stanovništvo čija je prosječna zarada 489 eura. Prosječna ponderisana efektivna aktivna kamatna stopa na ukupno odobrene kredite u decembru 2015. godine je iznosila 8,53%, i u odnosu na decembar 2014. godine zabilježila pad od 0,69 p.p. Prosječna ponderisana efektivna aktivna kamatna stopa na novoodobrene kredite u decembru 2015. godine je iznosila 8,12%, što predstavlja rast od 0,76 p.p. na mjesečnom nivou, i pad od 0,9 p.p. u odnosu na decembar 2014. godine.

Ekonomije najvećih trgovinskih partnera su u procesu konsolidacije i situacija je još uvijek daleko od poželjne. Uvođenje sankcija na izvoz robe prema Rusiji uticalo je na pad izvoza. Usporevanje dinamičnog rasta Kine i političke nestabilnosti globalno, dovode do povećanja neizvjesnosti i negativno utiču na privredna kretanja.

U 2015. godini zabilježen je značajan rast stranih direktnih investicija u odnosu na prethodnu godinu i to, prema preliminarnim podacima, od 75%. Povećanje neto priliva je rezultat značajnog rasta priliva po osnovu ulaganja u domaće kompanije i banke, kao i manjeg povlačenja stranih investicija u poređenju sa prethodnom godinom. Primjetan je manji nivo ulaganja u nekretnine.

Parametri u fiskalnom sektoru ukazuju na povećanje rizika u domenu visokog javnog duga, kao i dinamike njegovog rasta, dok podaci o tekućoj konsolidaciji ohrabruju i idu u prilog povećanju tekuće stabilnosti fiskalnog sektora. I 2015. godinu u fiskalnoj sferi karakteriše rast javnog duga i budžetskog deficita. Prema podacima Ministarstva finansija, na kraju septembra 2015. godine, državni dug (bruto) je iznosio 2.304,3 miliona eura ili 64,1% BDP-a. Procenat državnog duga je već u prvom kvartalu 2015. prešao vrijednost matrihtskog kriterijuma od 60% BDP-a. Budžetski deficit je porastao do nivoa od 8,1% procijenjenog BDP-a. Ovo je već sedma godina za redom u kojoj je zabilježen deficit budžeta. Izvorni prihodi budžeta su bili manji u odnosu na prethodnu godinu za 2%. Izdaci budžeta bili su veći u poređenju sa prethodnom godinom za 10,8%. Neophodne su racionalizacije budžeta kao i nastavak dosljednosti u naplati potraživanja. Potrebno je obezbijediti i striktno uravnotežavanje prihoda i rashoda budžeta kako bi budžet što manje zavisio od novog zaduživanja. Obaveze iz prethodnog perioda u vidu garancija kao i izdaci za kamate predstavljaju i/ili bi mogli predstavljati veliki teret za državne finansije.

U 2015. godini počela je realizacija najvećeg i najznačajnijeg infrastrukturnog projekta u Crnoj Gori, izgradnja dijela autoputa Bar – Boljare, dionica Smokovac – Mateševo, koja se finansira iz kapitalnog budžeta, a sredstva su obezbijedena zaključivanjem kreditnog aranžmana sa Exim bankom. U vezi sa konsolidacijom javnih finansija na lokalnom nivou, Vlada je odobrila reprogram poreskog duga po osnovu poreza i doprinosa na zarade zaposlenih u iznosu od 89,07 miliona eura.

U sektoru osiguranja situacija je stabilna, sa rastom osnovnih pozicija. Evidentno je da postoji veliki prostor za dalji razvoj ovog sektora što će pozitivno uticati na stabilnost sistema u narednom periodu.

Tržište kapitala pokazuje pozitivne pomake, međutim daleko od nivoa koji je nekada imalo. To je rezultat niske likvidnosti i slabog oporavka privrednih subjekata, niže kupovne moći stanovništva, slabe intergrisanosti crnogorske ekonomije u svjetskim finansijskim tokovima, ali i slabog povjerenja u tržište.

## 6.2. Ocjena stabilnosti finansijskog sistema

**Stanje sistemske stabilnosti u 2015. godini je stabilno, uz prisutnost određenih rizika.**

Bankarski sistem u Crnoj Gori je stabilan. Finansijski rezultat na agregatnom nivou je pozitivan, a likvidnost i solventnost su poboljšane u odnosu na prethodnu godinu. U jednogodišnjem uporednom periodu rast bilježe ukupna aktiva, krediti, depoziti i kapital. Banke u 2015. godini nastavljaju sa politikom obazrivog kreditiranja i oslanjaju se pretežno na sopstvena likvidna sredstva. Depoziti banaka premašuju nivo kreditnih aktivnosti, što rezultira koeficijentom kredita u odnosu na depozite od 90,8%. Ukupni krediti i potraživanja banaka tokom 2015. godine bilježe pozitivan trend, što predstavlja rast od 0,8% u odnosu na prethodnu godinu. Parametri kvaliteta aktive tokom 2015. godine bilježe poboljšanje, naročito učešće nekvalitetnih kredita u ukupnim kreditima, koje je zabilježilo pad sa 15,47% na 12,57%.

Konjunktorna kretanja u međunarodnom okruženju Crne Gore nemaju stabilan trend, već su u nekim zemljama, partnerima Crne Gore, prisutni blagi pozitivni rezultati, dok su kod određenog broja zemalja prisutni određeni negativni trendovi. Naime, situacija u zemljama regiona i Rusiji (pad ekonomske aktivnosti od 3.8% usljed ekonomskih sankcija), koje su glavni trgovinski i turistički partneri Crne Gore, pokazuje određene ranjivosti i prisutvo pojedinih rizika za dinamiziranje rasta crnogorske privrede. Ohabruju i dalje pozitivni tokovi kapitala, mjereni prilivom stranih direktnih investicija u iznosu od 757,4 miliona eura ili 52,1% više u odnosu na prethodnu godinu i turistički promet ostvaren u 2015. godini.

Kretanja u domaćem makrookruženju su zabilježila pozitivni trend, u odnosu na 2014. godinu. Ostvaren je rast u gotovo svim sektorima privrede, što je uticalo na smanjenje rizika u realnom i bankarskom sektoru.

U 2015. godini zabilježen je inflatorni trend u kretanju cijena. Na povećanje cijena uticalo je povećanje cijena hrane, cijene električne energije i veće akcize na pojedine proizvode, dok su cijene energenata na globalnom tržištu imale deflatorni uticaj.

Stanje u državnom budžetu se pogoršalo u odnosu na 2014. U 2015. godini izdaci budžeta i državni dug su porasli, dok je deficit budžeta veći za 184,1 miliona eura u odnosu na prethodnu godinu. Prihodi budžeta, sa druge strane, su pali za 2%. Na povećanje deficita budžeta Crne Gore i državnog duga uticao je početak realizacije investicionog projekta države - izgradnja auto puta.

U sektoru osiguranja situacija je stabilna, iako i dalje uz očiglednu dominaciju obaveznih oblika osiguranja.

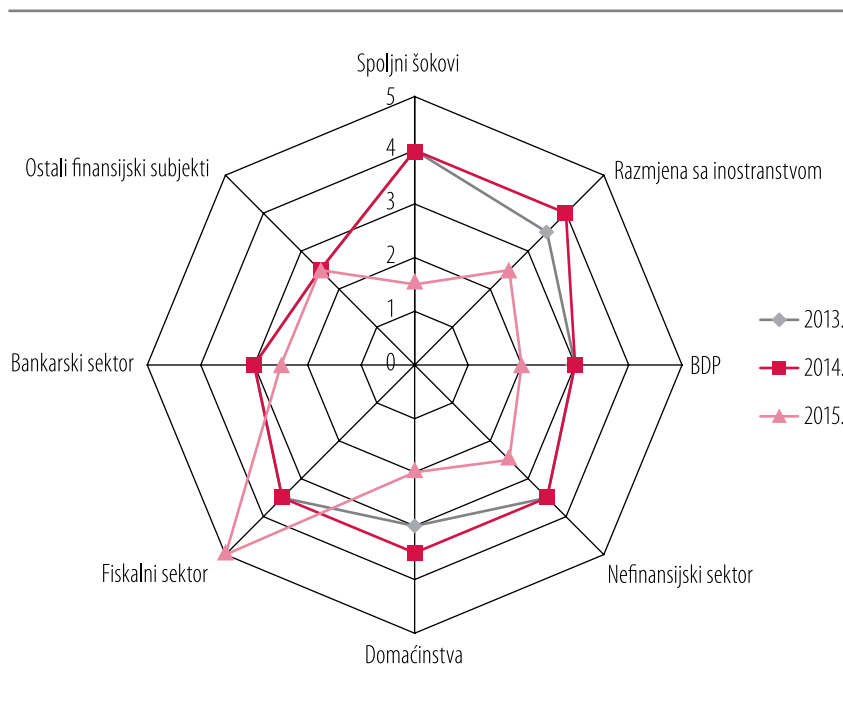
Na tržištu kapitala i dalje vlada pesimistično raspoloženje investitora, koje je odraz niske likvidnosti i slabog oporavka privrednih subjekata i stanovništva.

**Tabela br. 8 – Ocjena ključnih rizika u sistemu**

Vrsta rizika	Nivo rizika	Smjer kretanja
Međunarodno okruženje	Umjeren	Stabilan
Fiskalna održivost	Umjeren do visok	Stabilan do rastući
Likvidnost realnog sektora	Umjeren	Stabilan
Bankarski sektor	Kreditni rizik	Umjeren
	Rizik likvidnosti	Nizak
	Tržišni rizik	Nizak
Finansijska infrastruktura	Nizak	Stabilan
Sektor osiguranja	Nizak	Stabilan
Tržište kapitala	Umjeren	Stabilan

Ocjena trenutne finansijske stabilnosti i izvora rizika po stanje finansijske stabilnosti u Crnoj Gori, prikazana je sljedećim mrežnim dijagramom:

**Grafik br. 21 – Mrežni dijagram finansijske stabilnosti, trogodišnji period, stanje na kraju godine**



Kao što je prikazano na grafiku br. 21 stanje finansijske stabilnosti, odnosno makro stabilnosti, blago je poboljšano u odnosu na 2014. godinu. Posmatrano po izvorima rizika, najveći rizici su proistekli iz fiskalnog sektora, gdje je stanje pogoršano u odnosu na 2014. godinu zbog produblivanja fiskalnog deficita i povećanja zaduživanja. Segment bankarskog sektora nosi određene rizike, ali poboljšane u odnosu na prošlu godinu. Rizici koji se odnose na spoljne šokove i razmjenu sa inostranstvom znatno su poboljšani u odnosu na 2014. godinu. Kretanje proizvodnje u bitnim nefinansijskim sektorima je znatno poraslo u odnosu na 2014. godinu. Likvidna sredstva nefinansijskog sektora su se povećala u 2014. godini, smanjila se vrijednost sredstava u blokadi, dok broj privrednih subjekata čiji je račun u blokadi i dalje raste. Pozitivni signali dolaze iz rasta likvidnosti, solventnosti i ponovnog uspostavljanja profitabilnosti u bankarskom sektoru, nakon višegodišnjeg negativnog finansijskog rezultata. Konačno, sektor ostalih finansijskih subjekata poboljšan je u odnosu na 2014. godinu, prevashodno usljed dalje konsolidacije sektora osiguravajućih društava, dok je stanje na berzi nešto bolje u odnosu na 2014. godinu.

Na osnovu analize indikatora stabilnosti finansijskog sistema, stanje finansijske stabilnosti u Crnoj Gori može se ocijeniti kao relativno stabilno, ali i dalje uz prisustvo pojedinih rizika u sistemu koji mogu uticati na povećanje neizvjesnosti i kreiranje sistemskog rizika u budućem periodu.



## 6.2.1. Sektor inostranstvo

## 6.2.1.1. Međunarodno okruženje

Tabela br. 9 - Indikatori ocjene međunarodnog okruženja

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
BDP Eurozone	Z (2010) = 0,462	Godišnja stopa rasta	2010 = 1,79%
	Z (2011) = 0,376		2011 = 1,61%
	Z (2012) = -0,814		2012 = -0,68%
	Z (2013) = -0,700		2013 = -0,46%
	Z (2014) = -0,032		2014 = 0,83%
BDP glavnih trgovinskih partnera	Z (2010) = 0,362	Ponderisani prosjek stope rasta BDP-a zemalja koje su glavni trgovinski partneri (učešće u ukupnoj trgovini po zemljama)	2010 = 0,95%
	Z (2011) = -0,134		2011 = 0,33%
	Z (2012) = -1,462		2012 = -1,34%
	Z (2013) = -0,166		2013 = 0,29%
	Z (2014) = -0,357		2014 = 0,05%
BDP glavnih turističkih tržišta	Z (2010) = -0,170	Ponderisani prosjek stope rasta BDP-a zemalja koje su glavni turistički partneri (učešće u broju turista po zemljama)	2010 = 1,02%
	Z (2011) = -0,073		2011 = 1,19%
	Z (2012) = -0,570		2012 = 0,29%
	Z (2013) = -0,099		2013 = 1,15%
	Z (2014) = -0,732		2014 = -0,01%
Cijena aluminijuma	Z (2010) = 0,20	Indeks sa bazom u 2005. godini	2010 = 114
	Z (2011) = 1,28		2011 = 126
	Z (2012) = -0,50		2012 = 106,4
	Z (2013) = -0,62		2013 = 97,2
	Z (2014) = -0,57		2014 = 98,3
Inflacija u Eurozoni	Z (2010) = -0,12	Godišnji prosjek	2010 = 1,6
	Z (2011) = 0,79		2011 = 2,5
	Z (2012) = 0,77		2012 = 2,5
	Z (2013) = -0,45		2013 = 1,3
	Z (2014) = -1,28		2014 = 0,5
Strane direktne investicije Centralna i istočna Evropa	Z (2010) = -0,751	Godišnja stopa rasta	2010 = -20%
	Z (2011) = 0,853		2011 = 59%
	Z (2012) = -1,187		2012 = -41%
	Z (2013) = -0,269		2013 = -4,15%
	Z (2014) = 0,319		2014 = 33%
Cijena goriva	Z (2010) = 0,648	Godišnja stopa rasta	2010 = 27,4%
	Z (2011) = 0,797		2011 = 31,6%
	Z (2012) = -0,282		2012 = 0,96%
	Z (2013) = -0,347		2013 = -0,89%
	Z (2014) = -0,582		2014 = -1,26%
	Z (2015) = -1,977		2015 = -0,47%

Izvor: MMF

Rizik međunarodnog okruženja u 2015. godini ocijenjen je sa 1,5. Zemlje EU u većini slučajeva su ostvarivale pozitivne stope rasta i u poređenju sa 2014. godinom bilježe prosječan rast od 1.6 procenata. Evropske institucije imaju velika očekivanja od nekonvencionalnih mjera kvantitativnog popuštanja ECB koje bi trebalo da utiču na rast i oživljavanje slabe ekonomske aktivnosti u zemljama EU. Od glavnih trgovinskih i turističkih partnera s pozitivnim stopama rasta u 2015. godini izdvaja se Njemačka. Italija bilježi oporavak ekonomije, dok Grčka bilježi pad stope ekonomskog rasta. Od zemalja van Eurozone, Bosna i

Hercegovina i Srbija su zabilježile porast ekonomske aktivnosti, dok je Rusija ostvarila veliki pad. Cijene aluminijuma i goriva zabilježile su pad u odnosu na 2015. godinu. Pad cijena energenata dodatno je ojačao deflatorne pritiske koji su rezultirali umjerenom stopom inflacije u 2015. godini. Odsustvo većine pozitivnih kretanja u međunarodnom okruženju znači i odsustvo pozitivnih eksternih impulsa na ekonomiju u Crnoj Gori. Dodatno, situacija u Rusiji kao jednom od glavnih turističkih partnera Crne Gore, može negativno uticati na pozitivne efekte od turističke sezone. Shodno tome, u narednom periodu Crna Gora mora jačati efikasnost i konkurentske sposobnosti ekonomije.

### 6.2.1.2. Razmjena robe, usluga i kapitala sa inostranstvom

Tabela br. 10 – Indikatori ocjene eksternog sektora

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
Saldo tekućeg računa	Z (2010) = -0,687	Godišnja stopa rasta (pozitivnom promjenom se smatra negativna godišnja stopa rasta – smanjenje deficita)	2010 = -14,46%
	Z (2011) = -0,771		2011 = -19,27%
	Z (2012) = -0,392		2012 = 2,49%
	Z (2013) = -0,735		2013 = -17,2%
	Z (2014) = -0,315		2014 = 8,0%
	Z (2015) = -0,565		2015 = -8,3%
Tekući transferi	Z (2010) = 0,536	Godišnja stopa rasta	2010 = 34,00%
	Z (2011) = -0,198		2011 = 2,56%
	Z (2012) = 0,103		2012 = 15,47%
	Z (2013) = -0,469		2013 = -9,05%
	Z (2014) = -0,425		2014 = -7,16%
	Z (2015) = -0,577		2015 = -13,66%
Faktorski dohoci	Z (2010) = -2,79	Godišnja stopa rasta	2010 = -50,4%
	Z (2011) = -1,055		2011 = -22,1%
	Z (2012) = 0,937		2012 = 105%
	Z (2013) = 0,429		2013 = 22%
	Z (2014) = 0,112		2014 = -30%
	Z (2015) = 0,921		2015 = 102%
Strane direktne investicije	Z (2010) = -0,620	Godišnja stopa rasta	2010 = -48,23%
	Z (2011) = -0,522		2011 = -29,52%
	Z (2012) = -0,269		2012 = 18,63%
	Z (2013) = -0,524		2013 = -29,83%
	Z (2014) = -0,319		2014 = 9,28%
	Z (2015) = 0,026		2015 = 74,97%
Portfolio investicije	Z (2010) = -1,997	Godišnja stopa rasta	2010 = -55,7%
	Z (2011) = 0,062		2011 = -2,2%
	Z (2012) = -0,301		2012 = -11,7%
	Z (2013) = -0,892		2013 = -27,0%
	Z (2014) = 0,537		2014 = 101%
	Z (2015) = 0,236		2015 = 33%
Otplata duga nerezidentima/BDP	Z (2010) = -0,07	Godišnja stopa rasta učešća otplate duga nerezidentima u BDP (pozitivnom promjenom se smatra negativna godišnja stopa rasta – smanjenje učešća otplate duga u GDP)	2010 = 66,65%
	Z (2011) = -0,39		2011 = 26,76%
	Z (2012) = -0,64		2012 = -4,44%
	Z (2013) = -0,48		2013 = 15,12%
	Z (2014) = 0,90		2014 = 184,34%
	Z (2015) = -0,29		2015 = 39,43%
Neto strana aktiva	Z (2010) = -0,253	Godišnja stopa rasta (pozitivnom promjenom se smatra negativna godišnja stopa rasta – odnosno povećanje neto strane aktive)	2010 = -25%
	Z (2011) = -0,276		2011 = -35%
	Z (2012) = -0,324		2012 = -55%
	Z (2013) = -0,187		2013 = 4%
	Z (2014) = -0,322		2014 = -55%
	Z (2015) = 0,055		2015 = 107%

Izvor: Centralna banka Crne Gore i Ministarstvo finansija

Rizik razmjene roba, usluga i kapitala sa inostranstvom ocijenjen je sa 2,5. U toku 2015. godine došlo je do poboljšanja salda tekućeg računa. Naime, tokom 2015. godine deficit tekućeg računa platnog bilansa, u poređenju sa prethodnom godinom, bio je manji za 8,3%. Smanjenje deficita tekućeg računa rezultat je rasta suficita na računima usluga i primarnih dohodaka. Deficit tekućeg računa je finansiran prilivom SDI.

Na računu faktorskih dohodaka u 2015. godini ostvaren je suficit. Suficit je za 102% veći nego u istom periodu prethodne godine. Na povećanje suficita najveći uticaj je imalo povećanje prihoda po osnovu naknada zaposlenima i kamata, kao i smanjenje odliva po osnovu isplaćenih dividendi i otplate kamata u poređenju sa prethodnom godinom. Smanjenje suficita (od 13,7%) u odnosu na prethodnu godinu zabilježeno je na računu sekundarnih dohodaka, odnosno tekućih transfera, uglavnom zbog smanjenja prihoda uz istovremeno povećanje rashoda po osnovu transfera u inostranstvo.

Tokom 2015. godine zabilježen je rast neto priliva stranih direktnih investicija za 75%. U strukturi ukupnog priliva SDI, investicije u kompanije i banke čine 46,1%, ulaganja u nekretnine 18,6%, dok se na interkompanijski dug odnosilo 33,7% ulaganja. Priliv SDI u formi interkompanijskog duga veći je za 10,8% u odnosu na 2014. godinu.

Inostrani dug, kao komponenta javnog duga, utiče na finansijsku stabilnost sistema kroz opterećenost ekonomskog sistema inostranim dugom. Opterećenost dugom može se kvantifikovati kroz učešće otplate inostranog duga u bruto domaćem proizvodu. Kretanje Z-score veličina ukazuje da dugoročno učešće inostranog duga u BDP- raste. Svako novo zaduživanje i time novi rast nivoa otplate inostranih dugova može da značajnije doprinese nestabilnosti finansijskog sistema.

Dugoročno posmatrano, neto strana aktiva crnogorskih banaka je negativna (crnogorski bankarski sektor ima neto dugovanja prema nerezidentima). Najveći nivo tih neto dugovanja je bio dostignut u aprilu 2009. godine. Od maja 2009. godine kretanje neto strane aktive ima pozitivnu tendenciju, koji se ogleda u rastu neto strane aktive banaka. Strana aktiva banaka tokom prethodnih pet godina bilježi rastući trend, uz prisutne oscilacije u kretanju. U 2014. godini su potraživanja banaka od nerezidenata po prvi put nakon osam godina bila veća od njihovih obaveza prema nerezidentima, zabilježeno je značajno povećanje nivoa neto strane aktive banaka za 55%, što je ukazivalo na smanjenje rizika, dok u 2015. godini dolazi do smanjenja ove pozicije, ali ne u značajnoj mjeri koja bi ugrozila stabilnost sistema.

## 6.2.2. Realni sektor

### 6.2.2.1. Realni sektor

Ocjena rizika realnog sektora zasnovana je na realnim stopama rasta BDP-a, kao i na stopama rasta proizvodnje sektora koji značajno ulaze u strukturu BDP-a.

Tabela br. 11 - Indikatori ocjene realnog sektora

Rizik	Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
2	Kretanje BDP-a	Z (2010) = -0,19 Z (2011) = -0,01 Z (2012) = -1,51 Z (2013) = 0,06 Z (2014) = -0,37 Z (2015p) = 0,67	Realna stopa rasta BDP-a	2010 = 2,5% 2011 = 3,2% 2012 = -2,7% 2013 = 3,5% 2014 = 1,8% 2015(p) = 3,2%
	Struktura BDP-a	Prosjek 2014.	Struktura BDP-a po namjeni	59,6% BDP-a stvara se tržišnom proizvodnjom 21,4% BDP-a stvara se netržišnom proizvodnjom 19% neto porezi
	Kretanje industrijske proizvodnje	Z (2010) = 1,45 Z (2011) = -0,70 Z (2012) = -0,46 Z (2013) = 0,91 Z (2014) = -0,80 Z (2015) = 0,70	Godišnji rast industrijske proizvodnje	2010 = 17,5% 2011 = -10,2% 2012 = -7,1% 2013 = 10,6% 2014 = -11,4% 2015 = 7,9%
	Kretanje turizma	Z (2010) = -0,53 Z (2011) = 0,11 Z (2012) = -0,69 Z (2013) = -0,89 Z (2014) = -1,07 Z (2015) = 1,29	Godišnji rast ostvarenih noćenja	2010 = 5,5% 2011 = 10,2% 2012 = 4,3% 2013 = 2,8% 2014 = 1,51% 2015 = 15,7%
	Kretanje građevinarstva	Z (2010) = 0,45 Z (2011) = 0,32 Z (2012) = -1,01 Z (2013) = 0,26 Z (2014) = -0,28 Z (2015) = -0,09	Godišnji rast građevinarske aktivnosti	2010 = 13,1% 2011 = 10,7% 2012 = -13,2% 2013 = 9,7% 2014 = 2,0% 2015 = 5,8%

Izvor: Centralna banka Crne Gore, Monstat

Procjenjuje se da je rizik realnog sektora na nivou 2, što predstavlja niži rizik, za razliku od prethodne godine kada je iznosio 3,5. Na datu procjenu utiče:

- Smanjeno učešće netržišne proizvodnje u strukturi BDP-a, koje prema posljednjim raspoloživim podacima iznosi 21,4%. Učešće tržišne proizvodnje u strukturi BDP-a u 2014. godini se smanjilo za 4,6 p.p u odnosu na prethodnu godinu. Netržišnu proizvodnju pokreće potreba za potrošnjom, ali ne i za profitom. Samo povratni krug od profita do proizvodnje, dovodi do dinamičnijeg rasta i veće proizvodnje, koju pokreće ne samo potreba za potrošnjom, već i za profitom i novim investiranjem.
- Rast u sektoru industrije, građevinarstva i turizma, koji prema posljednjim raspoloživim podacima čine 22% BDP-a. Turizam bilježi kontinuitet visokog rasta i u 2015. godini broj noćenja je veći za 15,7% u odnosu na prethodnu godinu. Industrijska proizvodnja bilježi rast od 7,9% u 2015. godini, dok je godišnja stopa rasta vrijednosti građevinarskih radova veća za 5,8%, u odnosu na prethodnu godinu.

Predviđa se da će se rizik realnog sektora smanjiti usljed najavljenih investicija u sektoru saobraćaja, turizma i energetike, što može pozitivno uticati na rast BDP-a. Takođe, modelska procjena Centralne banke Crne Gore i prognoze Ministarstva finansija Crne Gore i međunarodnih institucija (EBRD-a, MMF-a,

UN, Vienna Institute i Evropska Komisija) ukazuju na višu stopu rasta BDP-a u 2016. godini od prosjeka prethodne tri godine.

### 6.2.2.2. Nefinansijski sektor

Nefinansijski, korporativni sektor čine javne, nacionalne i inostrano kontrolisane nefinansijske korporacije. Ocjena rizika nefinansijskog sektora zasnovana je analizi kretanja depozita i kredita nefinansijskog sektora, investicione aktivnosti, ali i na kretanjima u bitnim nefinansijskim sektorima.

Tabela br. 12 - Indikatori ocjene nefinansijskog sektora

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
Kreditni nefinansijskog sektora	Z (2010) = -0,64	Godišnja stopa rasta	2010 = -9,4%
	Z (2011) = -0,87		2011 = -22,8%
	Z (2012) = -0,54		2012 = -3,9%
	Z (2013) = -0,44		2013 = 1,9%
	Z (2014) = -0,54		2014 = -4%
Depoziti nefinansijskog sektora	Z (2010) = -0,96	Godišnja stopa rasta	2010 = -16,8%
	Z (2011) = -0,44		2011 = 6,2%
	Z (2012) = -0,35		2012 = 10,3%
	Z (2013) = -0,48		2013 = 4,7%
	Z (2014) = -0,12		2014 = 20,2%
Investicije u osnovna sredstva	Z (2010) = -1,02	Godišnji rast investicija	2010 = -10,3%
	Z (2011) = -1,2		2011 = -14,3%
	Z (2012) = -0,96		2012 = -8,9%
	Z (2013) = -0,4		2013 = 3,2%
	Z (2014) = 0,32		2014 = 5%

2,5

Napomena: Od 2013. godine izmjenjen je sistem izvještavanja za kredite i depozite

Izvor: Centralna banka Crne Gore

Ocijenjeni rizik nefinansijskog sektora iznosi 2,5 što je poboljšanje u odnosu na prethodnu godinu i pokazuje smanjenje rizika ovog sektora. Na datu procjenu rizika utiče:

- Već drugu godinu ostvaren je pozitivni rast stope investicione aktivnosti, nakon pada iz 2009. godine.
- Značajan rast likvidnih sredstava (depozita) u posljednje dvije godine i blagi rast kredita nefinansijskog sektora u 2015. godini.
- Rast industrijske proizvodnje, odnosno rast industrijske proizvodnje od 7,9% u 2015. godini.
- Snažni rast turizma i sa njime povezanih djelatnosti u ovoj godini. Takođe, i ostali sektori bilježe povećanje aktivnosti koji se djelimično objašnjava realnim povećanjem, a djelimično niskom bazom od prošle godine. Povoljne vremenske prilike, kao i povoljne eksterne okolnosti, tokom 2015. godine uslovile su značajan rast u oblasti turizma, na šta takođe utiče i imidž Crne Gore kao stabilne turističke destinacije u svijetu, ali i realizacija važnih investicija u sektoru turizma (turistički kompleksi na Kumboru i Luštici).

Očekivanja su da će se rizik nefinansijskog sektora smanjiti i u narednom periodu, prvenstveno zbog očekivanih investicija, ali i drugih faktora. Izgradnja najvećeg infrastrukturnog projekta u Crnoj Gori može pozitivno uticati na sektor građevinarstva. Realizacija investicija u oblasti energetike (hidroelektrane,

vjetroelektrane i izgradnja podvodnog kabla Italija-Crna Gora) mogu dugoročno povećati proizvodnju električne energije, konkurentnost i uticati na rast BDPa. Pad kamatnih stopa na kredite, zbog većih tržišnih pritisaka (usljed povećane konkurencije u bankarskom sektoru i većeg broja banaka) mogu povećati kreditnu aktivnost i time smanjiti rizik u nefinansijskom sektoru.

### 6.2.2.3. Domaćinstva

Ocjena rizika sektora domaćinstva zasnovana je na faktorima prikazanim u tabeli br. 13.

Ocijenjeni rizik sektora domaćinstva iznosi 2, što je smanjenje u odnosu na ocjenu rizika prethodne godine. Na datu procjenu rizika utiče:

- Rast likvidne imovine domaćinstava u periodu 2010-2015. godine, mjerene godišnjom promjenom ukupnih depozita stanovništva.
- Rast kredita stanovništva u periodu 2013-2015. godine. Najavljeni projekat 1000+ stanova i smanjenje kamatnih stopa može pozitivno uticati na nivo kredita stanovništva i u narednom periodu.
- Blagi pad stope nezaposlenosti. Prosječna stopa nezaposlenosti u 2015. godini iznosi 17,6%, što je pad od 0,4p.p u odnosu na prethodnu godinu.<sup>25</sup>
- Blagi rast neto zarada. Prosječna neto zarada u 2015. godini iznosi 480 eura, što predstavlja rast od 0,6% u odnosu na prosječne neto zarade u 2014. godini. Ako se ima u vidu da su potrošačke cijene u 2015. godini u odnosu na 2014. godinu zabilježile rast od 1,5% proizilazi da su realne neto zarade u istom periodu zabilježile pad od 0,9%. Najveću izloženost ovom riziku imaju domaćinstva zaposlena u sektoru trgovine na veliko i malo, sektoru za administrativne i pomoćne djelatnosti kao i sektoru umjetnosti, zabave i rekreacije, čije su prosječne neto zarade najniže u 2015. godini i iznosile su 333, 346 i 385 eura, respektivno. Najmanju izloženost riziku imaju zaposleni u sektori sa najvišom prosječnom neto zaradom i to u sektoru finansijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja (897 eura), zatim u sektoru snabdijevanja električnom energijom (850 eura) i sektoru za poslovanje s nekretninama (697 eura).
- Visoka vrijednost minimalne potrošačke korpe domaćinstva, koja je u 2015. godini iznosi 805,17 eura. Vrijednost minimalne potrošačke korpe u kontinuitetu raste (osim u 2014. godini, što je rezultat negativne inflacije).

Postojeći projekti mogu smanjiti stopu nezaposlenosti i time uticati na smanjenje rizika domaćinstva u narednom periodu. Najavljene investicije u oblasti saobraćaja, energetike i turizma mogu povećati zaposlenost. Ugovorom o izgradnji dionice autoputa Smokovac-Mateševo predviđeno je da 30% radne snage bude iz Crne Gore, što će smanjiti nezaposlenost.

<sup>25</sup> Izvor: Monstat, Anketa o radnoj snazi-2015.

Tabela br. 13 - Indikatori ocjene sektora domaćinstva<sup>26</sup>

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
Depoziti stanovništva	Z (2010) = -0,51	Godišnja stopa rasta	2010 = 12,8%
	Z (2011) = -0,59		2011 = 8,6%
	Z (2012) = -0,55		2012 = 11%
	Z (2013) = -0,60		2013 = 7,9%
	Z (2014) = -0,60		2014 = 7,6%
Krediti stanovništva	Z (2010) = -0,69	Godišnja stopa rasta	2010 = -6,1%
	Z (2011) = -0,65		2011 = -3,5%
	Z (2012) = -0,64		2012 = -2,9%
	Z (2013) = -0,46		2013 = 8,9%
	Z (2014) = -0,57		2014 = 1,4%
Potrošnja domaćinstava*	Z (2010) = -0,48	Godišnja stopa rasta	2010 = 2,1%
	Z (2011) = -0,34		2011 = 4,1%
	Z (2012) = -0,71		2012 = -1,2%
	Z (2013) = -0,56		2013 = 1,03%
	Z (2014) = -0,56		2014 = 1,02%
Zaposlenost	Z (2010) = -2,81	Godišnja stopa rasta	2010 = -7,1%
	Z (2011) = -0,23		2011 = 0,8%
	Z (2012) = 0,19		2012 = 2,1%
	Z (2013) = 0,47		2013 = 3,0%
	Z (2014) = -0,10		2014 = 1,2%
Stopa nezaposlenosti**	Z (2010) = -0,06	Godišnja stopa	2010 = 19,7%
	Z (2011) = -0,06		2011 = 19,7%
	Z (2012) = -0,06		2012 = 19,7%
	Z (2013) = -0,12		2013 = 19,5%
	Z (2014) = -0,54		2014 = 18%
Minimalna potrošačka korpa	Z (2011) = 0,13	Godišnja stopa	2011 = 1,5%
	Z (2012) = 1,29		2012 = 3,2%
	Z (2013) = -0,02		2013 = 1,3%
	Z (2014) = -1,52		2014 = -1,0%
	Z (2015) = 0,11		2015 = 1,5%
Neto zarade	Z (2010) = -0,38	Godišnja stopa	2010 = 3,5%
	Z (2011) = -0,66		2011 = 1,0%
	Z (2012) = -0,71		2012 = 0,6%
	Z (2013) = -0,67		2013 = -1,6%
	Z (2014) = -0,83		2014 = -0,4%
	Z (2015) = -0,71	2015 = 0,6%	

**Napomena: Od 2013. godine izmjenjen je sistem izvještavanja za kredite i depozite**

**\* Godine 2014. počela je primjena ESA 2010 metodologije, pa je vremenska serija podataka za period 2010-2013. godine revidirana.**

**\*\* Stopa nezaposlenosti po definiciji MOR-a, MONSTAT.**

**Izvor: Centralna banka Crne Gore, Monstat, Zavod za zapošljavanje**

<sup>26</sup> Pozitivne (negativne) Z vrijednosti predstavljaju rast (pad) rizika u slučaju stope nezaposlenosti i minimalne potrošačke korpe. U slučaju svih ostalih pokazatelja, rast Z vrijednost predstavlja pad rizika.

### 6.3. Fiskalni sektor

Tabela br. 14 - Indikatori ocjene fiskalnog sektora<sup>27</sup>

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
5 Prihodi Budžeta	Z (2010) = -1,57	Godišnja stopa rasta izvornih prihoda države	2010 = -2,5%
	Z (2011) = -1,39		2011 = -1,1%
	Z (2012) = -1,36		2012 = -0,6%
	Z (2013) = 0,00		2013 = 10,4%
	Z (2014) = -0,24		2014 = 8,9%
Izdaci Bužeta	Z (2015) = -1,52		2015 = -2,0%
	Z (2010) = -1,24	Godišnja stopa rasta izdataka budžeta	2010 = -3,7%
	Z (2011) = -0,39		2011 = 5,3%
	Z (2012) = -0,78		2012 = 1,1%
	Z (2013) = -0,11		2013 = 9,4%
Z (2014) = -0,78	2014 = 0,1%		
Deficit/suficit budžeta	Z (2015) = 0,09		2015 = 10,8%
	Z (2010) = 0,21	Vrijednost deficita u mil eura	2010 = -107,11 mil. eura
	Z (2011) = 0,51		2011 = -185,66 mil. eura
	Z (2012) = 0,31		2012 = -207,82 mil. eura
	Z (2013) = 0,27		2013 = -215,8 mil. eura
Z (2014) = 0,09	2014 = -107,11 mil. eura		
Državni dug	Z (2015) = 0,85		2015 = -291,25 mil. eura
	Z (2010) = 0,34	Godišnja stopa rasta stanja državnog duga	2010 = 11,45%
	Z (2011) = 0,68		2011 = 16,75%
	Z (2012) = 0,54		2012 = 14,56%
	Z (2013) = 0,49		2013 = 13,78%
Z (2014) = -0,35	2014 = 0,47%		
Penzije	Z (2015) = 0,80		2015 = 18,6% <sup>28</sup>
	Z (2010) = -0,71	Godišnja stopa rasta izdataka za penzije	2010 = 2,3%
	Z (2011) = -0,20		2011 = 7,7%
	Z (2012) = -0,33		2012 = 6,3%
	Z (2013) = -0,83		2013 = 1,1%
Z (2014) = -0,90	2014 = 0,3%		
	Z (2015) = -0,87		2015 = 0,6%

Izvor: Centralna banka Crne Gore, Ministarstvo finansija

Ocijenjeni rizik fiskalnog sektora iznosi 5, što je znatno lošija ocjena u odnosu na prošlogodišnje procjene. Na procjenu rizika uticali su sljedeći faktori:

- Trend rasta državnog duga. Na kraju septembra 2015. godine, prema podacima Ministarstva finansija, bruto državni dug Crne Gore iznosio je 2.304,3 miliona eura, i u odnosu na kraj 2014. godine veći je za 361,4 miliona eura ili za 18,6%. Ovaj dug je iznosio 61,64% procijenjenog BDP-a za 2015. godinu.<sup>29</sup> Na rast državnog duga u prvih devet mjeseci 2015. godine najviše je uticala emisija euroobveznica, kao i povlačenje dvije tranše kredita za izgradnju dijela autoputa od kineske Exim banke. Valutna struktura državnog duga je povoljna. Cijeli iznos unutrašnjeg duga i dominantan dio spoljnog duga je u eurima (88%), dok je dio obaveza prema Pariskom klubu povjerilaca, kao i obaveze po osnovu IDA kredita, dug prema EUROFIMA i dug prema kineskoj Exim banci u drugim valutama. U strukturi državnog duga 85,7% čini spoljni dug.
- Blagi pad budžetskih prihoda u 2015. godini, nakon rasta budžetskih prihoda u 2013. i 2014. godini. Do smanjenja izvornih prihoda budžeta koji su u 2015. godini iznosili 1326,7 miliona eura je

<sup>27</sup> Pozitivne (negativne) Z vrijednosti predstavljaju rast (pad) rizika zasnovanih na podacima državnog duga, penzija i izdataka budžeta. U slučaju ostalih pokazatelja, rast Z vrijednost predstavlja pad rizika.

<sup>28</sup> Vrijednost na kraju septembra u odnosu na kraj prethodne godine.

<sup>29</sup> Procjena Ministarstva finansija



uglavnom došlo zbog manje naplate PDV-a u, odnosu na prethodnu godinu. Povećana je naplata poreza od akciza (8,7%), dok su prihodi od doprinosa neznatno smanjeni (1,6%).

- Trend rasta budžetskih izdataka. Rast budžetskih izdataka je rezultat početka izgradnje autoputa Bar-Boljare. Rashodi su povećani zbog značajno većih kapitalnih izdataka (povećanje od 160,3 miliona eura ili 236,6%), ali i zbog povećanja tekućih izdataka, kao i zbog povećanja rashoda za transfere institucijama, pojedincima, nevladinom i javnom sektoru.
- Rast deficita budžeta od 184,1 miliona eura u odnosu na prethodnu godinu. Naime, usljed nižeg nivoa ostvarenih javnih prihoda u odnosu na javnu potrošnju, ostvaren je deficit u iznosu od 291,25 miliona eura ili 8,1% procijenjenog BDP-a za 2015. godinu.
- Rast izdataka za penzije u 2015. godini (prava iz oblasti penzijskog i invalidskog osiguranja) i pad prihoda od doprinosa za penzijsko i invalidsko osiguranja od 2,2% na godišnjem nivou.
- Mjere fiskalne konsolidacije kojima se mijenjala politika oporezivanja, poput izmjena i dopuna Zakona o porezu na nepokretnosti, ali i mjere kao što su ugovori o reprogramu poreskog duga, kao i izdavanje državnih garancija za kreditno zaduženje jedinica lokalne samouprave.

## 6.4. Finansijski sistem

### 6.4.1. Bankarski sektor

Tabela br. 15 - Indikatori ocjene bankarskog sektora

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
Rezervacije kao % NPL-a	Z (2010) = -1,396	Godišnja stopa rasta racia rezervacije u % NPL-a	2010 = -33,73%
	Z (2011) = -1,266		2011 = 6,84%
	Z (2012) = -0,810		2012 = 22,56%
	Z (2013) = -0,536*		2013 = 11,08%
	Z (2014) = -0,455		2014 = 2,93%
	Z (2015) = -0,397		2015 = 2,04% <sup>30</sup>
Bruto profit kao % prosječne aktive (stabilizacija)	Z (2010) = -2,170	Godišnja stopa rasta racia bruto profita kao % prosječne aktive (ROAA)	2009 = 7,40%
	Z (2011) = 0,129		2010 = 354,43%
	Z (2012) = -1,522		2011 = -97,80%
	Z (2013) = 0,285		2012 = 3200%
	Z (2014) = 0,897		2013 = -106,12%
	Z (2015) = 0,090		2014 = 586,96%
			2015 = -112,01%
Likvidna aktiva kao % ukupne aktive (stabilizacija)	Z (2010) = -0,871	Godišnja stopa rasta racia likvidna aktiva kao % ukupne aktive	2010 = 18,68%
	Z (2011) = -1,210		2011 = -15,97%
	Z (2012) = -0,521**		2012 = 38,65%
	Z (2013) = 0,098		2013 = 25,04%
	Z (2014) = 0,445		2014 = 11,21%
	Z (2015) = 0,837		2015 = 11,43%

**Napomene:** \*Do januara 2013. godine, shodno regulativi koja je bila na snazi, primjenjivao se račun rezervisanja za kreditne gubitke. Od januara 2013. godine, uveden je račun za evidentiranje ispravki vrijednosti kredita, na kojima se evidentira iznos obezvrjeđenja kredita, utvrđen primjenom Međunarodnih računovodstvenih standarda. Od januara 2013. godine, pri obracunu pokazatelja kvaliteta aktive primjenjuje se nova metodologija. Podaci za 2013. godinu nijesu uporedivi sa podacima za prethodni period.

\*\* Od januara 2013. godine za obracun likvidne aktive primjenjuje se nova metodologija. Podaci za 2011. i 2012. su revidirani u skladu sa novom metodologijom, revizija podataka za period do 2011. godine je u toku.

Izvor: Centralna banka Crne Gore

<sup>30</sup> Vrijednost na kraju septembra u odnosu na kraj prethodne godine.

Rizik bankarskog sektora ocjenjen je sa 2,5. Rizik solventnosti je analiziran preko racia rezervacija u % od NPL (nekvalitetnih kredita). Kvalitet kreditnog portfolija banaka je poboljšan, pri čemu je došlo do smanjenja iznosa nekvalitetnih kredita tokom 2015. godine, u odnosu na isti period prethodne godine, kao i do smanjenja njihovog učešća u ukupnim kreditima banaka. Istovremeno, došlo je do povećanja učešća likvidne i smanjenja nekvalitetne aktive u ukupnoj aktivi. Likvidnost u bankarskom sektoru je dobra, ali mora biti praćena značajnijim oporavkom realnog sektora u narednom periodu. Ipak, profitabilnost banaka je bila niža u odnosu na 2014. godinu, uz napomenu da je bila rezultat smanjenja profitabilnosti jedne banke, nastale zbog implementacije Zakona o konverziji CHF kredita u eure te se stoga ne može ocjeniti kao sistemski uticaj.

Analizirajući sve ranjivosti u bankarskom sektoru može se zaključiti da su prisutni određeni finansijski rizici u bankarskom sektoru, koji se moraju frekventnije provjeravati i pratiti.

#### 6.4.2. Ostali finansijski subjekti

Tabela br. 16 - Indikatori ocjene ostalih finansijskih subjekata

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
Tržišna kapitalizacija	Z (2010) = -0,523	Godišnja stopa rasta tržišne kapitalizacije	2010 = -5%
	Z (2011) = -0,385		2011 = 1%
	Z (2012) = -0,258		2012 = 6%
	Z (2013) = -0,453		2013 = -2%
	Z (2014) = -0,602		2014 = -9%
Ukupna aktiva ostalih finansijskih subjekata	Z (2015) = -0,054	Godišnja stopa rasta aktive ostalih finansijskih subjekata	2015 = 14,8%
	Z (2010) = -0,460		2010 = -6,90%
	Z (2011) = -1,203		2011 = -62,57%
	Z (2012) = -0,774		2012 = -30,44%
	Z (2013) = -0,683		2013 = -23,63%
Ukupna aktiva osiguravajućih kuća	Z (2014) = -0,255	Godišnja stopa rasta aktive osiguravajućih kuća	2014 = 8,46%
	Z (2015) = -0,634		2015 = -19,99 <sup>31</sup>
	Z (2010) = -0,013		2010 = 15,86 %
	Z (2011) = -0,338		2011 = 10,93 %
	Z (2012) = -0,759		2012 = 5,04 %
MONEX	Z (2013) = -0,411	Godišnja stopa rasta indeksa MONEX	2013 = 9,91%
	Z (2014) = -0,520		2014 = 8,39%
	Z (2015) = -0,460		2015 = 9,24%
	Z (2010) = -0,485		2010 = 1,13%
	Z (2011) = -0,839		2011 = -32,77%
MONEXPIF	Z (2012) = -0,438	Godišnja stopa rasta indeksa MONEXPIF	2012 = 5,63%
	Z (2013) = -0,497		2013 = 0,002%
	Z (2014) = -0,337		2014 = 15,29%
	Z (2015) = -0,426		2015 = 6,80%
	Z (2010) = -0,618		2010 = -14,05%
Z (2011) = -0,754	2011 = -34,21%		
Z (2012) = -0,653	2012 = -19,31%		
Z (2013) = -0,529	2013 = -0,86%		
Z (2014) = -0,597	2014 = -10,99%		
Z (2015) = -0,589	2015 = -11,28%		

Izvor: Komisija za hartije od vrijednosti, Agencija za nadzor osiguranja

<sup>31</sup> Procjena rasta aktive ostalih finansijskih institucija, rađena na osnovu tri kvartala 2015. godine, jer je rok za dostavljanje godišnjih finansijskih izvještaja 30.04.2016. godine.

Rizik koji se odnosi na ostale finansijske subjekte je na istom nivou kao i tokom prethodnog perioda. Aktiva osiguravajućih kuća je zabilježila rast, dok je aktiva ostalih finansijskih subjekata zabilježila pad.

Došlo je do rasta tržišne kapitalizacije. Kompanijski indeks MONEX je zabilježio rast, dok je indeks fondova MONEXPIF ostvario pad. Takođe, novoformirani indeks MNSE10, koji je na crnogorskom tržištu kapitala uveden 01. aprila 2015. godine, zabilježio je pad u odnosu na početnu vrijednost. Rizici tržišta kapitala i tržišta osiguranja, generisani su prvenstveno smanjenjem ekonomske aktivnosti u inostranstvu i smanjenjem sklonosti ka investiranju u zemlji.

## 7. ZAKLJUČAK

Analizirajući i ocjenjujući uticaj potencijalnih rizika iz makroekonomskog okruženja i unutar finansijskog sistema na stanje finansijske stabilnosti u Crnoj Gori, Savjet je zaključio da je finansijski sistem stabilan, a nivo sistemskog rizika umjeren. Takođe, zaključeno je da se mora voditi održiva ekonomska politika koja je usmjerena na dalji rast i oporavak kako bi se smanjili pritisci i ranjivosti koje mogu proistići iz fiskalnog sektora.

Otvaranje potencijala rasta privrede bi trebalo podsticati, kako kroz povećanje tekuće privredne aktivnosti i konkurentnosti, tako i kroz nove investicije, koje bi povećale zaposlenost, a kapital usmjeravale u produktivnu upotrebu. Povećanjem privredne aktivnosti i širenjem osnove privrednog rasta bi se obezbijedilo i servisiranje postojećeg duga, privatnog i javnog, i stvaranje osnove za novi rast. Kratkoročno i srednjoročno, doprinos realizaciji ovih ekonomskih ciljeva se može dati realizacijom planiranih i započelih projekata u prioritetnim granama privrede - turizmu, energetici i poljoprivredi. Takođe, snažniji uticaj na rast imaće i investicije u javnom sektoru, koje će kroz uticaj na ukupnu potrošnju i zaposlenost pozitivno uticati na sve komponente rasta. Neophodno je nastaviti sa konsolidacijom tekuće potrošnje i sprovođenjem strukturnih reformi u fiskalnom sektoru, kako bi se uticalo na stabilnost u tom sektoru. Na ovakav način, jačanjem realnog sektora i postavljanjem održive osnove za rast, obezbijediće se finansijska, odnosno makroekonomska stabilnost.

Ključni izazovi u domenu finansijske stabilnosti u narednom periodu se odnose na fiskalnu sferu, obezbjeđenje održivosti ove politike i upravljanje javnim dugom. U realnom sektoru ključni izazovi su neliqidnost, nizak stepen konkurentnosti i diverzifikovanosti, i kao rezultat toga visok nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa. U finansijskom sistemu i dalje ostaju kao ključni izazovi sniženje kamatnih stopa i nastavak tendencije opadanja loših kredita.

## PRIOLOG 1: Pregled finansijskog tržišta u Crnoj Gori

CRNA GORA							
Ekonomija				FINANSIJE - Bankarski sektor			
BDP <sup>1</sup>	2013.	2014.	2015.	Broj banaka	2013.	2014.	2015.
Ukupno, u 000 eura	3.362,5	3.457,9	3.595,0	Broj	11	12	14
Realni rast BDP-a, u %	3,5	1,8	3,2	Godišnja promjena u %	0	9,09	16,67
<b>Inflacija</b>				<b>od kojih subsidijarnih banaka</b>			
Godišnja stopa u decembru, u %	0,3	-0,3	1,4	Broj	6	6	7
<b>Nezaposlenost</b>				<b>Broj ekspozitura</b>			
Stopa nezaposlenosti, u %	14,88	14,95	17,24	Broj	203	200	204
Godišnja promjena stope nezaposlenosti, u p.p.	1,45	0,07	2,29	Godišnja promjena u %	5,18	-1,48	2,00
<b>Budžetski deficit<sup>2</sup></b>				<b>Broj ATM</b>			
Ukupno, u % BDP-a	6,42	3,1	8,1	Broj	361	359	386
Godišnja promjena učesća budžetskog deficit u BDP-u, u p.p.	-0,11	-3,32	5,00	Godišnja promjena u %	3,14	-0,55	7,52
<b>Javni dug (bruto)<sup>2</sup></b>				<b>Ukupna aktiva</b>			
Ukupno, u % BDP-a	57,5	59,9 <sup>3</sup>	64 (IX 2015) <sup>4</sup>	Ukupno, u 000 eura	2.959.240	3.136.257	3.472.418
Godišnja promjena učesća javnog duga u BDP-u, u p.p.	4,1	2,4	7,1 $\frac{IX2015}{IX2014}$	Godišnja promjena u %	5,38	5,98	10,72
<b>Deficit tekućeg računa</b>				<b>Ukupni krediti</b>			
Ukupno, % BDP-a	14,5%	15,2%	13,2 <sup>5</sup>	Ukupno, u 000 eura	2.413.979	2.367.178	2.385.582
Godišnja promjena učesća deficita tekućeg računa u BDP-u, u pp	-4,0	0,7	-2 <sup>5</sup>	Godišnja promjena u %	3,07	-1,94	0,78
<b>SDI-neto</b>				<b>Ukupni depoziti</b>			
Ukupno, u 000 eura	323.879	353.940	619.274 <sup>5</sup>	Ukupno, u 000 eura	2.097.704	2.308.149	2.624.977
Godišnja promjena u %	-29,8	9,3	75,0	Godišnja promjena u %	5,91	10,03	13,73
				<b>Koeficijent solventnosti</b>			
				Ukupno, u %			
				14,44			
				16,18			
				15,49			
				Godišnja promjena u p.p.			
				-0,27			
				1,74			
				-0,69			
				<b>Koeficijent likvidnosti (likvidna aktiva/ukupna aktiva banaka)</b>			
				Ukupno, u %			
				19,99			
				22,23			
				24,77			
				Godišnja promjena u p.p.			
				4,00			
				2,24			
				2,54			
				<b>Finansijski rezultat</b>			
				Dobitak/gubitak, u 000 eura			
				2.048			
				23.788			
				-3.386			

<sup>1</sup> Izvor: Monstat, procjena za 2015. godinu.

<sup>2</sup> Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore.

<sup>3</sup> Stupanjem na snagu Zakona o budžetu i fiskalnoj odgovornosti, u 2014. godini, promijenjena je struktura javnog duga.

<sup>4</sup> Državni dug (bruto) na kraju septembra 2015. godine ne uključuje dug lokalnih samouprava i nije uporediv sa stanjem javnog duga na kraju 2014. godine.

<sup>5</sup> Preliminarni podaci.

### Metodološka napomena:

*Koeficijent solventnosti* je odnos sopstvenih sredstava banke prema rizikom ponderisane aktive za kreditni, tržišni, operativni i druge rizike.

*Koeficijent likvidnosti* je odnos likvidne aktive i ukupne aktive.

CRNA GORA							
FINANSIJE - Tržište kapitala				FINANSIJE - Tržište osiguranja <sup>2</sup>			
Broj brokera/dilera	2013.	2014.	2015.	Broj osiguravajućih kuća	2013.	2014.	2015.
Broj	13	10	10	Broj	11	11	11
Godišnja promjena u %	-23,5	-23,1	-	Godišnja promjena u %	-	-	-
<b>Broj investicionih fondova</b>				<b>Broj filijala na teritoriji Crne Gore</b>			
Broj	9	9	10	Broj	72	69	59
Godišnja promjena u %	28,50	-	11,11	Godišnja promjena u %	7,46	-4,16	-14,49
<b>Broj privatnih penzionih fondova</b>				<b>Fakturisana bruto premija</b>			
Broj	2	2	2	Ukupno, hiljadama eura	72.774,51	72.417,79	76.933,19
Godišnja promjena u %	-	-	-	Godišnja promjena u %	8,75	-0,49	6,24
<b>Ukupan promet na berzi</b>				<b>Broj polisa osiguranja</b>			
Ukupno, u hiljadama eura	30.772	108.157	65.405	Broj	422.833	418.157	450.383
Godišnja promjena u %	-5,8	251,5	-39,5	Godišnja promjena u %	1,78	-1,11	7,71
<b>Berzanski indeksi</b>				<b>Kapital</b>			
MNSE10 <sup>1</sup>	-	-	1.044,74	Ukupno, u hiljadama eura	49.812,20	52.086,05	53.886,05
Godišnja promjena u % <sup>1</sup>	-	-	4,47	Godišnja promjena u %	8,31	4,56	3,46
MONEX	9.850,18	11.356,11	12.128,07	<b>Bruto tehničke rezerve</b>			
Godišnja promjena u %	0,003	15,28	6,78	Ukupno, u hiljadama eura	92.676,50	95.885,42	109.358,27
MONEXPIF	3.412,24	3.037,38	2.694,81	Godišnja promjena u %	9,13	3,46	14,05
Godišnja promjena u %	-0,86	-10,98	-11,28	<b>Kapital iz čl.92 Zakona</b>			
<b>Kapitalizacija</b>				Ukupno, u hiljadama eura	35.196,83	39.549,88	37.623,19
Ukupno, u hiljadama eura	2.838.968	2.960.671	2.980.862	Godišnja promjena u %	15,04	12,37	-4,87
Godišnja promjena u %	-2,2	4,3	0,7	<b>Solventnost</b>			
<b>Finansijski rezultat</b>				<b>Margina solventnosti</b>			
Ukupno, u hiljadama eura	-9.176	-14.217		Ukupno, u hiljadama eura	16.353,28	15.958,30	16.213,25
Godišnja promjena u %	-770,58	-54,94		Godišnja promjena u %	-6,29	-2,42	1,59
<b>FINANSIJE - Lizing kompanije</b>				<b>Kapital</b> U 2012. god. uvodi se kategorija „Kapital“			
Broj lizing kompanija	2013.	2014.	2015.	Ukupno, u hiljadama eura	35.196,83	39.549,88	37.623,19
Broj	4 kompanije + 2 banke	4 kompanije + 2 banke <sup>4</sup>		Godišnja promjena u %	15,06	12,37	-4,87
Godišnja promjena u %		-		<b>Odnos kapitala/MS</b>			
<b>Ukupna aktiva</b>				Odnos, broj	215,23%	247,83%	232,05%
Ukupno, u hiljadama eura	116.968	88.210		Godišnja promjena u %	22,79	15,15	-6,36
Godišnja promjena u %	-7,66	-24,59		<b>Finansijski rezultat</b>			
<b>Dugoročni finansijski plasmani</b>				Ukupno, u hiljadama eura	2.986,40	4.474,54 <sup>3</sup>	-2.695,73 <sup>3</sup>
Ukupno, u hiljadama eura	40.135	31.159		Godišnja promjena u %	44,67	49,83	-
Godišnja promjena u %	-12,9	-22,38					
<b>Dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze</b>							
Ukupno, u hiljadama eura	63.535	54.145					
Godišnja promjena u %	-2,28	-14,78					
<b>Kratkoročna rezervisanja i kratkoročne obaveze</b>							
Ukupno, u hiljadama eura	69.063	63.292					
Godišnja promjena u %	-6,93	-8,36					
<b>Kapital</b>							
Ukupno, u hiljadama eura	-15.869	-29.385					
Godišnja promjena u %	-22,96	-85,17					
<b>Finansijski rezultat</b>							
Ukupno, u hiljadama eura	-2.529	-18.814					
Godišnja promjena u %	-3,15	-674,42					

<sup>1</sup> Novi indeks sa baznim datumom 31.03.2015. godine. Promjena u % se odnosi na period od 31.3. do 31.12.2015.

<sup>2</sup> Preliminarni podaci

<sup>3</sup> Bruto rezultat

<sup>4</sup> Na tržištu lizinga u dijelu zaključivanja novih plasmana nijesu aktivne jedna banka (Prva banka Crne Gore osnovana 1901. godine), kao i jedna lizing kuća (Hipo Alpe Adria Leasing).



CIP - Каталогизација у публикацији  
Централна народна библиотека Црне Горе, Цетиње

336

IZVJEŠTAJ o radu Savjeta za finansijsku stabilnost: 2015. godina. - 2013- . - Podgorica  
(Bulevar SV. Petra Cetinjskog 6) : Centralna banka Crne Gore, 2016 (Podgorica : Studio  
Branko d.o.o.). - 28 cm

Godišnje.

ISSN 2336-940X = Izvještaj o radu Savjeta za finansijsku stabilnost  
COBISS.CG-ID 22574096