

Broj: 0102-4086-1/2017.godine

Podgorica, 04.05.2017.godine

CRNA GORA SKUPŠTINA CRNE GORE	
PRIMJENO: 4. V	20 17 GCD.
KLASIFIKACIONI BROJ: 00-42/17-27	
VEZA:	
EPA: 154 XXVI	
SKRAĆENICA:	PRILOG:

### SKUPŠTINA CRNE GORE

Uvaženi,

U skladu sa članom 11 stav 1 Zakona o Savjetu za finansijsku stabilnost („Sl.list CG“ broj 44/10), u prilogu dostavljamo Izvještaj o radu Savjeta za finansijsku stabilnost u 2016.godini.

S poštovanjem,

**PREDSJEDAVAJUĆI SAVJETA  
ZA FINANSIJSKU STABILNOST,**

  
dr. Radoje Žugić,  
*Radoje Žugić*

**Savjet za finansijsku stabilnost**

**IZVJEŠTAJ O RADU  
SAVJETA ZA FINANSIJSKU STABILNOST  
2016. GODINA**

Podgorica, mart 2017. 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 Dr Radoje Žugić, guverner CBCG  
FINANSIJSKU Dr Darko Radunović, 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: Branka Martinović

ŠTAMPA: MERKATOR-INTERNATIONAL, DOO.

TIRAŽ: 150 primjeraka

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

## SPISAK UPOTRIJEBLJENIH SKRAĆENICA

AIFS	Agregatni indeks finansijske stabilnosti
ANO	Agencija za nadzor osiguranja
ATM	Automated Teller Machine - Bankomat
BDP	Bruto domaći proizvod
BIS	Bank for International Settlements- Banka za međunarodna poravnanja
CBCG	Centralna banka Crne Gore
CCyB	Countercyclical capital buffer – kontraciklični zaštitni kapital
CRD	Capital Requirement Directive – Direktiva o kapitalnim zahtjevima
CRR	Capital Requirement Regulation – regulatorni okvir o kapitalnim zahtjevima
DTI racio	Debt-to-income ratio – Racio dug/dohodak
DSTI racio	Debt service-to-income ratio – Racio pokrivenosti duga
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development – Evropska banka za obnovu i razvoj
ECB	Evropska centralna banka
EONIA	European OverNight Index Average – ponderisana prosječna kamatna stopa po kojoj su realizovane prekoćne pozajmice u valuti između relevantnih banaka u Eurozoni
EU	Evropska unija
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate – eurska međubankarska stopa
ESRB	European Systemic Risk Board – Evropski odbor za sistemski rizik
Exim	Export-Import Bank of China
FED	Federalne rezerve
FSB	Financial Stability Board – Odbor za finansijsku stabilnost
FSAP	Financial Sector Assessment Program – Program procjene finansijskog sektora
FZD	Fond za zaštitu depozita
IMF	International Monetary Fund – Međunarodni monetarni fond
IT	Information Technology
KHOV	Komisija za hartije od vrijednosti
LIBOR	London Interbank Offered Rate – londonska međubankarska stopa
LTV racio	Loan-to-value ratio – Racio krediti/vrijednost kolaterala
MF	Ministarstvo finansija
MMF	Međunarodni monetarni fond
MONSTAT	Zavod za statistiku Crne Gore
MNSE10,	
MONEX20,	
MONEX	Indeksi Montenegroberze
MONEX PIF	Indeks investicionih fondova
MCM	Monetary and Capital Market Department – Odjeljenje za monetarna i tržišta kapitala
NPL	Nekvalitetni krediti
ROAA	Return of Average Assets – povraćaj na prosječnu aktivu
ROAE	Return of Average Equity – povraćaj na prosječni kapital
SAD	Sjedinjene Američke Države
SDI	Strane direktne investicije
SFS	Savjet za finansijsku stabilnost
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> .....	11
<b>3. AKTIVNOSTI SAVJETA U 2016. GODINI</b> .....	14
3.1. Dvadeset deveta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost.....	15
3.2. Trideseta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost .....	15
3.3. Trideset prva sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost .....	16
3.4. Trideset druga sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost .....	17
3.5. Trideset treća sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost .....	18
<b>4. FINANSIJSKA STABILNOST U CRNOJ GORI</b> .....	20
4.1. Značaj finansijske stabilnosti .....	20
4.2. Makroprudencijalna politika .....	20
4.3. Makroprudencijalna politika u Crnoj Gori.....	24
4.4. Finansijska stabilnost u Crnoj Gori – odabrani indikatori stabilnosti u 2016. godini ...	25
4.4.1. Međunarodno okruženje .....	25
4.4.2. Makroekonomska kretanja u zemlji.....	26
<b>5. JAZ KREDITI–BDP I AIFS</b> .....	33
5.1. Jaz krediti–BDP .....	33
5.2. Agregatni indeks finansijske stabilnosti .....	35
<b>6. OCJENA STABILNOSTI FINANSIJSKOG SISTEMA</b> .....	37
6.1. Ocjena stabilnosti finansijskog sektora.....	37
6.2. Ocjena stabilnosti finansijskog sistema .....	37
6.3. Indikatori finansijske stabilnosti .....	40
6.3.1. Sektor inostranstvo .....	40
6.3.1.1. Međunarodno okruženje.....	40
6.3.1.2. Razmjena robe, usluga i kapitala sa inostranstvom .....	42
6.3.2. Realni sektor.....	44
6.3.2.1. Realni sektor.....	44
6.3.2.2. Nefinansijski sektor .....	45
6.3.2.3. Domaćinstva .....	46
6.4. Fiskalni sektor .....	48
6.5. Finansijski sistem.....	49
6.5.1. Bankarski sektor.....	49
6.5.2. Ostali finansijski subjekti .....	50
<b>7. ZAKLJUČAK</b> .....	52
<b>PRILOG 1: Pregled finansijskog tržišta u Crnoj Gori</b> .....	53
<b>PRILOG 2: Izvod iz izvještaja MMF-a o uspostavljanju Okvira makroprudencijalne politike</b> .....	55



*U Izvještaju je dat pregled aktivnosti rada Savjeta u 2016. godini, dati su 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 2016. godinu. U nastavku ovog Izvještaja dat je statistički prilog i Prilog o uspostavljanju okvira makroprudencione politike u Crnoj Gori. Izvještaj se, shodno Zakonu o finansijskoj stabilnosti, dostavlja Skupštini Crne Gore.*





## 1. UVODNE NAPOMENE

Crnogorska privreda je tokom 2016. godine umjereno rasla. Prema procjenama Ministarstva finansija, realna stopa godišnjeg rasta na kraju 2016. godine iznosila je 2,4%, što je ujedno i stopa koja pripada rangu od 2-2,5% kojeg je projektovala Centralna banka za raspon rasta u izvještajnoj godini. Medjunarodne institucije su, takođe imale slične projekcije rasta: MMF 2,4%, a Evropska komisija 2,6%.

Veoma slične stope rasta ostvarene su u zemljama regiona, dok su zemlje EU, u prosjeku imale nešto niži rast. Skroman oporavak privredne djelatnosti, u zemlji i u okruženju, nije imao dovoljno snažan uticaj na otvaranje potencijala rasta, te je stoga i sistemska stabilnost zadržana na nivou od prethodne godine, sa ocjenom umjerene stabilnosti uz prisustvo pojedinih rizika koji i dalje djeluju u pravcu njihovog povećanja.

Visoke stope rasta, smanjenje nezaposlenosti, umjerena inflacija i smanjenje neizvjesnosti u finansijskom sektoru neophodni su, kako bi se kreirane ranjivosti smanjile i prevazišle posljedice uticaja krize.

Ekonomska aktivnost najvećih svjetskih ekonomija i u 2016. godini ima skromna pozitivna kretanja, ali se ne može očekivati značajnije prelivanje rasta na crnogorsku privredu. Pojačana politička neizvjesnost u EU, proizvela je dodatnu neizvjesnost na međunarodnom finansijskom tržištu i produžila odluku najuticajnijih centralnih banaka svijeta da i dalje vode opreznu monetarnu politiku i primjenjuju nastavak stimulativne politike u 2017. godini. Višak kreirane likvidnosti uticao je na cijenu kapitala zbog čega se jedan broj zemalja odlučio za snažnije zaduženje. U razvijenim zemljama finansijska stabilnost je ojačana, posebno snaženjem fiskalne discipline zahvaljujući dosljednim fiskalnim konsolidacijama, 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, strukturnim problemima, fiskalnim pritiscima i nedovoljnim ekonomskim rastom, već nekoliko godinu za redom, iako su ojačale svoje politike i postigle određene rezultate.

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 s 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 stimulatивne 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 neophodna je da bi se osigurala normalizacija stanja, kako u pojedinačnim zemljama, tako i na globalnom nivou.

Geopolitička dešavanja i povećanje političkih rizika, takođe su obilježila 2016. godinu, s posebnim akcentom na evropsko tržište.

Crna Gora kao otvorena ekonomija bila je pod uticajem svih ovih faktora i izložena prelivanjima sa spoljašnjih tržišta koja su u velikoj mjeri uticala na domaći poslovni ambijent. Takođe, unutrašnje neravnoteže kreirane zbog strukturnih problema i nedovoljnih prihoda realnog sektora uslovile su povećanje intenziteta pojedinih rizika u sistemu. Niska konkurentnost privrede pojačava ove ranjivosti.

Intitucije koje su odgovorne za očuvanje finansijske stabilnosti prate stanje stabilnosti finansijskog sistema. Iako je Centralna banka Crne Gore ustavno i 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 systemske 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 treba na vrijeme preduzeti potrebne mjere u okviru politike, u čijoj nadležnosti je sektor u kojem nastaje problem, kako bi se spriječio razvoj problema i njegovo širenje na druge sektore u ekonomiji. Holistički pristup nadležnih organa u upravljanju systemskim rizikom daje mogućnost njegove kontrole i smanjenja intenziteta uticaja. Na ovim principima zasniva se rad Savjeta za finansijsku stabilnost u Crnoj Gori.

## 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 2010. godine, 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.

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 saradnja 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.



Na slici 1. prikazana je podjela nadležnosti u okviru finansijskog sistema Crne Gore. Predstavljene su postojeće i potencijalne nadležnosti sprovođenja nadzora nad pojedinim učesnicima u finansijskom sistemu.

### 3. AKTIVNOSTI SAVJETA U 2016. GODINI

Savjet je u 2016. godini održao pet sjednica, na kojima je od najvećeg značaja bila razmjena informacija, analiza trendova, procjenjivanje stanja finansijske stabilnosti, kao i identifikovanje rizika koji su mogli ugroziti stabilnost sistema.

U okviru svojih nadležnosti, Savjet je razmatrao pet informacija, rezultate redovnih analiza trendova i tri 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:
  - Tri redovna Pregleda indikatora i analiza stanja tekuće finansijske stabilnosti (kvartalna);
  - Informaciju o mogućnostima uvođenja registra/baze prometovanih nekretnina u Crnoj Gori;
  - Informaciju sa *Road show* emisije euroobveznica Crne Gore u 2016. godini;
2. razmatrao preporuke i rezultate iz dva Izvještaja misija MMFa:
  - Okvir makroprudencione politike u Crnoj Gori, Izvještaj misije tehničke pomoći MMFa sa preporukama;
  - Ocjena finansijske stabilnosti, Izvještaj FSAP misije sa akcionim planom za implementaciju preporuka.
3. usvojio:
  - Izvještaj o radu Savjeta za finansijsku stabilnost u 2015. 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 je 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 2016. 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 deveta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Dvadeset deveta sjednica Savjeta održana je 7. marta 2016. godine. Na ovoj sjednici, Savjet je razmatrao tekuće stanje finansijske stabilnosti i indikatore rizika u posljednjem kvartalu 2015. godine. 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 proizlazili iz realnog sektora i dalje su bili izraženi. Ove ranjivosti povratno su 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 finansijski sistem može ocjeniti kao relativno stabilan. Prisutne su ranjivosti realnog sektora, koje pored pritiska na finansijski, utiču i na povećanje pritiska u fiskalnoj sferi.

Savjet se upoznao sa informacijom o emisiji euroobveznica Crne Gore u martu 2016. godine, kojom je izvršena nova emisija euroobveznica države u iznosu od 300 miliona eura. Ovim sredstvima izvršena je otplata postojećeg duga po osnovu euroobveznica emitovanih 2011. godine u iznosu od 180 miliona eura, kupljenih po kamatnoj stopi od 7,25%. Postignuta kamatna stopa na emisiji u 2016. godini, formirana je pod uticajem tržišnih faktora, i iznosila 5,75%. Između ostalih, faktori koji su dominantno uticali na ostvaren nivo kamatne stope su:

1. Visoka averzija prema riziku od strane međunarodnih investitora ka svim tržištima u razvoju;
2. Pogoršanje fiskalnih indikatora, kako po osnovu planiranih, tako i po osnovu neplaniranih troškova;
3. Povećana neizvjesnost u izbornoj godini emitera;
4. Izdavanje u valuti Euro.

Na osnovu iznešenog, Savjet je razmatrao da se u budućnosti pronade institucionalno rješenje kojim bi se unaprijedilo i učinilo efikasnim upravljanje javnim dugom.

### 3.2. Trideseta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Trideseta sjednica Savjeta održana je 4. aprila 2016. godine. Na ovoj sjednici razmatran je Izvještaj o radu Savjeta za 2015. godinu i Izvještaj FSAP misije MMFa sa akcionim planom za implementaciju preporuka.



U Izvještaju o radu dat je pregled aktivnosti rada Savjeta u 2015. godini. Analizirani su i ocijenjeni uticaji potencijalnih rizika iz makroekonomskog okruženja i unutar finansijskog sistema na stanje finansijske stabilnosti u Crnoj Gori. Savjet je zaključio da je sistem stabilan, a nivo sistemskog rizika umjeren. Takođe, zaključeno je da se mora voditi održiva ekonomska politika, koja se temelji na širenju rasta i oporavku privrede, kako bi se smanjili pritisci i ranjivosti koje mogu proisteci iz fiskalnog sektora.

Ostvarenjem navedenih ciljeva i smanjenja rizika, Savjet je naveo da je potrebno podsticati nove investicije i otvaranje potencijala rasta privrede kroz povećanje tekuće privredne aktivnosti i konkurentnosti. Savjet je istakao da bi se na ovaj način povećala zaposlenost, kapital efikasno koristio, a rizici i ranjivosti sistema smanjile. Povećanjem privredne aktivnosti i širenjem osnovne privrednog rasta, obezbjedilo bi se servisiranje privatnog i javnog postojećeg duga, i stvorila osnova za novi rast. Kratkoročno i srednjoročno, doprinos ostvarenju ovih ekonomskih ciljeva može se postići ubrzanom realizacijom planiranih i započetih projekata u prioritetnim granama privrede: turizmu, energetici, poljoprivredi i industriji. Neophodno je nastaviti sa konsolidacijom tekuće potrošnje dominantno na rashodnoj strani, i efikasnim sprovođenjem strukturnih reformi u fiskalnom sektoru kako bi se uticalo na stabilnost u tom sektoru. Na ovakav način, jačanjem realnog sektora i snaženjem održivosti privrednog rasta obezbijediće se finansijska, odnosno makroekonomska stabilnost.

Ključni izazovi u domenu stabilnosti sistema u narednom periodu, odnose se na obezbjeđenju dvije komponente: političke stabilnosti i visoke stope ekonomskog rasta. Takođe, u domenu finansijske stabilnosti, očuvanje fiskalne stabilnosti, održivosti ove politike i upravljanje javnim dugom prioriteti su u narednom periodu. U realnom sektoru, ključni izazovi su nizak stepen konkurentnosti i diverzifikovanosti, i kao rezultat toga visok nivo deficita tekućeg računa platnog bilansa, kao i još uvijek izražena nelikvidnost privrede. U finansijskom sistemu i dalje ostaju kao ključni izazovi sniženje kamatnih stopa i nastavak tendencije opadanja loših kredita.

Savjet je podržao aktivnosti na implementaciji preporuka proisteklih iz Izvještaja i nalaza FSAP 2015. misije za Crnu Goru. Ključne preporuke odnose se na pet oblasti: otpornost finansijskog sistema, finansijsku sigurnosnu mrežu, finansijski nadzor, rješavanje nekvalitetne aktive i agende za razvoj finansijskog sektora.

### **3.3. Trideset prva sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost**

Trideset prva sjednica Savjeta održana je 30. maja 2016. godine. Na ovoj sjednici Savjet je razmatrao tekuća administrativna pitanja Savjeta, stanje finansijske stabilnosti za pet mjeseci, kao i tekuću situaciju u privredi.

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

### 3.4. Trideset druga sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Trideset druga sjednica Savjeta održana je 5. septembra 2015. godine. Na ovoj sjednici Savjet je razmatrao Informaciju o stanju finansijske stabilnosti za II kvartal 2016. godine i tekuću situaciju u privredi.

U analizi koja je pripremljena za Savjet, razmatrani su trendovi i događaji koji su uticali na stanje crnogorske privrede, kako iz domaćeg, tako i iz međunarodnog okruženja.

Događaj koji je najviše uticao na trendove u međunarodnom okruženju bio je referendum u Velikoj Britaniji. Ishod britanskog referenduma o izlasku iz Evropske Unije bio je iznenađujući signal za finansijska tržišta, globalno, koja su negativno odreagovala. Takođe, na temelju povećanja ove neizvjesnosti, izgledi za globalnu ekonomiju za 2016. i 2017. su u određenoj mjeri pogoršani. Očekuje se da će neizvjesnost uticati na smanjenje investicija i povećanje rizika finansiranja ka manje razvijenim tržištima.

Shodno ovakvim izgledima na međunarodnom tržištu, ključne centralne banke svijeta ECB i FED su zadržale isti kurs monetarne politike i nisu mijenjale kamatne stope. Dodatno, ECB je uvela povećanje pomoći i nove mjere zemljama članicama kako bi se intenzivirao oporavak.

Uticaj međunarodnog okruženja i prenošenje rizika i neizvjesnosti na crnogorsku privredu je umjeren.

Pored međunarodnog, razmatrano je stanje privredne djelatnosti, nivo i intenzitet rizika, izvori rizika, kao i ranjivosti po finansijsku stabilnost iz domaćeg okruženja.

Domaće okruženje karakterišu različita kretanja osnovnih sektora ekonomije u odnosu na period 2015. godine. U prvih šest mjeseci 2016. godine zabilježen je pad industrijske proizvodnje od 5,3%. Promet robe u trgovini na malo (u tekućim cijenama) je prema preliminarnim podacima MONSTATA, u prvih šest mjeseci 2016. godine ostvario rast od 3,9% u odnosu na isti period prethodne godine. Broj dolazaka turista za prvih šest mjeseci 2016. godine, veći je za 5,6% u odnosu na isti period 2015. godine, dok je rast noćenja iznosio 5,5%. Prema preliminarnim podacima MONSTATA, građevinarstvo je u prvih šest mjeseci 2016. godine zabilježilo rast vrijednosti izvršenih građevinskih radova od 22,5% i rast efektivnih časova rada od 10,9% u odnosu na isti period 2015. godine.

Najviše izražen rizik u prvoj polovini 2016. godine i dalje je nedovoljan oporavak realnog sektora, koji se evidentira, nadalje, u skromnim stopama rasta ključnih sektora ekonomije. Slabiji oporavak od potencijalnog evidentira se u likvidnosti realnog sektora, gdje je došlo do povećanja vrijednosti duga po osnovu blokade računa pravnih lica i preduzetnika. Ukupan iznos ovog duga iznosio je 584,6 miliona eura na kraju juna 2016. godine, što je 11,3% više na godišnjem nivou. Kreditni rizik u bankarskom sektoru ima opadajući trend, ali je nivo nekvalitetnih kredita od 11,72% ukupnih kredita i dalje visok.

Savjet je razmatrao stanje i u fiskalnom sektoru, gdje je došlo do rasta prihoda, ali i povećanja rashoda budžeta u prvoj polovini godine. Prisutna su veća davanja za otplatu dugova i evidentan je deficit budžeta. Takođe zabrinjava nivo poreskog duga koji opterećuje javne finansije.

Na kraju drugog kvartala 2016. godine, državni dug (bruto) iznosio je 2,36 mlrd. eura ili 62,7% BDP-a. Procenat bruto državnog duga i u prvom kvartalu 2016. prelazio je vrijednost mastrihtskog kriterijuma od 60% BDP-a. Na spoljni dug odnosilo se 2,03 mlrd. eura, što je pad za oko 190 mil. eura. Na unutrašnji dug odnosilo se 327 mil. eura i povećan je za 6,4 miliona eura u odnosu na mart 2016.

Na osnovu ovih pokazatelja evidentan je porast fiskalnog rizika usljed pritiska javnog duga.

Bankarski sistem ocijenjen je kao stabilan, solventan i likvidan. Tržište osiguranja karakterišu pozitivni trendovi i stabilan razvoj, dok je stanje na tržištu kapitala nepromijenjeno.

Savjet je ocijenio da je stanje finansijskog sistema u prvoj polovini 2016. godine stabilno.

### 3.5. Trideset treća sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Trideset treća sjednica Savjeta održana je 19. decembra 2016. godine. Na ovoj sjednici Savjet je razmatrao tekuće stanje finansijske stabilnosti u Crnoj Gori, rizike i ranjivosti ukupnog privrednog sistema koji su bili prisutni tokom devet mjeseci 2016. godine. U analizi koja je pripremljena za Savjet, razmatrani su trendovi i događaji koji su uticali na stanje crnogorske privrede, kako iz domaćeg, tako i iz međunarodnog okruženja.

Povećana neizvjesnost, globalno, uticala je da se izgledi za svjetsku ekonomiju za 2016. i 2017. u određenoj mjeri pogoršaju. Niža stopa rasta globalne ekonomije, smanjenje globalne trgovine, nesigurnost oko cijena nafte uz političke prilike, ključni su faktori što su centralne banke razvijenih privreda ECB i FED zadržale isti kurs monetarne politike i nisu mijenjale kamatne stope.

Dodatno, ECB je uvela povećanje pomoći i najavila nastavak mjera zemljama članicama kako bi se intenzivirao oporavak.

Uticaj međunarodnog okruženja i prenošenje rizika i neizvjesnosti na crnogorsku privredu je za devet mjeseci umjeren.

Pored međunarodnog, u analizi je prezentovano stanje privredne djelatnosti, nivo i intenzitet rizika, izvori rizika, kao i ranjivosti po finansijsku stabilnost iz domaćeg okruženja.

Domaće okruženje karakteriše usporeniji rast od očekivanog. Pozitivna kretanja bilježe se u svim osnovnim sektorima privrede, uz niže stope rasta u odnosu na period 2015. godine. Za devet mjeseci 2016. godine zabilježen je pad industrijske proizvodnje od 4,2%. Promet robe u trgovini na malo (u tekućim cijinama) je prema podacima MONSTAT, za isti period, ostvario rast od 3,9%

u odnosu na isti period prethodne godine. Broj dolazaka turista za prvih devet mjeseci 2016. godine, veći je za 5,2% u odnosu na isti period 2015. godine, dok je rast noćenja iznosio 1,2%. Prema preliminarnim podacima MONSTAT, građevinarstvo je za devet mjeseci 2016. godine zabilježilo rast vrijednosti izvršenih građevinskih radova od 37,3% i rast efektivnih časova rada od 20,9% u odnosu na isti period 2015. godine.

Godišnja stopa inflacije u septembru iznosila je -0,1%. Usljed ovakvih tendencija u kretanju cijena CBCG je revidirala očekivanu stopu inflacije za decembar 2016. godine. Za kraj 2016. godine, projektuje se inflacija u rasponu od -0,1% do 1,3%, sa centralnom tendencijom od 0,4%.

Najviše izražen rizik u prvoj polovini 2016. godine i dalje je nedovoljan oporavak realnog sektora, koji se evidentira nižim stopama rasta ključnih sektora ekonomije. Kreditni rizik u bankarskom sektoru ima opadajući trend, ali je nivo nekvalitetnih kredita od 11,72% ukupnih kredita i dalje relativno visok.

Savjet je razmatrao stanje i u fiskalnom sektoru gdje je došlo do rasta prihoda, dok su izdaci budžeta bili manji za devet mjeseci 2016. godine. Ostvaren je deficit budžeta ali u manjem iznosu od nivoa deficita u uporednom periodu prethodne godine.

Na kraju trećeg kvartala 2016. godine, državni dug (bruto) iznosio je 2,3 mlrd. eura ili 61,8% BDP-a.

Na osnovu pokazatelja, evidentan je porast fiskalnog rizika usljed pritiska javnog duga.

U tom pravcu, Savjet je podržao najavljeni Plan sanacije budžetskog deficita i javnog duga koji je Vlada usvojila, i istakao da naročito ohrabruje konsolidacija u Budžetu koja ide u pravcu smanjenja postojećih fiskalnih rizika.

Tri kvartala 2016. godine obilježilo je povećanje deficita tekućeg računa za 13,1% u odnosu na isti period 2015. godine.

Visok nivo uvozne zavisnosti i dalje je evidentan u robnoj razmjeni sa inostranstvom, ali je evidentan i umjeren priliv stranih direktnih investicija, koji je iznosio 551,9, dok je neto iznos iznosio 281,9 miliona eura.

Bankarski sistem je stabilan, solventan i likvidan. Tržište osiguranja karakterišu pozitivni trendovi i stabilan razvoj, dok je stanje na tržištu kapitala nepromjenjeno.

Savjet je ocjenio da je stanje finansijskog sistema, za devet mjeseci 2016. godine stabilno.

Savjet je razmatrao Informaciju o formiranju Baze podataka prometovanih nekretnina u Crnoj Gori i dao podršku ovoj inicijativi.

## 4. FINANSIJSKA STABILNOST U CRNOJ GORI

### 4.1. Značaj finansijske stabilnosti

Finansijska stabilnost je posebno dobila na značaju nakon poslednje finansijske krize. Do nastanka krize smatralo se da je preduzet nivo regulacije i nadzora bankarskog i sveukupnog finansijskog sektora dovoljan. Međutim, realnost je ukazala na neophodnost detaljnije procjene sistemskih rizika i ocjene stabilnosti finansijskog sistema. U tom kontekstu, jača značaj i nužnost snaženja i razvoja makroprudencijalne politike usmjerene na obezbjeđivanje finansijske stabilnosti, kroz jačanje otpornosti finansijskog sistema i sprječavanje nastanka sistemskih rizika, pri tome obezbjeđujući održivi doprinos finansijskog sektora ekonomskom rastu. Finansijska stabilnost preduslov je za efikasnost finansijskog sistema i održivost ekonomskog rasta u svim zemljama svijeta, stoga i u Crnoj Gori.

### 4.2. Makroprudencijalna politika

Cilj i okvir makroprudencijalne politike moraju biti precizno definisani. Makroprudencijalna politika usmjerena je na jačanje otpornosti finansijskog sistema. Ključni cilj makroprudencijalne politike je očuvanje stabilnosti finansijskog sistema. Da bi se obezbijedilo dostizanje ključnog cilja, definisani su prelazni ciljevi makroprudencijalne politike. Prelazni ciljevi makroprudencijalne politike su određeni i definisani na osnovu Preporuka ESRB-a (ESRB/2013/19) iz aprila 2013. godine o prelaznim ciljevima i instrumentima makroprudencijalne politike, a to su: *a) ublažavanje i sprečavanje prekomjernog kreditnog rasta i finansijske zavisnosti – leveridža; b) ublažavanje i prevencija prekomjerne neusklađenosti po pitanju ročnosti i tržišne nelikvidnosti; c) ograničavanje direktne i indirektno koncentracije izloženosti finansijskih institucija prema pojedinim kategorijama; d) ograničavanje sistemskog uticaja neadekvatnih podsticaja sa težnjom smanjivanja moralnog hazarda i e) jačanje otpornosti finansijske infrastrukture.*<sup>1</sup>

Da bi ostvarila svoj cilj, makroprudencijalna politika mora biti pomognuta primjenom jakog nadzora nad finansijskim institucijama, kao i odgovarajućom monetarnom i fiskalnom politikom, ali i drugim politikama finansijskog sektora. Takođe, efektivna makroprudencijalna politika može pružiti značajnu podršku ostalim politikama u ostvarenju svojih ciljeva. Efikasna i efektivna ma-

<sup>1</sup> ESRB, Recommendation of ESRB, 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy (ESRB/2013/1) (2013/C 170/01)

kroprudencijalna politika podrazumijeva sposobnost sistema da ocijeni sistemski rizik, predloži mjere i aktiviranje adekvatnih instrumenata usmjerenih na suzbijanje istog, praćenje i zatvaranje regulatornih manjkavosti, kao i smanjivanje nedostatka u podacima i informacijama.

Kvalitetni institucionalni i upravljački okviri neophodni su za kvalitetno i efektivno upravljanje makroprudencijalnom politikom. Snažno institucionalno uređenje neophodno je za stvaranje efikasnog makroprudencijalnog okvira koji se gradi na odnosu saradnje između relevantnih nadležnih organa. Imajući u vidu da je makroprudencijalna politika samo jedan dio šireg okvira za finansijsku stabilnost, potrebno je da nadležni organi usko sarađuju sa ostalim organima koji su uključeni u upravljanje krizom po pitanju razmjene informacija, aktuelnih dešavanja i eventualne blagovremene primjene mjera u cilju očuvanja finansijske stabilnosti.

Ono što treba imati u vidu jeste, da ne postoji princip koji važi za sve sisteme u oblasti očuvanja finansijske stabilnosti. Specifičnosti nacionalnih uređenja i sistema utiču na način primjene politika za očuvanje finansijske stabilnosti. Konstatacija da u ovoj oblasti politike nema univerzalnog pristupa za sve, naglašena je i u dokumentu odnosno pregledu iskustva zemalja nakon krize iz 2016. godine, koji su predstavili MMF, Odbor za finansijsku stabilnost (FSB) i Banka za međunarodna poravnanja (BIS).<sup>2</sup> Mnoge zemlje uspostavile su kvalitetna institucionalna uređenja, ali i propisale i primijenile makroprudencijalne instrumente za suzbijanje sistemskog rizika i jačanja otpornosti finansijskog sistema, što je omogućilo značajna empirijska istraživanja i evaluaciju kada je u pitanju efektivnost primjene makroprudencijalne politike.

Veoma je značajno precizno definisati mandat za makroprudencijalnu politiku. Mandati su veoma bitni sa stanovišta finansijske stabilnosti. Jasno definisan mandat neophodan je da: obezbijedi nadležnim organima pristup neophodnim informacijama, utiče na snaženje regulatornih ograničenja – odnosno mjera koje su uvedene u finansijskom sistemu, označi pojedine institucije kao sistemski značajne i inicirana promjene u regulatornim parametrima i tako proširi makroprudencijalne politike na sistemski značajne provajdere kredita i likvidnosti. Prilikom kreiranja okvira makroprudencijalne politike dodijeljivanje mandata odgovarajućem nadležnom organu predstavlja pravi izazov. U praksi postoje tri modela makroprudencijalnog procesa donošenja odluka, i to su: a) makroprudencijalni mandat je dodijeljen centralnoj banci pri čemu sve odluke makroprudencijalne politike donosi savjet centralne banke, b) makroprudencijalni mandat je dodijeljen posebnom odboru u okviru organizacione strukture centralne banke i c) makroprudencijalni mandat je dodijeljen odboru koji je formiran van organizacione strukture centralne banke, u kojem centralna banka učestvuje kao član odbora.<sup>3</sup>

Prilikom dodjele mandata snaga ovlašćenja može varirati. Stoga razlikujemo: „čvrsti (direktni)“, koji kreatorima politike obezbjeđuje direktnu kontrolu nad kalibracijom instrumenata makroprudencijalne politike; „polučvrsti“, koji kreatorima politike omogućava da kreiraju zvanične preporuke u kombinaciji sa „usklađi ili objasni“ mehanizmom; ili „meki“, koji kreatorima politi-

<sup>2</sup> IMF-FSB-BIS, 2016, „Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience“, <http://www.imf.org/en/News/Articles/2016/08/30/PR16386-IMF-FSB-BIS-publish-Elements-of-Effective-Macroprudential-Policies>.

<sup>3</sup> IMF, *Key Aspects of Macroprudential Policy*, June 2013, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf>

ke pruža mogućnost da izraze mišljenje ili daju preporuku koja ne podliježe „uskлади ili objasni“ mehanizmu.<sup>4</sup>

Bez obzira na model uređenja makroprudencijalne politike poželjno je da centralna banka ima značajnu ulogu u implementaciji makroprudencijalne politike. Preporučljivo je iskoristiti stručna znanja i iskustva centralne banke u identifikaciji sistemskog rizika, kao i obezbijedenja efektivne primjene makroprudencijalne politike. U praksi mandat je najčešće dodjeljivan centralnoj banci, koja najčešće već ima odgovornost za jačanje i očuvanje finansijske stabilnosti, ili međuinstitucionalni odbor, uključujući Ministarstvo finansija.

U situaciji kada su ciljevi jasno definisani, veoma je značajna transparentnost i odgovornost za donošenje odluka i u uspostavljanju legitimiteta makroprudencijalne politike. Širok opseg komunikacionih instrumenata (kao što su Izvještaj o finansijskoj stabilnosti i drugi periodični izvještaji, zapisnici sa sastanaka) pomaže da se javnost informiše zašto su preduzete određene aktivnosti i kako se mogu uskladiti sa mandatom i ciljevima nadležnih organa za makroprudencijalnu politiku.<sup>5</sup>

**Slika 2 – Operacionalizacija makroprudencijalne politike**



Izvor: IMF, *Key Aspects of Macroprudential Policy*, June 2013

U procesu operacionalizacije makroprudencijalne politike postoji nekoliko faza, a to su (slika 2): razvoj kapaciteta za procjenu sistemskog rizika; odabir i sklapanje seta instrumenata makroprudencijalne politike; kalibracija tj. fino podešavanje instrumenata, komunikacija sa javnošću i tržištima; praćenje i prevazilaženje regulatornog jaza i identifikacija i premošćavanje jaza podataka. Veoma je značajan korak koji se odnosi na izbor instrumenata koje treba aktivirati ili povući ako se otklone rizične situacije. Prilikom odabira instrumenata, nadležni organi moraju voditi računa

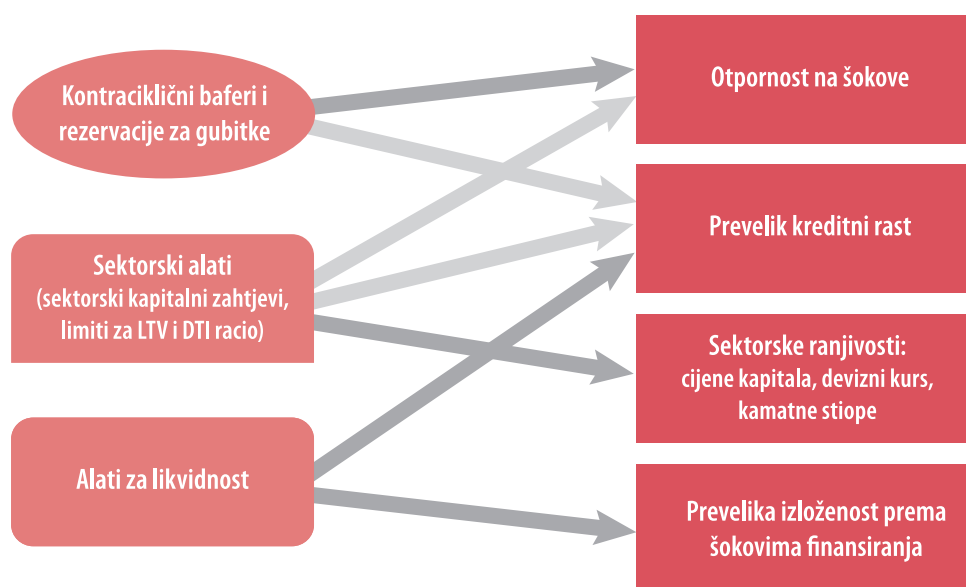
<sup>4</sup> Isto

<sup>5</sup> Isto

da određeni instrument ili grupa instrumenata budu direktno usmjereni na otklanjanje potencijalnih izvora rizika uzimajući u obzir dimenzije rizika (vremenska i strukturna dimenzija: slike 2 i 3).

Kada je riječ o vremenskoj dimenziji, posebnu pažnju treba usmjeriti na sljedeća tri seta povezivanja instrumenata i ciljeva (slika 3): 1) kontraciklični kapitalni baferi i dodatni zahtjevi, s ciljem jačanja otpornosti sistema na šokove; 2) instrumenti po sektorima s ciljem suzbijanja određenih rizika u pojedinim sektorima; i 3) instrumenti za likvidnost usmjereni na otklanjanje rizika finansiranja.

**Slika 3 – Odabir instrumenata prema ciljevima: vremenska dimenzija**



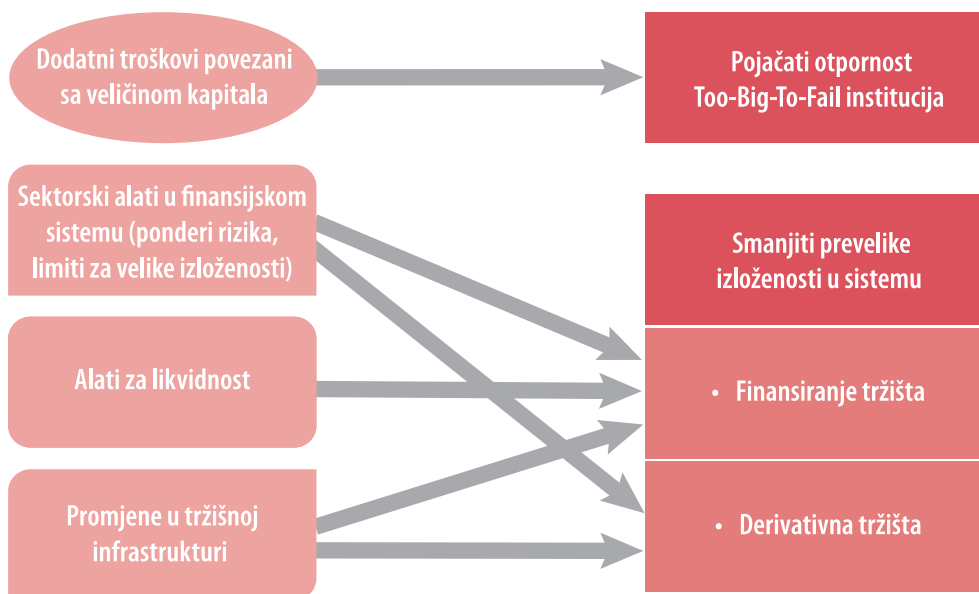
Izvor: IMF, *Key Aspects of Macroprudential Policy*, June 2013

Izvjestan broj komplementarnih instrumenata mogu se koristiti za suzbijanje strukturnih rizika koji proizilaze iz međupovezanosti i efekta zaraze unutar finansijskog sistema. U tom kontekstu, prvo je potrebno zahtijevati strožije prudencijalne zahtjeve za sistemski značajne institucije, čiji problemi mogu biti izvor sistemskog rizika kako bi se pojačala njihova otpornost na šokove. Dodatni kapitalni zahtjevi za globalno i nacionalno sistemski značajne institucije klasičan su primjer strožijih prudencijalnih zahtjeva. Drugo, da bi se smanjio efekat zaraze kao rezultat propasti sistemski značajne institucije, prudencijalni zahtjevi mogu se koristiti za suzbijanje izloženosti prema takvim institucijama ili generalno prevelikih izloženosti u finansijskom sistemu.<sup>6</sup> (Slika 4)

<sup>6</sup> Isto



Slika 4 – Odabir instrumenata prema ciljevima: strukturna dimenzija



Izvor: IMF, *Key Aspects of Macroprudential Policy*, June 2013

### 4.3. Makroprudencijalna politika u Crnoj Gori

U cilju očuvanja stabilnosti finansijskog sistema, Centralna banka Crne Gore vodi politiku koja se može prepoznati kao politika očuvanja systemske stabilnosti i u tom pravcu sprovodi aktivnosti u cilju razvoja i implementacije makroprudencijalne politike.

U kontekstu uspostavljanja makroprudencijane politike Crna Gora se suočava sa brojnim značajnim i specifičnim okonostima i faktorima. Centralna banka Crne Gore ima kao svoj ključni cilj očuvanje finansijske stabilnosti. Na taj način Centralna banka je nadležna za sprovođenje politike finansijske stabilnosti, što posredno znači da je odgovorna za makroprudencijalnu politiku.

Crna Gora je mala i otvorena ekonomija vrlo izložena eksternim uticajima i dešavanjima u regionu i Evropi. S obzirom na kratak istorijat postojanja nezavisne države, nakon njene obnove nezavisnosti 2006. godine, javljaju se nedostaci u podacima i informacijama (kratke vremenske serije), što utiče na kreiranje i razvijanje indikatora potrebnih za ocjenu stanja finansijske stabilnosti.

U cilju pristupanja Evropskoj uniji, Crna Gora usaglašava svoje propise sa evropskom regulativom. U tom procesu usklađivanja svojih politika sa onima u EU, Centralna banka Crne Gore usaglašiće i/ili uvesti standarde koji su u skladu sa Bazelom III, čime će se omogućiti brži i kvalitetniji razvoj i implementaciju indikatora i instrumenata makroprudencijalne politike. Primjenom Bazela III CBCG će imati potrebna ovlaštenja za rješavanje i strukturnih i cikličnih sistemskih rizika.

Misija zajedničkog tima MMF-a i Svjetske banke koja je tokom 2015. boravila u Crnoj Gori, dala je set preporuka koje se odnose na definisanje jasnog mandata makroprudencijalne politike i razvoja potencijalnih instrumenata i indikatora za njenu operacionalizaciju. Prema zaključcima ove misije, CBCG imajući za cilj očuvanje finansijske stabilnosti ima i mandat makroprudencione politike, i u narednom periodu u skladu sa zahtjevima Evropskog odbora za sistemski rizik treba da razvije efektivne instrumente za ublažavanje sistemskih disbalansa.

Kako bi se obezbijedila realizacija preporuka, na zahtjev Centralne banke Crne Gore (CBCG) odobrena je podrška za kreiranje makroprudencijalnog okvira u formi tehničke pomoći Odjeljenja za monetarna i tržišta kapitala (MCM) u okviru Međunarodnog monetarnog fonda (MMF-a). Misija MCM-a (MMF-a) pružila je savjetodavne usluge o uspostavljanju makroprudencijalnog okvira za Crnu Goru s ciljem kreiranja efikasnog i operativnog sistema u praksi (više o rezultatima ove misije vidjeti u rezimeu Izvještaja koji se nalazi u Prilogu 2. ovog Izvještaja).

#### 4.4. Finansijska stabilnost u Crnoj Gori – odabrani indikatori stabilnosti u 2016. godini

Uvažavajući razvijena teorijska i praktična iskustva u procjeni finansijske stabilnosti, kao i raspoloživost podataka, procjena rizika finansijske stabilnosti tokom 2016. godine rađena je na osnovu analize međunarodnog i domaćeg okruženja. Analizirani su rizici i potencijalni izvori ranjivosti za privredu Crne Gore.

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

##### 4.4.1. Međunarodno okruženje

Globalna ekonomija je prema posljednjoj procjeni MMF-a<sup>7</sup> u 2016. rasla po stopi od 3,1%, dok projektovana stopa rasta za 2017. iznosi 3,4%. Nakon usporavanja u 2016. godini, MMF očekuje značajniji rast obima globalne trgovine u 2017. Cijene naftnih derivata su u posljednjem kvartalu 2016. blago porasle, a za 2017. MMF očekuje znatno brži rast koji će definitivno uticati na rast potrošačkih cijena. Indeksi najvećih svjetskih berzi rasli su u četvrtom kvartalu 2016. godine. Indeks VIX, kao mjerilo nesigurnosti, u posljednjem kvartalu zabilježio je veću volatilnost jedino uoči američkih izbora.

Upravni savjet ECB-a nije mijenjao kamatne stope<sup>8</sup> tokom 2016. Navedeno je da Upravni savjet očekuje da će kamatne stope ostati na postojećem ili nižem nivou duži vremenski period. Program kupovine obveznica će u postojećem obimu od 80 mlrd. eura mjesečno trajati do marta 2017. godine, a od aprila do decembra 2017. program će biti smanjen na 60 mlrd. eura mjesečno.

<sup>7</sup> Izgledi globalne ekonomije (WEO), ažurirano izdanje, januar 2017.

<sup>8</sup> Glavna refinansirajuća kamatna stopa od 0,00%, marginalna kamatna stopa na zajmove od 0,25% i depozitna stopa od -0,40%.

Ukoliko bude neophodno program će biti produžen i nakon decembra 2017. godine, sve dok Upravni savjet ne bude smatrao da se inflacija pouzdano kreće ka ciljanoj stopi. Ukupna aktiva Eurosistema povećana je na 3,66 triliona eura na kraju 2016. godine.

Ekonomski rast SAD-a u 2016. iznosio je 1,9% u odnosu na isti period prethodne godine. Na sjednici polovinom decembra 2016. godine, Fed-ov Komitet za operacije na otvorenom tržištu odlučio je da poveća referentnu kamatnu stopu na raspon od 0,5% do 0,75%. Razlog donošenja ovakve odluke jeste snažniji rast indikatora rasta i zaposlenosti što je uslovalo veći pritisak na inflaciju u ovom periodu. Navedeno je da će kod donošenja narednih odluka, pored informacija sa američkog tržišta, „težinu“ imati i dešavanja na međunarodnim tržištima. Komitet takođe navodi da ne očekuje razvoj ekonomske situacije koja će zahtijevati značajniju promjenu referentne kamatne stope.

Ekonomija Rusije i dalje je u recesiji, a u trećem kvartalu ove godine ostvarila je pad od 0,4%. Prema procjeni MMF-a, ruski BDP u 2016. ostvario je pad od 0,6%, a za 2017. projektovan je rast od 1,1%. Sa posljednjim rastom cijena nafte rasla je i ruska valuta u odnosu na najveće svjetske valute.

Referentne međubankarske stope kretale su se shodno pravcima monetarnih politika. EONIA i EURIBOR bile su na rekordno niskim nivoima. Tržišna očekivanja išla su u pravcu promjene FED-ove monetarne politike, što je šestomjesečni LIBOR najviše zabilježio u trećem kvartalu.

#### 4.4.2. Makroekonomska kretanja u zemlji

##### Domaće makroekonomsko okruženje

Prema preliminarnim podacima MONSTAT, BDP za 2016. je iznosio 3,77 mlrd. eura, a realna stopa rasta 2,5%. Posljednje dostupne projekcije međunarodnih instanci o rastu crnogorskog BDP-a za 2016. godinu su sljedeće: MMF 2,4%, Evropska komisija 2,6%<sup>9</sup>, Svjetska banka 2,1%<sup>10</sup>, EBRD 4%<sup>11</sup> i WIIW 2,7%.

U 2016. godini u odnosu na 2015. godinu zabilježen je pad industrijske proizvodnje od 4,4%. Pad proizvodnje zabilježen je u sektoru vađenje rude i kamena (-18,1%) i sektoru prerađivačka industrija (-7,8%), dok je u sektoru snabdijevanje električnom energijom, gasom i parom zabilježen rast od 3,5%.

Promet robe u trgovini na malo (u tekućim cijenama), prema preliminarnim podacima MONSTAT, u 2016. godini ostvario je rast od 4,1% u odnosu na prethodnu godinu. Broj dolazaka turista u 2016. godini veći je za 5,9%, u odnosu na 2015. godinu, dok je rast noćenja iznosio 1,8%. Građevinarstvo je u 2016. godini zabilježilo rast vrijednosti izvršenih građevinskih radova od 31,5% i rast efektivnih časova rada od 16,7% u odnosu na 2015. godinu.

<sup>9</sup> Evropska komisija, „Zimska prognoza 2017“.

<sup>10</sup> Svjetska banka – „Ekonomski izvještaj za zemlje Zapadnog Balkana“ april 2017.

<sup>11</sup> EBRD, „Regionalni ekonomski prospekti“, novembar 2016.

Mjesečna stopa inflacije u decembru 2016. godine iznosila je 0,2%. Inflacija u drugoj polovini godine imala je rastući trend, a godišnja stopa tokom sva tri mjeseca posljednjeg kvartala bila je pozitivna i u decembru je iznosila 1,0%.

Tokom sva tri mjeseca četvrtog kvartala 2016. broj zaposlenih bio je veći nego tokom istog perioda prethodne godine. Međutim, broj nezaposlenih je takođe bio veći i to značajno<sup>12</sup>. Prosječne nominalne bruto i neto zarade u decembru 2016. godine bile su veće u odnosu na kraj 2015. godine, i iznosile su 764 i 509 eura redom.

Prema podacima Ministarstva finansija, u 2016. godini ostvareni su veći izvorni prihodi (12%) u odnosu na 2015. Izdaci su bili neznatno manji (0,1%). Ostvaren je deficit od 129,4 mil. eura ili 3,4% BDP-a<sup>13</sup>, što je znatno manje nego u 2015. godini kada je budžetski deficit iznosio 8% BDP-a.

Na kraju 2016. godine, bruto državni dug iznosio je 2,4 mlrd. eura ili 63,7% BDP-a (koji je još u prvom kvartalu 2015. prešao graničnu vrijednost mastrihtskog kriterijuma od 60% BDP-a). Na spoljni dug se odnosilo dvije milijarde eura. Na unutrašnji dug se odnosilo 400,2 mil. eura, koji je porastao zbog emisije državnih obveznica na Montenegroberzi u novembru 2016. godine.

Dalja racionalizacija budžeta kao i nastavak dosljednosti u naplati potraživanja su neophodni. I dalje postoje brojni izazovi i prijetnje za budžet kao što su: predimenzioniranost javnog sektora; neefikasnosti u vođenju finansija na lokalnom nivou; prilično visok nivo državnih garancija; relativno visok nivo davanja za kamate, i veoma značajno uprkos prognoziranim stopama rasta za 2017, slab oporavak realnog sektora –nekonkurentnost i nelikvidnost i dalje nijesu „promijenile pravac“.

Kreditni rejting Crne Gore je u novembru prethodne godine potvrđen i od strane *Moody's-a* (B1) i od strane agencije *Standard and Poor's* (B+). Kod obje kreditne agencije *outlook/izgledi* su negativni. Obje agencije, i MMF i Evropska komisija ukazuju na povećanje rizika koji proizilaze iz rasta zaduženosti i problema u javnim finansijama.

U 2016. godini, prema preliminarnim podacima, deficit tekućeg računa platnog bilansa iznosio je 711,9 miliona eura (18,9% BDP-a), što je za 47,5% više u poređenju sa istim periodom prethodne godine. Spoljnotrgovinski deficit iznosio je 1,7 milijardi eura, što je za 13,5% više nego u 2015. godini. Visok nivo uvozne zavisnosti i dalje je evidentan u robnoj razmjeni sa inostranstvom. U 2016. godini ostvaren je rast vrijednosti robnog izvoza za 4,1%, uz istovremeni rast uvoza od 11,8%. Na računu usluga zabilježen je suficit u iznosu od 775,6 miliona, što je za 1,7% manje u poređenju sa 2015. godinom. Na računu primarnih dohodaka ostvaren je suficit u iznosu od 53,6 miliona eura ili 42,3% manje nego u 2015. godini, što je posljedica značajno većeg odliva po osnovu isplaćenih dividendi, dok je na računu sekundarnih dohodaka suficit iznosio 120,4 miliona eura ili 21,9% više nego u 2015. godini.

<sup>12</sup> Rast nezaposlenosti, u najvećoj mjeri, posljedica je primjene Zakona o dopunama Zakona o socijalnoj i dječjoj zaštiti, zbog porasta broja žena na evidenciji Zavoda za zapošljavanje CG.

<sup>13</sup> Preliminarni podaci MONSTATA, kumulativ četiri kvartala.

Prema preliminarnim podacima, neto priliv stranih direktnih investicija u 2016. godini iznosio je 371,6 miliona eura, što predstavlja smanjenje od 40% u odnosu na prethodnu godinu. Ukupan priliv SDI iznosio je 687,2 miliona eura, od čega su vlasnička ulaganja u Crnoj Gori iznosila 308,4 miliona eura, dok je priliv u formi interkompanijskog duga iznosio 186,9 miliona eura. U strukturi ukupnog priliva stranih direktnih investicija, učešće interkompanijskog duga iznosilo je 27,2%, investicije u kompanije i banke iznosile su 25,5% ulaganja, dok se na ulaganja u nekretnine odnosilo 19,4%. Priliv po osnovu povlačenja sredstava rezidenata investiranih u inostranstvo iznosio je 191,9 miliona eura i činio je 27,9% ukupnog priliva stranih direktnih investicija. Ukupan odliv iznosio je 315,6<sup>14</sup> miliona eura, od čega se najveći dio odnosio na isplatu „akumulirane dobiti“ jedne kompanije, dok je odliv po osnovu ulaganja rezidenata u inostranstvo iznosio 24,8 miliona eura.

## Finansijski sektor

### Bankarski sektor

Ukupni kapital banaka na kraju 2016. iznosio je 487,2 miliona eura i na godišnjem nivou bilježi rast od 5,5%. Ukupni kapital u bilansnoj sumi činio je 12,9%. Odnos regulatornog kapitala i rizikom ponderisane aktive (koeficijent solventnosti) na kraju četvrtog kvartala 2016. iznosio je 16,07% i kod svih banaka bio je iznad zakonom propisanog minimuma od 10%. Na kraju četvrtog kvartala, racio kapitala „prve klase“ iznosio je 14,81%.

Profitabilnost banaka u 2016. godini osjetno je bolja. Na agregatnom nivou neto profit iznosio je 7,3 miliona eura (u 2015. zabilježen je neto gubitak od 4,1 mil. eura). Pet banaka poslovalo je negativno. Tokom godine rezultat je bio znatno veći, ali je smanjenje uslijedilo jer su se određene banke počele prilagođavati novim računovodstvenim standardima koji treba da stupe na snagu u narednom periodu. Agregatni rezultat je smanjen i zbog predviđenih gubitaka po osnovu Zakona o konverziji kredita u švajcarskim francima. Shodno tome, povraćaj na aktivu (ROA) i povraćaj na kapital (ROE) na kraju četvrtog kvartala 2016. bili su znatno niži nego tokom godine, i iznosili su 0,2% i 1,5% redom.

Ukupna aktiva banaka na kraju 2016. iznosila je 3,79 mlrd. eura i porasla je za 318,7 mil. eura ili 9,2% u odnosu na kraj 2015. Rast aktive uglavnom je bio rezultat povećanja likvidnosti. Tako, novčana sredstva (skoro 800 miliona eura na kraju 2016.) već četvrtu godinu bilježe značajan rast – u posljednja tri kvartala bilježe dvocifren rast, dok je godišnji rast iznosio 24,7%. Likvidna aktiva na kraju 2016. iznosila je 929,6 mil. eura, što je 8,1% više nego na kraju 2015. Likvidna aktiva činila je 24,5% ukupne aktive, a pokrivenost kratkoročnih obaveza likvidnom aktivom iznosila je 34,8%. Velika likvidnost u bankama, između ostalog može se objasniti usporenom kreditnom aktivnošću, odnosno nedostatkom novih i kvalitetnih projekata.

Ukupni krediti privrede (937,2 mil. eura na kraju 2016) tokom četvrtog kvartala porasli su za 20,6 miliona eura (2,3%), ali je godišnji rast bio marginalan i u suštini je približan vrijednosti oko koje

<sup>14</sup> Veći dio odliva odnosi se na isplaćene dividende iz akumulirane dobiti, što se prema metodologiji MMF-a (BPM6) evidentira kao povlačenje kapitala odnosno smanjenje stranih investicija.

su oscilirali krediti privrede u posljednje tri godine. Privredne grane koje su najviše finansirane su trgovina, građevinarstvo i turizam, a na kraju decembra 2016. godišnji rast bilježe samo građevinarstvo i turizam<sup>15</sup>. S druge strane, novoodobreni krediti privrede u 2016. veći su nego u 2015. za 8,9% ili 43,1 mil. eura (ukupno 526,1 milion eura za 2016). Međutim, većina novoodobrenih kredita za pravna lica (od kojih se gotovo 80% odnosi na privredu<sup>16</sup>) su i dalje krediti za „likvidnost za obrtna sredstva“ 59%, i ovaj procenat učešća se povećao u 2016. Restrukturirani krediti privrede na kraju 2016. godine iznosili su 202,1 miliona eura ili 21,6% ukupnih kredita privrede. Domaća privreda odavno ima problema sa likvidnošću – 19% kompanija ima račun u blokadi<sup>17</sup>. Problem su takođe poslovni modeli, orijentisanost na malo i relativno skromno tržište Crne Gore, konkurentnost, niska industrijalizacija itd.

Krediti fizičkih lica (1,02 milijarde eura na kraju 2016) bilježe stabilan rastući trend još od februara ove godine, a prosječna mjesečna stopa rasta iznosila je 0,8% i blizu su istorijski najvišem nivou iz 2008. Novoodobreni krediti sektora stanovništva u 2016. iznosili su 469,8 miliona eura i veći su nego u 2015. za 38,6%. Kod kredita fizičkih lica, najviše novoodobrenih kredita su „gotovinski“ krediti (oko 57,6%) koji već duži period bilježe rast. Takođe, primjetna je tendencija rasta novoodobrenih kredita za „kupovinu stanova i adaptacije“, kao i značajan pad kamatnih stopa na ove kredite.

Trend pada nekvalitetnih kredita nastavljen je i tokom 2016. Učešće nekvalitetnih kredita i potraživanja<sup>18</sup> na kraju 2016. iznosilo je 10,3% i bilo je niže za 2,3 p.p. u odnosu na kraj 2015. a u apsolutnom iznosu 51,2 milion eura. Nekvalitetni krediti sektora privrede na kraju 2016. iznosili su 19,8% (kreditu koji kasne: 17,6%), dok su nekvalitetni krediti sektora stanovništva iznosili 6,9% (kreditu koji kasne: 8,8%).

Pokrivenost nekvalitetnih kredita i potraživanja ispravkama vrijednosti na kraju 2016. godine iznosila je 41,3%<sup>19</sup>. Racio neto nekvalitetnih kredita i potraživanja prema kapitalu na kraju 2016. iznosio je 32,8%.

Kreditni rizik se duži period smanjuje, ali uprkos takvom smanjenju i dalje predstavlja rizik u sistemu. Treba imati u vidu da je učešće nekvalitetnih kredita i potraživanja i dalje visoko kod određenih banaka sa većim tržišnim učešćem.

<sup>15</sup> Pružanje usluga smještaja i ishrane.

<sup>16</sup> Privreda obuhvata privredna društva u većinskom državnom vlasništvu, privredna društva u većinskom privatnom vlasništvu i preduzetnike.

<sup>17</sup> Broj pravnih lica i preduzetnika u blokadi raste, ali se učešće smanjuje zbog većeg rasta broja ukupnih pravnih lica i preduzetnika. „Treba imati u vidu da ovaj broj obuhvata i sljedeća lica: pravna lica i preduzetnika koji su brisani iz CRPS a čiji računi još nisu izbrisani iz Centralnog registra transakcionih računa; pravna lica koja ne predaju godišnje finansije izvještaje iako su na to zakonom obavezni i pravna lica i preduzetnike koji u prethodnoj godini nisu imali nikakvih poreskih obaveza niti plaćanja.“

<sup>18</sup> Odnosi se na kredite i potraživanja bez kamata i vremenskih razgraničenja kamata/naknada.

<sup>19</sup> Odnosi se na kredite i potraživanja koji obuhvataju kamatna potraživanja i vremenska razgraničenja kamata/naknada. Odnos ispravki vrijednosti za gubitke po nekvalitetnim kreditima i potraživanjima prema nekvalitetnim kreditima i potraživanjima.

Tendencija pada aktivnih i pasivnih kamatnih stopa nastavljena je tokom 2016. godine, pri čemu su aktivne kamatne stope za kredite privrede povoljnije u odnosu na a.k.s. za stanovništvo.

Izloženost banaka prema centralnoj vladi je porasla, i na kraju 2016. iznosila je 455,8 mil. eura ili 12% ukupne aktive banaka. Banke su „finansirale“ dio državnog duga, te su u bilansima na kraju godine imale 396,4 miliona eura državnih hartija od vrijednosti (državni zapisi, domaće državne obveznice, euroobveznice i ostalo). Imajući u vidu veliki javni dug, rast izloženosti banaka, u izvjesnoj mjeri može da predstavlja povećanje ranjivosti po finansijsku stabilnost.

Depoziti na kraju 2016. iznosili su 2,87 mlrd. eura i ostvaruju snažan rast na godišnjem nivou u iznosu od 9,4%. Depoziti stanovništva nastavili su rastući trend koji je prisutan još od sredine 2009. godine. Depoziti privrede takođe bilježe rastući trend. Značajan udio imaju i depoziti ne-rezidenata (20,2% ili 580,8 miliona eura). U ročnoj strukturi depozita, dominantno učešće imaju depoziti po viđenju, koji na kraju 2016. čine 55,6% ukupnih depozita.

Međubankarske izloženosti u smislu međusobnih kredita i depozita izuzetno su male – međubankarski depoziti su marginalni na nivou sistema, a međubankarskih kredita nema.

Odnos kredita i depozita tokom 2016. bio je ispod 1, i smanjuje se. Krediti se više finansiraju (domaćim) depozitima, a manje pozajmicama (iz inostranstva). Pozajmice su činile 8,2% pasive, dok su depoziti činili 75,8% pasive na kraju 2016. U pretkriznom periodu, mnoge banke na crnogorskom tržištu oslanjale su se na finansiranje putem pozajmica, vrlo često od matičnih banaka, pa su u postkriznom periodu teret nekontrolisanog kreditiranja podnijele upravo matične banke. Situacija se danas bitno razlikuje s obzirom na veće oslanjanje na domaće izvore finansiranja, pa je rizik eventualnih šokova na strani aktive u neku ruku preusmjeren ka deponentima.

### Sektor osiguranja<sup>20</sup>

Tržište osiguranja karakterišu pozitivni i stabilni trendovi. Povećanje nivoa bruto fakturisane premije osiguranja, povećanje ukupne aktive sektora osiguranja i pozitivan finansijski rezultat obilježili su kretanja u crnogorskom sektoru osiguranja u 2016. u odnosu na 2015. godinu.

Ukupna bruto fakturisana premija ostvarena u sektoru osiguranja u 2016. godini iznosila je 80,1 miliona eura, što je 4,2% više u odnosu na onu ostvarenu u 2015. godini. U strukturi premije osiguravajućih kompanija, dominantno učešće ostvaruje premija neživotnih osiguranja (82,9%) u ukupnom iznosu od 66,5 miliona eura. Premija životnog osiguranja iznosi 13,7 miliona eura, i u odnosu na 2015. godinu bilježi rast od 5,8%, uz blagi pad učešća premije neživotnih osiguranja i porast učešća premije životnih osiguranja u ukupnoj premiji.

Posmatrajući strukturu premije neživotnih osiguranja u 2016. godini, većinsko učešće ostvaruju obavezna osiguranja (45,2%), čije je učešće u odnosu na 2015. godinu povećano za 1,2 p.p<sup>21</sup>. U pre-

<sup>20</sup> Podaci za decembar 2016. god. su preliminarni.

<sup>21</sup> Obavezna osiguranja ovdje su osiguranja od odgovornosti zbog upotrebe motornih vozila, vazduhoplova i plov-nih objekata.

miji životnih osiguranja najveće učešće bilježi osiguranje života sa 89,5%, koje zajedno sa dopunskim osiguranjem lica čini 99,7% ukupne premije životnih osiguranja.

U 2016. 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.

Margina solventnosti društava za osiguranje iznosila je 16,2 miliona eura, a kapital 47,8 miliona eura<sup>22</sup>. Tako je na nivou sektora osiguranja u Crnoj Gori odnos kapitala i margine solventnosti iznosio 2,9 (2,3 na kraju 2015), što pokazuje da je solventnost osiguravajućih društava bila na zadovoljavajućem nivou. Pritom, ukupan akcijski kapital društava za osiguranje iznosio je 45,1 milion eura na kraju 2016. godine. Koeficijent likvidnosti (likvidna sredstva prema kratkoročnim obavezama) iznosio je 16,9, i viši je u odnosu na kraj 2015. godine kada je iznosio 12,6.

Finansijski rezultat na nivou sektora osiguranja bio je pozitivan i iznosio je 4,8 miliona eura (u odnosu na negativan rezultat od -2,7 miliona eura iz 2015. godine).<sup>23</sup>

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 stanje u privredi, kao i nedostatak shvatanja o značaju usluge koju ovaj sektor pruža.

### **Tržište kapitala**

Tržište kapitala je stabilno, ali je i dalje prisutan nedostatak tražnje. U toku 2016. godine na „Montenegroberzi“ ostvareno je 115,2 miliona eura prometa kroz 4.463 transakcije. U poređenju sa 2015. godinom promet je bio za 76,1% veći, dok je broj transakcija zabilježio pad od 12,3%.

Značajan rast ukupnog prometa u 2016. godini zabilježen je usljed primarne prodaje državnih obveznica u iznosu od 80,4 miliona eura. Kada bi izuzeli udio prometa ovim obveznicama u 2016. godini, ukupan promet, odnosno promet na sekundarnom tržištu u 2016. godini bio bi manji za 46,8% u odnosu na 2015. godinu.

Prosječan mjesečni promet iznosio je 9,6 miliona eura u 2016. godini, i viši je u odnosu na prosječni mjesečni promet ostvaren u 2015. godini kada je iznosio 5,5 miliona eura. Od ukupnog prometa, 30,2% ostvareno je kroz sekundarnu trgovinu, dok je 69,8% ostvareno kroz primarnu prodaju.

U 2016. godini struktura prometa značajno je promijenjena. Od ukupno ostvarenog prometa, 72,8% se odnosilo na promet raznim vrstama obveznica (25,8% 2015. godine), 22,7% se odnosilo

<sup>22</sup> Kapital je ovdje veličina obračunata prema regulativi, a ne kategorija iz bilansa stanja.

<sup>23</sup> Bruto finansijski rezultat tržišta osiguranja.



na promet akcijama kompanija (64,4% 2015. godine), dok se preostalih 4,5% ukupnog prometa odnosilo na promet akcijama fondova zajedničkog ulaganja (9,8% 2015. godine).

Uz značajne oscilacije tokom godine, berzanski indeks Monex na kraju 2016. godine iznosio je 11.510,59 indeksnih poena i zabilježio je pad od 5,1% u odnosu na prethodnu godinu. Indeks privatizacionih fondova Monex PIF je također bilježio oscilacije u kretanju, da bi na kraju 2016. godine iznosio 2.673,36 i bio na nivou nižem za 0,8% u odnosu na kraj 2015. Novoformirani indeks MNSE10 koji je na crnogorskom tržištu kapitala uveden 01. aprila 2015. godine, iznosio je 928,97 na kraju 2016. godine i bilježi pad od 71,73 indeksnih poena ili 7,2% u odnosu na njegovu početnu vrijednost.

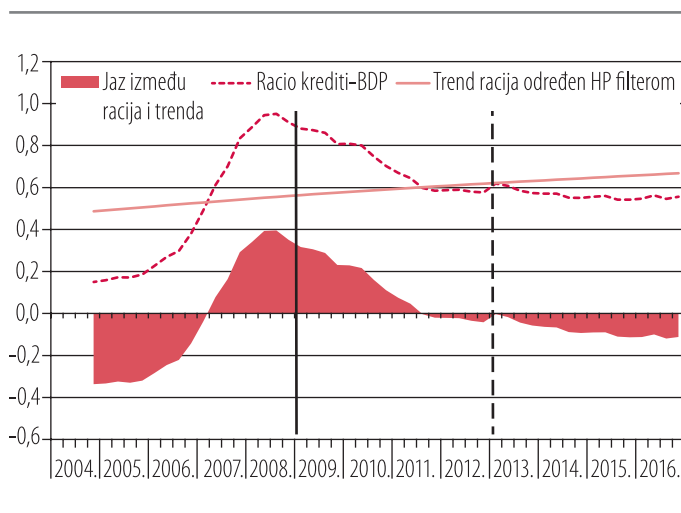
## 5. JAZ KREDITI–BDP I AIFS

### 5.1. Jaz krediti–BDP<sup>24</sup>

#### Jaz krediti–BDP

CBCG koristi kreditni jaz kao indikator kreditnih kretanja. Puni naziv ovog indikatora bio bi: jaz između stvarne vrijednosti odnosa kredita i BDP-a, u odnosu na vrijednost istog odnosa određenu trendom. 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-Pre-skotovog filtera), nađe razlika između stvarnog racija kredita-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 svojevrstan prosjek, „normala“, i daje informaciju/signal kreatorima politike i supervizorima u kom pravcu treba da ide odlučivanje.

Grafik 1 – Jaz krediti – BDP<sup>25</sup>



Izvor: CBCG, MONSTAT; kalkulacije CBCG

<sup>24</sup> Puni naziv ovog indikatora bio bi: jaz između stvarne vrijednosti odnosa kredita i BDP-a, u odnosu na vrijednost istog određenu trendom.

<sup>25</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.

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 stimulisanja 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 isto takav način, i da preko fiskalnih mjera pozitivno utiče na privredu.

Negativan jaz između racija i trenda na kraju 2016. bio je na približno istom nivou kao i na kraju trećeg kvartala 2016. Nivo kredita i dalje je ispod linije dugoročnog trenda, bez bitnijih naznaka kreditnog oporavka. Imajući u vidu navedena pomenuta ograničenja ovog alata, simulacija pokazuje da trenutno, **po ovom osnovu**, ne postoji potreba za uvođenjem restriktivnih mjera za kreditni rast.

Indikator jaz krediti prema BDP-u ukazuju, nadalje, prilično slabu ekonomsku aktivnost i potrebu za novim i zdravim izvorima finansiranja, kako bi se rizik niskog dohotka i likvidnosti privrede smanjio. Veoma je značajno raditi na oživljavanju ekonomske aktivnosti, kroz stimulaciju aktivnosti regulativom i/ili politikama koje će pozitivno uticati na očekivanja i aktivnosti u privredi. Problematično stanje i očekivanja za privatni sektor tj. realnu ekonomiju – njena nekonkurentnost i nelikvidnost i dalje se nastavljaju i nijesu „promijenile pravac“.

Izračunavanje ovog indikatora otežano je zbog ograničenja u podacima i kratkim vremenskim serijama. To može imati uticaj na značaj ovog indikatora, kao indikatora ranog upozorenja za Crnu Goru. Imajući u vidu da se radi na razvoju makroprudencijalnog okvira, CBCG će raditi na razvoju i drugih indikatora kreditnog kretanja na agregatnom i sektorskom nivou s ciljem što kvalitetnije procjene rizika i ocjene finansijske stabilnosti. Pored praćenja indikatora kreditnog rasta, posebna pažnja biće posvećena i promjenama po pitanju kreditnih standarda, jer pogoršanje na tom polju može predstavljati znake ranog upozorenja, što dalje ukazuje na mogućnost razvijanja sistemskog rizika

*METODOLOŠKE NAPOMENE: Radi se o jednom od tzv. indikatora ranog upozorenja, gdje pozitivan jaz ukazuje na pretjeranu kreditnu ekspanziju i na potrebu za uvođenje (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 izdvajanje 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 neophodno je 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 dodatni kapital 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 ne) potrebe za intervenciju 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.

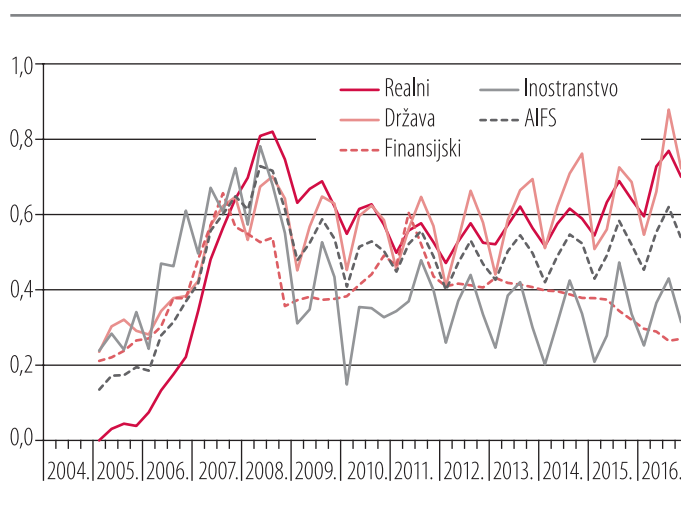
## 5.2. Agregatni indeks finansijske stabilnosti

### Agregatni indeks finansijske stabilnosti

AIFS predstavlja izvedeni indeks kojim se ocjenjuje stanje finansijske stabilnosti preko izračunavanja 4 podindeksa, a koji se odnose na: inostranstvo (platni bilans), državu (državne finansije), realni sektor i finansijski sektor. Na ovaj način ocjenjuje se kretanje sistemske 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 s kojima se ocjenjuje stanje stabilnosti. Formirana su i četiri podindeksa kako bi se preko njihovog kretanja indentifikovao izvor potencijalne akumulacije rizika.

Grafik 2 – AIFS i podindeksi stabilnosti



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

Agregatni indeks finansijske stabilnosti<sup>26</sup> na kraju 2016. godine bio je na višem nivou u odnosu na kraj 2015. godine. Agregatni indeks finansijske stabilnosti (AIFS) ukazuje na blagi rast stabilnosti u odnosu na kraj 2015. godine.

Crna Gora kao mala i otvorena ekonomija izložena je uticajima sa međunarodnog tržišta. Ekonomska i politička dešavanja u regionu i EU utiču na situaciju u Crnoj Gori. Strane direktne investicije bilježe smanjenje u odnosu na prethodnu godinu. Strane direktne investicije imaju znača-

<sup>26</sup> Prilikom analiziranja ovog indeksa potrebno je ukazati na njegove nedostatke, posebno kod finansijskog podindeksa, s obzirom da indeks ne prepoznaje pad nekvalitetnih kredita kao pozitivan pravac.

jan uticaj na kretanje BDP-a. Kada je riječ o fiskalnoj sferi, kontinuirani rast državnog duga stvara opeterećenje za budžet. S druge strane, rast budžetskih prihoda, smanjenje budžetskih rashoda i smanjenje budžetskog deficita u odnosu na prethodnu godinu ohrabruju. Bankarski sektor kao najznačajniji u finansijskom sistemu karakteriše visoka likvidnost i solventnost uz značajno smanjeno, ali i dalje prisustvo nekvalitetnih kredita.

*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>27</sup>. Pored zbirnog indeksa, izračunata su 4 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, nego ka budućnosti.*

---

<sup>27</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 2016. godini se ocjenjuje s umjereno stabilnim rangom uz prisustvo određenih rizika koji imaju negativan uticaj na pojedine ranjivosti sistema.

Finansijski sistem bio je 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.

### 6.2. Ocjena stabilnosti finansijskog sistema

Bankarski sistem kao dominantan dio finansijskog sistema u Crnoj Gori, relativno je stabilan. Finansijski rezultat banaka na agregatnom nivou je pozitivan, likvidnost i solventnost su povećane i dalje su značajno iznad zakonom propisanog minimuma. U jednogodišnjem uporednom periodu, gotovo sve pozicije iz bilansa banaka bilježe rast: ukupna aktiva, depoziti, krediti i kapital. Banke su tokom 2016. godine nastavile sa politikom obazrivog kreditiranja i oslanjale su se pretežno na sopstvena likvidna sredstva. Značajan dio novog kreditiranja bio je usmjeren na restrukturiranje i refinansiranje postojećih kredita, što je pozitivno uticalo na oporavak realnog sektora. Depoziti banaka premašuju nivo odobrenih kredita, što rezultira koeficijentom kredita u odnosu na depozite od oko 85%. Ukupni krediti i potraživanja banaka tokom 2016. godine bilježe pozitivan trend, uz ostvarenje blagog rasta od 1,27% u odnosu na prethodnu godinu. Parametri kvaliteta aktive tokom 2016. godine bilježe poboljšanje, što pozitivno utiče na stabilnost sistema. Učešće nekvalitetnih kredita u ukupnim kreditima je smanjeno ali je i dalje visoko (10,3% na kraju decembra 2016. godine), što upravo uslovljava oprez i sporiju dinamiku ka novom kreditiranju. Aktivne kamatne stope, uprkos tendenciji blagog pada i dalje su visoke i predstavljaju barijeru ka dinamičnijem oporavku.

U međunarodnom okruženju u 2016. godini došlo je do blago pozitivnog pomaka u kretanju BDP-a glavnih trgovinskih partnera Crne Gore, osim u Rusiji gdje situacija bilježi blagi pad u prethodne dvije godine. Za Crnu Goru najosjetljivija karika međunarodnog okruženja su tokovi kapitala, gdje strane direktne investicije osciliraju ali su i dalje u pozitivnom kretanju od 10% mje-

reno stranim direktnim investicijama u BDP-u, kao i broj turista koji ove godine ima pozitivan rast uprkos visokoj osnovi od prethodne godine kada je dostigao rekordnu cifru.

Investiciona potrošnja je pozitivna i rezultat je velikih kapitalnih investicija. Očekuje se da će ovakva kretanja investicija pozitivno uticati na rizik realnog sektora koji bi trebao da se smanji u budućem srednjoročnom roku efekata investicija na zaposlenost i BDP.

U 2016. godini postojao je deflatorni trend u kretanju određenih cijena. Cijene aluminijuma kontinuirano su padale proteklih godina, dok su se cijene goriva smanjivale sve do decembra 2016. godine, od kada je zabilježen rast od 3,3%. U narednom periodu očekuje se rast cijena goriva zbog uvođenja akciza, kao i zbog očekivanog rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Inflacija u Eurozoni iznosi 1,1% što ne predstavlja dodatan rizik. Stabilnost cijena u Crnoj Gori nije ugrožena.

Državni dug prevazilazi gornju granicu od 60% po Mاستrihtskom kriterijumu, a deficit tekućeg budžeta je isto tako veći od 3% što predstavlja gornju granicu. Iz ovih razloga fiskalni rizik je u porastu. Mjerama fiskalne konsolidacije, Vlada Crne Gore uspjela je da smanji nivo deficita i državnog duga u 2016. godini u odnosu na 2015. godinu, ali taj nivo i dalje je izvan kriterijuma definisanih Zakonom o budžetu i fiskalnoj odgovornosti. Zbog gradnje auto-puta očekuje se dalji rast javnog duga i budžetskog deficita. U ovoj godini povećani su prihodi budžeta najviše zbog povećanja taksi i doprinosa, s druge strane smanjeni su izdaci budžeta smanjivanjem javne potrošnje. Iako mjere fiskalne konsolidacije daju određene rezultate, pred ekonomskom politikom je i dalje naporan put u regulisanju fiskalnih pitanja. Ministarstvo finansija predviđa da će državni dug i deficit tekućeg budžeta rasti do 2019. godine, od kada se očekuje njihovo smanjenje.

U sektoru osiguranja stabilnost je blago osnažena i pokazatelji ukazuju na pozitivne stope rasta ove djelatnosti, 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.

Tržište kapitala u Crnoj Gori blago oscilira u 2016. godini i pokazatelji tržišta u izvještajnoj godini pod snažnim su uticajem transakcije emitovanja državnih obveznica u iznosu od 80,4 miliona eura. Dinamičnija trgovina akcijama finansijskog i nefinansijskog sektora nije zabilježena. Tržišna kapitalizacija je ove godine bilježila negativne stope rasta u odnosu na prethodnu.

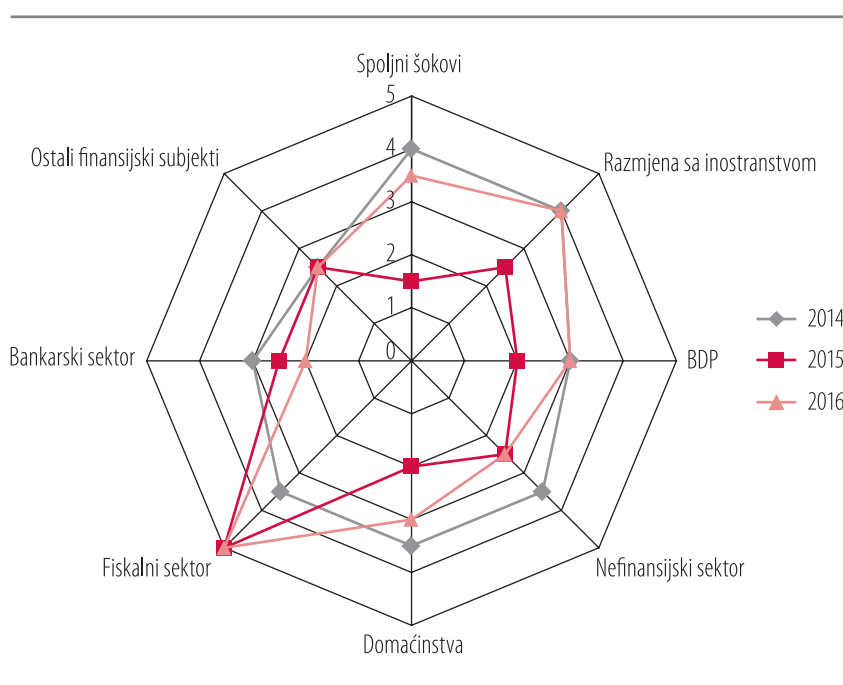
U tabeli br. 1. data je ocjena ključnih rizika sistema, na osnovu kojih je urađena procjena stabilnosti ukupnog sistema.

Tabela 1 – 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 do rastući
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 3 – Mrežni dijagram finansijske stabilnosti, trogodišnji period, stanje na kraju godine



Kao što je prikazano na grafiku br. 3, stanje finansijske stabilnosti je pod različitim smjerom i intezitetom uticaja pojedinih rizika tokom 2016. godine.

Posmatrano po izvorima rizika, jedan od najvećih rizika proistekao je iz povećanja fiskalnog rizika, zatim odnosa sa inostranstvom, dok ostali rizici ili stagniraju ili nemaju snažan uticaj na sistemsku stabilnost.



Segment razmjene sa inostranstvom nosi značajne rizike i bilježi pogoršanje u 2016. u odnosu na 2015. godinu, primarno zbog rasta spoljno-trgovinskog deficita nastalog usljed intenzivnijeg rasta uvoza.

Rizici koji se odnose na nefinansijski sektor ostali su na istom nivou u odnosu na prošlu godinu.

Rizik u fiskalnom sektoru porastao je za pola jedne ocjene u odnosu na prošlogodišnji i rezultat je pogoršanje visine javnog duga, uslova njegovog finansiranja i najave višegodišnjeg budžetskog deficita usljed finansiranja infrastrukturnih projekata. Uprkos smanjenju deficita budžeta u 2016. godini on je i dalje ostao u negativnoj zoni. Potreba održivog finansiranja javnog duga i održivih javnih finansija zahtjeva, ili izbalansiran račun budžetske potrošnje ili budžetski suficit.

Bankarski sektor ukazuje na stabilizaciju sa pozitivnim trendovima na agregatnom nivou u 2016. godini, u odnosu na 2015. godinu. Pozitivni signali dolaze iz visoke likvidnosti i solventnosti, kao i ponovnog uspostavljanja profitabilnosti nakon negativnog finansijskog rezultata banaka.

Sektor ostalih finansijskih subjekata zadržao je poziciju iz 2015 godine, prevashodno usljed skromnog tržišnog učešća ovog sektora u ukupnom finansijskom sektoru (mjereno aktivom posrednika), te stoga i nema snažnijeg uticaja rizika po sistemsku stabilnost

Na osnovu analize indikatora stabilnosti finansijskog sistema, stanje finansijske stabilnosti u Crnoj Gori može se ocijeniti kao umjereno stabilno uz prisustvo pojedinih rizika u sistemu, koji mogu uticati na povećanje neizvjesnosti i kreiranje sistemskog rizika u budućem periodu. Rizici se prate, dok su mjere ekonomske, monetarne i prudencione politike usmjerene na njihovo smanjenje.

## 6.3. Indikatori finansijske stabilnosti

### 6.3.1. Sektor inostranstvo

#### 6.3.1.1. Međunarodno okruženje

Rizik međunarodnog okruženja ocijenjen je sa 3+. Zemlje EU u većini slučajeva ostvarivale su slabe stope ekonomskog rasta, mada u poređenju sa 2013. godinom ove stope bilježe blagi rast koji se nastavljao sve do 2016 godine. Evropske institucije imaju velika očekivanja od nekonvencionalnih mjera kvantitativnog popuštanja ECB-a 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 2016. godini izdvaja se Njemačka. Grčka bilježi oporavak ekonomije, te u 2016. godini bilježi najveći rast od godina krize. Od zemalja van Eurozone, Rusija je zabilježila smanjenje ekonomske aktivnosti i negativne stope rasta u 2015. i 2016. godini, dok su Srbija i Bosna i Hercegovina ostvarile pozitivne stope rasta. Cijene aluminijuma, kao i cijene nafte, na svjetskom tržištu zabilježile su pad u odnosu na prethodnu godinu. Pad cijena nafte naročito se negativno odrazio na ekonomiju Rusije što je rezultiralo naglom depresijacijom rublje. Pad cijena energenata dodatno je ojačao deflatorne pritiske koji su rezultirali smanjenjem prosječne godišnje stope inflacije na -0,3%.

Strane direktne investicije u zemljama centralne i jugoistočne Evrope bile su na višem nivou u odnosu na prethodnu godinu. Odsustvo snažnijih pozitivnih kretanja u međunarodnom okruženju znači i odsustvo pozitivnih eksternih impulsa na ekonomiji 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.

**Tabela 2 – Indikatori ocjene međunarodnog okruženja**

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
BDP Eurozone	Z (2010) = 0,566	- Godišnja stopa rasta	2010 = 2,10%
	Z (2011) = 0,259		2011 = 1,50%
	Z (2012) = -0,967		2012 = -0,90%
	Z (2013) = -0,660		2013 = -0,30%
	Z (2014) = 0,106		2014 = 1,20%
	Z (2015) = 0,515		2015 = 2,00%
BDP glavnih trgovinskih partnera	Z (2010) = -0,286	- Ponderisani prosjek stope rasta BDP-a zemalja koje su glavni trgovinski partneri (učesće u ukupnoj trgovini po zemljama)	2010 = 0,34%
	Z (2011) = -0,227		2011 = -0,50%
	Z (2012) = -0,957		2012 = -3,30%
	Z (2013) = -0,110		2013 = 0,11%
	Z (2014) = -0,795		2014 = 0,28%
	Z (2015) = -0,244		2015 = 1,2%
BDP glavnih turističkih tržišta	Z (2010) = -0,408	- Ponderisani prosjek stope rasta BDP-a zemalja koje su glavni turistički partneri (učesće u broju turista po zemljama)	2010 = 1,97%
	Z (2011) = -0,281		2011 = 2,20%
	Z (2012) = -0,837		2012 = 0,53%
	Z (2013) = -0,082		2013 = 2,10%
	Z (2014) = -0,905		2014 = 0,00%
	Z (2015) = -0,505		2015 = 0,03%
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
	Z (2015) = -1,09		2015 = 87,6
Inflacija u Eurozoni	Z (2010) = 0,01	- Godišnji prosjek	2010 = 1,62
	Z (2011) = 1,00		2011 = 2,70
	Z (2012) = 0,82		2012 = 2,50
	Z (2013) = -0,29		2013 = 1,30
	Z (2014) = -1,13		2014 = 0,40
	Z (2015) = -1,50		2015 = 0,00
Strane direktne investicije Centralna i Istočna Evropa	Z (2010) = -1,497	- Godišnja stopa rasta	2010 = 17%
	Z (2011) = 0,037		2011 = 40%
	Z (2012) = -0,538		2012 = -30%
	Z (2013) = -0,487		2013 = -24%
	Z (2014) = -0,459		2014 = 21%
	Z (2015) = -0,224		2015 = 8%
Cijena goriva	Z (2010) = 0,611	- Godišnja stopa rasta	2010 = 27,4%
	Z (2011) = 0,764		2011 = 31,6%
	Z (2012) = -0,342		2012 = 0,96%
	Z (2013) = -0,409		2013 = -0,89%
	Z (2014) = -0,650		2014 = -7,56%
	Z (2015) = -2,079		2015 = -47,1%
	Z (2016) = 0,640	2016 = 28,2%	

Izvor: MMF

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

Tabela 3 – Indikatori ocjene eksternog sektora

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
Saldo tekućeg računa	Z (2010) = -0,742	- Godišnja stopa rasta (pozitivnom promjenom smatra se negativna godišnja stopa rasta – smanjenje deficita)	2010 = -14%
	Z (2011) = -0,829		2011 = -19%
	Z (2012) = -0,437		2012 = 2%
	Z (2013) = -0,791		2013 = -17%
	Z (2014) = -0,337		2014 = 8%
	Z (2015) = -0,629		2015 = -8%
Sekundarni dohodak	Z (2010) = 0,286	- Godišnja stopa rasta	2010 = 23%
	Z (2011) = -0,215		2011 = 3%
	Z (2012) = -0,197		2012 = 20%
	Z (2013) = -0,413		2013 = -5%
	Z (2014) = -0,462		2014 = -7%
	Z (2015) = -0,622		2015 = -14%
Primarni dohodak	Z (2010) = - 2,907	- Godišnja stopa rasta	2010 = -504%
	Z (2011) = - 1,101		2011 = -221%
	Z (2012) = 0,972		2012 = 105%
	Z (2013) = 0,443		2013 = 22%
	Z (2014) = 0,113		2014 = -30%
	Z (2015) = 0,955		2015 = 102%
Strane direktne investicije	Z (2010) = -1,069	- Godišnja stopa rasta	2010 = -48,2*%
	Z (2011) = -0,432		2011 = -29,52%
	Z (2012) = -0,181		2012 = 18,63%
	Z (2013) = -0,434		2013 = -29,83%
	Z (2014) = -0,230		2014 = 9,28%
	Z (2015) = 0,112		2015 = 75%
Portfolio investicije	Z (2010) = 1,455	- Godišnja stopa rasta	2010 = - 557*%
	Z (2011) = -0,264		2011 = - 22%
	Z (2012) = -0,692		2012 = -117%
	Z (2013) = -1,387		2013 = -270%
	Z (2014) = 0,294		2014 = 101%
	Z (2015) = -0,014		2015 = 33%
Otplata duga nerezidentima/BDP	Z (2010) = -0,01	- Godišnja stopa rasta učešća otplate duga nerezidentima u BDP (pozitivnom promjenom smatra se negativna godišnja stopa rasta – smanjenje učešća otplate duga u BDP)	2010 = 70,27%
	Z (2011) = - 0,40		2011 = 25,63%
	Z (2012) = - 0,61		2012 = -5,38 %
	Z (2013) = - 0,45		2013 = 14,50%
	Z (2014) = 0,97		2014 = 185,63%
	Z (2015) = -0,10		2015 = 56,52%
Neto strana aktiva	Z (2010) = -0,27	- Godišnja stopa rasta (pozitivnom promjenom smatra se negativna godišnja stopa rasta – smanjenje neto strane aktive)	2010 = -25%
	Z (2011) = - 0,29		2011 = -35%
	Z (2012) = - 0,34		2012 = -55%
	Z (2013) = - 0,20		2013 = 4%
	Z (2014) = - 0,34		2014 = -55%
	Z (2015) = 0,05		2015 = 107%
Z (2016) = 0,02	2016 = 91%		

\* Rast je odraz promjene u metodologiji obrade podataka

Izvor: Centralna banka Crne Gore i Ministarstvo finansija

Rizik razmjene roba, usluga i kapitala sa inostranstvom ocijenjen je sa 4. U toku 2016. godine došlo je do pogoršanja salda tekućeg računa. Naime, tokom 2016. godine deficit tekućeg računa platnog bilansa, u poređenju sa prethodnom godinom bio je veći za 47,5%. Povećanje deficita tekućeg računa rezultat je povećanja spoljnotrgovinskog deficita, kao i pada suficita na računima primarnih dohodaka. Deficit tekućeg računa u velikoj mjeri je finansiran neto prilivom SDI.

Na računu primarnih dohodaka u 2016. godini ostvaren je suficit. Ipak, suficit je za 42% manji nego u istom periodu prethodne godine. Na smanjenje suficita najveći uticaj imalo je povećanje odliva po osnovu isplaćenih dividendi i kompenzacija zaposlenih u poređenju sa prethodnom godinom. Povećanje suficita u odnosu na prethodnu godinu zabilježeno je na računu sekundarnih dohodaka, odnosno tekućih transfera, uglavnom zbog povećanja priliva po osnovu ličnih transfera iz inostranstva.

Nakon rasta stranih direktnih investicija u 2015. godini, tokom 2016. godine zabilježen je pad stranih direktnih investicija za 40%. U strukturi vlasničkih ulaganja 175,4 miliona eura odnosilo se na investicije u preduzeća i banke ili 25,5% ukupnog priliva, dok je priliv po osnovu ulaganja u nekretnine iznosio 133,1 milion eura. Priliv SDI u formi interkompanijskog duga iznosio je 186,9 miliona eura, što čini 27,2% ukupnog priliva.

Inostrani dug kao komponenta javnog duga, utiče na finansijsku stabilnost sistema kroz opterećenost ekonomskog sistema inostranim dugom. Opterećenost dugom može se kvantifikovati kroz učešće otplata 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 otplata inostranih dugova može značajnije da 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 bio je dostignut u toku 2008. godine. Kratkoročni trendovi su od 2009–2014. godine pokazivali pozitivne tendencije u kretanju neto strane aktive (smanjenje neto strane aktive), dok je u toku 2015. i 2016. godine došlo do pogoršanja, tj. povećanja nivoa strane aktive banaka.

## 6.3.2. Realni sektor

### 6.3.2.1. 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 4 – Indikatori ocjene realnog sektora

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
Kretanje BDP-a	Z (2010) = -0,15	Realna stopa rasta BDP-a	2010 = 2,5%
	Z (2011) = 0,04		2011 = 3,2%
	Z (2012) = -1,53		2012 = -2,7%
	Z (2013) = 0,12		2013 = 3,5%
	Z (2014) = -0,333		2014 = 1,8%
	Z (2015) = 0,093		2015 = 3,4%
	Z (2016) = -0,15		2016 = 2,5%
Struktura BDP-a	Prosjek 2015	Struktura BDP-a po namjeni	61,1% BDP-a stvara se tržišnom proizvodnjom 21,5% BDP-a stvara se netržišnom proizvodnjom 17,4% neto porezi
Kretanje industrijske proizvodnje	Z (2010) = 1,53	Godišnji rast industrijske proizvodnje	2010 = 17,5%
	Z (2011) = -0,72		2011 = -10,2%
	Z (2012) = -0,46		2012 = -7,1%
	Z (2013) = 0,97		2013 = 10,6%
	Z (2014) = -0,81		2014 = -11,4%
	Z (2015) = 0,75		2015 = 7,9%
	Z (2016) = -0,24		2016 = -4,4%
Kretanje turizma	Z (2010) = -0,43	Godišnji rast ostvarenih noćenja	2010 = 5,5%
	Z (2011) = 0,23		2011 = 10,2%
	Z (2012) = -0,59		2012 = 4,3%
	Z (2013) = -0,81		2013 = 2,8%
	Z (2014) = -0,99		2014 = 1,5%
	Z (2015) = 1,00		2015 = 15,7%
	Z (2016) = -0,95		2016 = 1,8%
Kretanje građevinarstva	Z (2010) = 0,35	Godišnji rast građevinarske aktivnosti	2010 = 13,1%
	Z (2011) = 0,13		2011 = 10,2%
	Z (2012) = -1,61		2012 = -13,2%
	Z (2013) = 0,09		2013 = 9,7%
	Z (2014) = -0,48		2014 = 2%
	Z (2015) = -0,19		2015 = 5,8%
	Z (2016) = 1,72		2016 = 31,5%

Izvor: Centralna banka Crne Gore, MONSTAT.

Procjenjuje se da je rizik realnog sektora ostao na istom nivou u odnosu na nivo prošlogodišnje ocjene 3. Na datu procjenu utiče:

- Rast koji je i dalje vođen rastom investicija, čija je upravo visoka uvozna zavisnost uticala na negativan doprinos neto izvoza rastu;
- Značajno učešće netržišne proizvodnje u strukturi BDP-a koje prema posljednjim raspoloživim podacima iznosi 21.5%. Učešće tržišne proizvodnje u strukturi BDP-a u 2015. godini povećalo se na 61.1% . 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;

- Dinamika u prioritetnim sektorima crnogorske privrede usporila je rast tokom 2016. godine (izuzev građevinarstva). Turizam bilježi kontinuitet rasta i u 2016. godini, ali umjereniji u odnosu na prethodni period. Industrijska proizvodnja bilježi pad od 4,4% u 2016. godini. Godišnja stopa rasta vrijednosti izvršenih građevinarskih radova u 2016. godini iznosi 31,5%, što je za 25,7 p.p više u odnosu na rast ostvaren u prethodnoj godinu.

Predviđa se smanjenje rizika realnog sektora usljed najavljenih investicija u sektoru saobraćaja, turizma, poljoprivrede i energetike, što će podstaći 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 2017. godini.

### 6.3.2.2. Nefinansijski sektor

Nefinansijski korporativni sektor čine krediti, odnosno depoziti sektora privrede (privredna društva u državnom vlasništvu, privredna društva u privatnom vlasništvu i preduzetnici). Ocjena rizika nefinansijskog sektora zasnovana je na analizi kretanja depozita i kredita nefinansijskog sektora, investicione aktivnosti, ali i na kretanjima u bitnim nefinansijskim sektorima.

Tabela 5 – Indikatori ocjene nefinansijskog sektora

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
Krediti nefinansijskog sektora	Z (2010) = 0,68	Godišnja stopa rasta	2010 = 12,41%
	Z (2011) = 1,17		2011 = 25,35%
	Z (2012) = 0,41		2012 = 5,3%
	Z (2013) = 0,13		2013 = -2,1%
	Z (2014) = 0,35		2014 = 3,55%
	Z (2015) = 0,14		2015 = -1,94%
Depoziti nefinansijskog sektora	Z (2010) = -0,92	Godišnja stopa rasta	2010 = -13,9%
	Z (2011) = -0,40		2011 = 8,79%
	Z (2012) = -0,36		2012 = 10,21%
	Z (2013) = -0,48		2013 = 5,33%
	Z (2014) = -0,24		2014 = 15,52%
	Z (2015) = -0,08		2015 = 22,44%
Investicije u osnovna sredstva	Z (2010) = -0,95	Godišnji rast investicija	2010 = -9,97%
	Z (2011) = -1,14		2011 = -14,3%
	Z (2012) = -0,64		2012 = -2,97%
	Z (2013) = -0,35		2013 = 3,59%
	Z (2014) = -0,38		2014 = 2,91%
	Z (2015) = -0,25		2015 = 5,80%

2,5

Izvor: Centralna banka Crne Gore.

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

Ocijenjeni rizik nefinansijskog sektora iznosi 3, što je na nivou ocjene iz prethodne godine. Na datu procjenu rizika uticali su sledeći faktori:

- Pozitivna stopa rasta investicione aktivnosti u osnovna sredstva u 2015. godini u iznosu od 5,8%;
- Značajan rast likvidnih sredstava (depozita) i pad kredita nefinansijskog sektora u 2016. godini;
- Opadajući trend industrijske proizvodnje. Pad industrijske proizvodnje od 4,4% u 2016;
- Umjereniji rast sektora turizma u 2016. godini u iznosu od 1.8%, u odnosu na nagli porast u 2015. godini u iznosu od 15.7%. Na turizam može pozitivno uticati sve bolji imidž Crne Gore kao turističke destinacije u svijetu, ali i realizacija važnih investicija u sektoru turizma (turistički kompleksi na Kumboru, Mamuli, Luštici i dr).

Očekivanja su da će se rizik nefinansijskog sektora smanjiti u narednom periodu, prvenstveno zbog očekivanih investicija, izgradnje infrastrukturnih projekta, ali i drugih faktora. Realizacija investicija u oblasti energetike (hidroelektrane, vjetroelektrane i izgradnja podvodnog kabla Italija–Crna Gora) mogu dugoročno povećati proizvodnju električne energije.

### 6.3.2.3. Domaćinstva

Ocjena rizika sektora domaćinstva zasnovana je na faktorima prikazanim u tabeli 6.

Rizik sektora – domaćinstvo za 2016. godinu ocijenjen je sa 3, što predstavlja veoma visok rizik za dati sektor. Na procjenu rizika uticali su sljedeći faktori:

- Kontinuirani porast ukupnih depozita stanovništva u periodu od 2010–2016. godine;
- Od 2013. godine rast ukupnih kredita datih domaćinstvima je takođe u kontinuiranom porastu, što je posljedica sve većih investicionih aktivnosti u Crnoj Gori i podsticanju razvoja biznisa od strane države, kao i očekivanja o sve nižim kamatnim stopama na date kredite;
- Tokom posljednje 4 godine potrošnja domaćinstva bilježi rast što predstavlja uzročno-posljedičnu vezu sa povećanim kreditima datim sektoru domaćinstva, kao i većim depozitima sektora. U strukturi BDP-a, potrošnja domaćinstva zauzima skoro 80% cjelokupne vrijednosti;
- Rast stope nezaposlenosti u proteklih šest godina, a koja u decembru 2016. godini iznosi 21,33%;
- Trend rasta neto zarada u protekle dvije godine. Neto zarada u 2016. godini iznosi 499 eura, što predstavlja povećanje od 4% u odnosu na prethodnu godinu. Najveću izloženost riziku imaju domaćinstva zaposlena u administrativnim i pomoćnim uslužnim djelatnostima (326 eura), trgovini na veliko i trgovini na malo (353 eura) i uslugama smještaja i ishrane (361 eura), dok su najmanje podložni riziku domaćinstva iz sektora finansijskih djelatnosti (932 eura), snabdijevanja električnom energijom (887 eura) i poslovanje sa nekretninama (700 eura);
- Visoka vrijednost minimalne potrošačke korpe koja je u 2015. godini iznosila 805 eura (podaci za 2016. godinu jos uvijek nisu dostupni) i koja predstavlja veoma visok nivo u odnosu na neto prosječnu zaradu. Minimalna potrošačka korpa u proteklom periodu kontinuirano je rasla, sa izuzetkom 2014. godine.

Tabela 6 – Indikatori ocjene sektora domaćinstva<sup>28</sup>

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
Depoziti stanovništva	Z (2010) = -0,48	Godišnja stopa rasta	2010 = 12,79%
	Z (2011) = -0,55		2011 = 8,57%
	Z (2012) = -0,51		2012 = 10,97%
	Z (2013) = -0,56		2013 = 7,91%
	Z (2014) = -0,57		2014 = 7,62%
	Z (2015) = -0,56		2015 = 8,11%
Krediti stanovništva	Z (2010) = -0,65	Godišnja stopa rasta	2010 = -6,06%
	Z (2011) = -0,61		2011 = -3,46%
	Z (2012) = -0,60		2012 = -2,95%
	Z (2013) = -0,41		2013 = 8,92%
	Z (2014) = -0,51		2014 = 1,42%
	Z (2015) = -0,50		2015 = 3,08%
Potrošnja domaćinstava	Z (2010) = -0,49	Godišnja stopa rasta	2010 = 2,13%
	Z (2011) = -0,34		2011 = 4,13%
	Z (2012) = -0,74		2012 = -1,15%
	Z (2013) = -0,40		2013 = 3,46%
	Z (2014) = -0,51		2014 = 1,87%
	Z (2015) = -0,39		2015 = 3,49%
Zaposlenost	Z (2010) = -2,85	Godišnja stopa	2010 = -7,13%
	Z (2011) = -0,29		2011 = 0,83%
	Z (2012) = 0,11		2012 = 2,11%
	Z (2013) = 0,38		2013 = 2,97%
	Z (2014) = -0,16		2014 = 1,24%
	Z (2015) = -0,19		2015 = 1,16%
Stopa nezaposlenosti	Z (2010) = -0,96	Godišnja stopa	2010 = 12,16%
	Z (2011) = -1,19		2011 = 11,57%
	Z (2012) = -0,43		2012 = 13,43%
	Z (2013) = -0,14		2013 = 14,88%
	Z (2014) = 0,16		2014 = 14,95%
	Z (2015) = 1,07		2015 = 17,24%
Minimalna potrošačka korpa	Z (2011) = 0,13	Godišnja stopa	2011 = 1,49%
	Z (2012) = 1,28		2012 = 3,22%
	Z (2013) = 0		2013 = 1,28%
	Z (2014) = -1,51		2014 = -0,9%
	Z (2015) = 0,10		2015 = 1,46%
Neto zarade	Z (2010) = -0,46	Godišnja stopa	2010 = 3,5%
	Z (2011) = 0,18		2011 = 1,0%
	Z (2012) = -0,04		2012 = 0,6%
	Z (2013) = -1,25		2013 = 1,0%
	Z (2014) = -0,59		2014 = -0,4%
	Z (2015) = -0,03		2015 = 0,6%
	Z (2016) = 1,74	2016 = 4%	

Izvor: Centralna banka Crne Gore, MONSTAT, Zavod za zapošljavanje.

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

U narednim godinama očekivano je da sektor domaćinstva bilježi smanjenje rizika. Najavljene i već započete investicije u sektorima energetike, saobraćaja i turizma uslovljavaju sve veći priliv

<sup>28</sup> Pozitivne (negativne) Z vrijednosti predstavljaju rast (pad) rizika u slučaju stope nezaposlenosti i minimalne potrošačke korpe. U slučaju svih ostalih pokazatelja, rast Z vrijednosti predstavlja pad rizika.



investicionog kapitala i sve veće potrebe radne snage, što bi trebalo pozitivno da se odrazi na zaposlenost i smanjenje stope nezaposlenosti.

## 6.4. Fiskalni sektor

Tabela 7 – Indikatori ocjene fiskalnog sektora<sup>29</sup>

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
Prihodi budžeta	Z (2010) = -0,63	Godišnja stopa rasta izvornih prihoda države	2010 = -2,74%
	Z (2011) = -0,56		2011 = -0,87%
	Z (2012) = -0,55		2012 = -0,63%
	Z (2013) = -0,16		2013 = 10,43%
	Z (2014) = -0,21		2014 = 8,86%
	Z (2015) = -0,60		2015 = -1,99%
Izdaci bužeta	Z (2010) = -0,87	Godišnja stopa rasta izdataka budžeta	2010 = -3,75%
	Z (2011) = -0,42		2011 = 5,29%
	Z (2012) = -0,63		2012 = 1,14%
	Z (2013) = -0,27		2013 = 8,31%
	Z (2014) = -0,64		2014 = 0,82%
	Z (2015) = -0,13		2015 = 11,07
Deficit/suficit budžeta	Z (2010) = 0,24	Vrijednost deficita u mil eura	2010 = -109,47 mil. eura
	Z (2011) = 0,56		2011 = -185,66 mil. eura
	Z (2012) = 0,34		2012 = -207,82 mil. eura
	Z (2013) = 0,28		2013 = -215,70 mil. eura
	Z (2014) = 0,10		2014 = -107,11 mil. eura
	Z (2015) = 1,00		2015 = -276,11 mil eura
Državni dug	Z (2010) = 0,08	Godišnja stopa rasta stanja državnog duga	2010 = 11,45%
	Z (2011) = 0,65		2011 = 16,75%
	Z (2012) = 0,42		2012 = 14,56%
	Z (2013) = 0,33		2013 = 13,78%
	Z (2014) = -1,10		2014 = 0,47%
	Z (2015) = 0,70		2015 = 17,18%
Penzije	Z (2010) = -0,23	Godišnja stopa rasta prosječne penzije (kao indikatora rasta rashoda)	2010 = 5,15%
	Z (2011) = -0,61		2011 = 1,29%
	Z (2012) = -0,53		2012 = 2,08%
	Z (2013) = -0,79		2013 = -0,54%
	Z (2014) = -0,83		2014 = -0,95%
	Z (2015) = -0,85		2015 = -1,22%
	Z (2016) = -0,24	2016 = 5,14%	

Izvor: Centralna banka Crne Gore, Ministarstvo finansija

Ocijenjeni rizik fiskalnog sektora iznosi 5, što je povećana procjena u odnosu na prošlogodišnju. Na procjenu rizika uticali su sledeći faktori:

- Kontinuirani trend rasta državnog duga. Državni dug za 2016. godinu iznosio je 2,403 miliona, što predstavlja povećanje od 5,55% u odnosu na 2015. godinu. Državni dug sada

<sup>29</sup> Pozitivne (negativne) Z vrijednosti predstavljaju rast (pad) rizika zasnovanih na podacima državnog duga, penzija i izdataka budžeta. U slučaju ostalih pokazatelja, rast Z vrijednosti predstavlja pad rizika.

zauzima 63,7% BDP-a Crne Gore (Mastrihtski kriterijum određuje kretanje javnog duga do 60% BDP-a). U strukturi državnog duga, inostrani dug zauzima 83%, dok unutrašnji dug zauzima svega 17% ukupnog državnog duga. Na značajno povećanje državnog duga utiče izgradnja autoputa i zaduživanje kod kineske Exim. Projekcije Ministarstva finansija govore o uzlaznoj putanji državnog duga sve do 2019. godine kada se očekuje postepeno smanjivanje iznosa javnog duga;

- Rast budžetskih prihoda u 2016. godini u iznosu od 12,04% u odnosu na prethodnu godinu, rezultat je mjera fiskalne konsolidacije koji proteklih godina Vlada pokušava da sprovede. Rastu prihoda najviše je doprinijelo povećanje poreza i doprinosa, kao i uvođenje taksi na gorivo, pušačke zone, akcize na duvanske proizvode, snažnija borba protiv sive ekonomije, veće kazne poreskih prekršilaca i ostalo;
- Iako su se budžetski izdaci u 2016. godini smanjili u odnosu na 2015. godinu za 0,13%, to ne predstavlja značajan pomak u smanjenju državne potrošnje. Od 2011. godine imamo trend rasta budžetskih izdataka koji su neprekidno rasli sve do 2015. godine. Neosjetno smanjenje budžetske potrošnje u 2016. godini ne umanjuje rizik fiskalnog sektora;
- Pad deficita budžeta od 147 miliona eura u odnosu na prethodnu godinu predstavlja značajno smanjenje i na godišnjem nivou, deficit se smanjio za 53,12% u odnosu na prethodnu godinu. Deficit 2016. godine iznosi 3,43% BDP-a, što i pored znatnog pada u odnosu na prethodnu godinu prevazilazi Mastrihtski kriterijum od 3%;
- Ukupni izdaci za penzije porasli su za 0,97% u odnosu na prethodnu godinu.

## 6.5. Finansijski sistem

### 6.5.1. Bankarski sektor

Rizik bankarskog sektora je 2016. godine dobio ocjenu 2,5. Rizik solventnosti analiziran je preko racija rezervacija u odnosu na nivo nekvalitetnih kredita. Taj podindikator ustvari pokazuje kapacitet banke da podnese i podrži gubitak usljed nekvalitetnih kredita. Racio rezervacija svake godine raste u odnosu na nekvalitetne kredite, što pokazuje stabilnu solventnost bankarskog sektora koja sve više jača. Mada, značajno sniženo učešće nekvalitetnih kredita i dalje je prisutno u bankarskom sektoru. Rizik likvidnosti mjeri se preko racija– likvidna aktiva kao procenat ukupne aktive– i bilježi blagi pad od 1,01% u odnosu na 2015. godinu kad je iznosio rekordnih 24,78%, što i dalje predstavlja izuzetno visoku likvidnost banaka na visokom nivou. Pokazatelj profitabilnosti izražen je odnosom bruto profita u prosječnoj aktivni, i iz godine u godinu ima velike oscilacije.

Tabela 8 – Indikatori ocjene bankarskog sektora

	Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
2+	Rezervacije kao % NPL-a	Z (2010) = -1,44	Godišnja stopa rasta racia rezervacije u % NPL-a	2010 = -33,70%
		Z (2011) = -1,29		2011 = 6,94%
		Z (2012) = -0,80		2012 = 20,84%
		Z (2013) = -0,52*		2013 = 9,87%
		Z (2014) = -0,43		2014 = 2,93%
		Z (2015) = -0,21		2015 = 7,04%
	Z (2016) = 0,34	2016 = 16,01%		
	Bruto profit kao % prosječne aktive (stabilizacija)	Z (2010) = -2,40	Godišnja stopa rasta racia bruto profita kao % prosječne aktive (ROAA)	2010 = 352,47%
		Z (2011) = 0,09		2011 = -97,75%
Z (2012) = -1,69		2012 = 3100,6%		
Z (2013) = 0,26		2013 = -106,09%		
Z (2014) = 0,92		2014 = 587,90%		
Z (2015) = 0,08		2015 = -109,08%		
Z (2016) = 0,39	2016 = -444,60%			
Likvidna aktiva kao % ukupne aktive (stabilizacija)	Z (2010) = -0,01	Godišnja stopa rasta racia likvidna aktiva kao % ukupne aktive	2010 = 25,23%	
	Z (2011) = -1,74		2011 = -39,68%	
	Z (2012) = -0,73**		2012 = 38,65%	
	Z (2013) = 0,19		2013 = 25,07%	
	Z (2014) = 0,70		2014 = 11,21%	
	Z (2015) = 1,28		2015 = 11,46%	
Z (2016) = 1,22	2016 = -1,01%			

Izvor: Centralna banka Crne Gore

- \* 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 obezvređenja kredita utvrđen primjenom Međunarodnih računovodstvenih standarda. Od januara 2013. godine pri obračunu pokazatelja kvaliteta aktive primjenjuje se nova metodologija. Podaci za 2013. godinu nijesu uporedivi sa podacima za prethodni period.
- \*\* Od januara 2013. godine za obračun likvidne aktive primjenjuje se nova metodologija. Podaci za 2011. i 2012. godinu revidirani su u skladu sa novom metodologijom, revizija podataka za period do 2011. godine je u toku.

### 6.5.2. Ostali finansijski subjekti

Rizik koji se odnosi na ostale finansijske subjekte na istom je nivou kao i u prethodnim periodima, nivo od 2,5. Aktiva osiguravajućih kuća bilježi konstantan rast proteklih godina, baš kao i aktiva ostalih finansijskih subjekata. Ukupan promet ostvaren na Montenegroberzi u četvrtom kvartalu iznosio je 88,9 mil. eura najviše kao rezultat emisije državnih obveznica. Sva tri indeksa (MONEX, MNSE10 i MONEX PIF) bilježe kvartalni rast, ali sva tri indeksa bilježe godišnji pad na kraju 2016.

Ukupna tržišna kapitalizacija na kraju 2016. godine iznosila je 2,88 milijardi eura, što je za 3,5% manje u odnosu na kraj 2015. godine. Tržišna kapitalizacija u odnosu na procijenjeni BDP za 2016. godinu iznosi 77,2%, što ukazuje na potcijenjenost tržišta kapitala, ali i na strukturne probleme i percepciju pouzdanosti tržišta.

Tabela 9 – Indikatori ocjene ostalih finansijskih subjekata

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
Tržišna kapitalizacija	Z (2010) = -1,25	Godišnja stopa rasta tržišne kapitalizacije	2010 = -12,7%
	Z (2011) = 1,97		2011 = 27,6%
	Z (2012) = 0,25		2012 = 6,09%
	Z (2013) = -0,40		2013 = -2,2%
	Z (2014) = 0,11		2014 = 4,2%
	Z (2015) = -0,17		2015 = 0,6%
Ukupna aktiva ostalih finansijskih subjekata	Z (2010) = -0,460	Godišnja stopa rasta aktive ostalih finansijskih subjekata	2010 = -6,90%
	Z (2011) = -1,203		2011 = -62,57%
	Z (2012) = -0,774		2012 = -30,44%
	Z (2013) = -0,683		2013 = -23,63%
	Z (2014) = -0,255		2014 = 8,46*%
Ukupna aktiva osiguravajućih kuća	Z (2010) = -1,01	Godišnja stopa rasta aktive osiguravajućih kuća	2010 = 15,86%
	Z (2011) = -0,55		2011 = 10,93%
	Z (2012) = -0,32		2012 = 5,04%
	Z (2013) = 0,17		2013 = 9,91%
	Z (2014) = +0,62		2014 = 8,39%
	Z (2015) = 1,16		2015 = 9,24%
MONEX**	Z (2010) = 0,80	Godišnja stopa rasta indeksa MONEX20	2010 = -0,5%
	Z (2011) = -1,35		2011 = -35,79%
	Z (2012) = 1,18		2012 = 5,63%
	Z (2013) = 0,83		2013 = 0,003%
	Z (2014) = 1,77		2014 = 15,28%
	Z (2015) = 1,25		2015 = 6,79%
MONEXPIF	Z (2010) = 0,65	Godišnja stopa rasta indeksa MONEXPIF	2010 = -3,46%
	Z (2011) = -1,93		2011 = -37,06%
	Z (2012) = -0,56		2012 = -19,30%
	Z (2013) = 0,85		2013 = -0,86%
	Z (2014) = 0,07		2014 = -10,99%
	Z (2015) = 0,05		2015 = -11,27%
	Z (2016) = 0,86	2016 = -0,79%	

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

\* Procjena rasta aktive ostalih finansijskih institucija rađena na osnovu tri kvartala 2014. godine, jer je rok za dostavljanje godišnjih finansijskih izvještaja 30. 04. 2015. godine.

\*\* Od 01. aprila 2015. godine na crnogorskom tržištu kapitala se u okviru posmatranja kretanja cijena kompanija upotrebljavaju dva indeksa– MONEX i MNSE10. Indeks MONEX predstavlja nasljednika indeksa MONEX20 koji sa novom Metodologijom ima više kompanija u svojoj indeksnoj korpi.

## 7. Zaključak

Savjet je zaključio da je finansijska stabilnost na kraju 2016. godine na zadovoljavajućem nivou, a da su rizici blago povišeni. Takođe, Savjet je zaključio da se u 2017. godini mora voditi ekonomska politika usmjerena na konsolidaciji državne potrošnje, rast i oporavak privrednog sektora, nastavak investicione potrošnje u cilju dugoročnog prosperiteta i razvoja ekonomije. Takođe, s ciljem unapređenja poslovnog ambijenta, a samim tim i konkurentnosti privrede kao ključne ranjivosti sistema, moraju se izvršiti strukturne reforme, prvenstveno u sektorima zdravstva i penzijskog osiguranja.

Na osnovu analize indikatora stabilnosti finansijskog sistema i trendova kretanja ključnih parametara, Savjet je zaključio da uprkos ocjeni stabilnosti, rizici se moraju pratiti, a mjere ekonomske, monetarne i prudencione politike moraju biti usmjerene na njihovo smanjenje.

## PRILOG 1: Pregled finansijskog tržišta u Crnoj Gori

CRNA GORA							
Ekonomija				FINANSIJE - Bankarski sektor			
<b>BDP<sup>1</sup></b>	<b>2014.</b>	<b>2015.</b>	<b>2016.</b>	<b>Broj banaka</b>	<b>2014.</b>	<b>2015.</b>	<b>2016.<sup>5</sup></b>
Ukupno, u 000 eura	3.457,9	3.624,7	3.772,6	Broj	12	14	15
Realni rast BDP-a, u %	1,8	3,4	2,5	Godišnja promjena u %	9,09	16,67	7,14
<b>Inflacija</b>	<b>od kojih supsidijarnih banaka</b>						
Godišnja stopa u decembru, u %	-0,3	1,4	1,0	Broj	6	7	7
<b>Nezaposlenost</b>	<b>Broj ekspozitura</b>						
Stopa nezaposlenosti, u %	14,95	17,24	21,33	Broj	200	204	210
Godišnja promjena stope nezaposlenosti, u p.p.	0,07	2,29	4,09	Godišnja promjena u %	-1,48	2,00	2,94
<b>Budžetski deficit<sup>2</sup></b>	<b>Broj ATM</b>						
Ukupno, u % BDP-a	3,1	7,6	3,5 <sup>3</sup>	Broj	359	386	396
Godišnja promjena učesća budžetskog deficit u BDP-u, u p.p.	-3,3	4,5	-4,1	Godišnja promjena u %	-0,55	7,52	2,59
<b>Javni dug (bruto)</b>	<b>Ukupna aktiva</b>						
Ukupno, u % BDP-a	59,9	66,7	61,9 (IX 2016) <sup>4</sup>	Ukupno, u 000 eura	3.136.257	3.471.584	3.790.992
Godišnja promjena učesća javnog duga u BDP-u, u p.p.	2,4	6,8	-1,7 (IX2016/IX2015)	Godišnja promjena u %	5,98	10,69	9,20
<b>Deficit tekućeg računa</b>	<b>Ukupni krediti</b>						
Ukupno, % BDP-a	15,2%	13,3%	19,1% <sup>5</sup>	Ukupno, u 000 eura	2.367.178	2.385.582	2.416.047
Godišnja promjena učesća deficita tekućeg računa u BDP-u, u p.p.	0,7	-2	5,8 <sup>5</sup>	Godišnja promjena u %	-1,94	0,78	1,28
<b>SDI-neto<sup>6</sup></b>	<b>Ukupni depoziti</b>						
Ukupno, u 000 eura	-353.940	-619.274	-371.568 <sup>5</sup>	Ukupno, u 000 eura	2.308.149	2.624.977	2.871.457
Godišnja promjena u %	9,3	75	-40 <sup>5</sup>	Godišnja promjena u %	10,03	13,73	9,39
				<b>Koeficijent solventnosti</b>			
				Ukupno, u %	16,18	15,48	16,08
				Godišnja promjena u p.p.	1,74	-0,70	0,60
				<b>Koeficijent likvidnosti (likvidna aktiva/ukupna aktiva banaka)</b>			
				Ukupno, u %	22,23	24,78	24,53
				Godišnja promjena u p.p.	2,24	2,55	-0,25
				<b>Finansijski rezultat</b>			
				Dobitak/gubitak, u 000 eura	23,788	-4.148	9.628

<sup>1</sup> Izvor: Monstat, procjena za 2016. godinu

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

<sup>3</sup> Deficit za 2016. godinu je gotovinski, dok će korigovani deficit biti publikovan kad bude donešen Zakon o završnom računu budžeta za 2016. godinu.

<sup>4</sup> Državni dug (bruto) na kraju septembra 2016. godine ne uključuje dug lokalnih samouprava i nije uporediv sa stanjem javnog duga na kraju 2015. godine.

<sup>5</sup> Preliminarni podaci

<sup>6</sup> Prema novoj metodologiji MMF-a, finansijski račun (SDI) je prikazan po principu neto povećanja aktive i obaveza. Povećanje aktive/obaveza prikazuje se sa predznakom plus (+), dok se smanjenje prikazuje sa predznakom minus (-). Neto vrijednost dobija se kao razlika između neto aktive i neto obaveza.

### 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	2014.	2015.	2016.	Broj osiguravajućih kuća	2014.	2015.	2016.
Broj	10	10	11	Broj	11	11	11
Godišnja promjena u %	-23,1	-	10	Godišnja promjena u %	-	-	-
<b>Broj investicionih fondova</b>				<b>Broj filijala na teritoriji Crne Gore</b>			
Broj	9	10	10	Broj	69	59	
Godišnja promjena u %	-	11,11	-	Godišnja promjena u %	-4,16	-14,49	
<b>Broj privatnih penzionih fondova</b>				<b>Fakturisana bruto premija</b>			
Broj	2	2	2	Ukupno, hiljadama eura	72.417,79	76.933,19	80.139,64
Godišnja promjena u %	-	-	-	Godišnja promjena u %	-0,49	6,24	4,17
<b>Ukupan promet na berzi</b>				<b>Broj polisa osiguranja</b>			
Ukupno, u hiljadama eura	108.157	65.405	115.175	Broj	418.157	481.438	515.996
Godišnja promjena u %	251,5	-39,5	76,1	Godišnja promjena u %	-1,11	15,13	7,18
<b>Berzanski indeksi</b>				<b>Kapital</b>			
MNSE10 <sup>1</sup>	-	1.044,74	928,27	Ukupno, u hiljadama eura	52.086,05	53.886,05	50.913,23
Godišnja promjena u % <sup>1</sup>	-	-	-11,1	Godišnja promjena u %	4,56	3,46	-5,52
MONEX	11.356,11	12.128,07	11.510,59	<b>Bruto tehničke rezerve</b>			
Godišnja promjena u %	15,29	6,80	-5,09	Ukupno, u hiljadama eura	95.885,42	109.358,27	115.854,33
MONEXPIF	3.037,38	2.694,81	2.673,36	Godišnja promjena u %	3,46	14,05	5,94
Godišnja promjena u %	-10,99	-11,28	-0,80	<b>Kapital iz čl. 92 Zakona</b>			
<b>Kapitalizacija</b>				Ukupno, u hiljadama eura	39.549,88	37.623,19	47.801,28
Ukupno, u hiljadama eura	2.960.671	2.980.862	2.877.784	Godišnja promjena u %	12,37	-4,87	27,05
Godišnja promjena u %	4,3	0,7	-3,5	<b>Solventnost</b>			
<b>Finansijski rezultat</b>				<b>Margina solventnosti</b>			
Ukupno, u hiljadama eura	-9.176	-14.217		Ukupno, u hiljadama eura	15.958,30	16.213,25	16.205,33
Godišnja promjena u %	-770,58	-54,94		Godišnja promjena u %	-2,42	1,59	-0,05
<b>FINANSIJE - Lizing kompanije<sup>5</sup></b>							
Broj lizing kompanija	2014.	2015.	2016.	Kapital	U 2012. god. uvodi se kategorija „Kapital“		
Broj	4 kompanije + 2 banke <sup>4</sup>	4 kompanije + 2 banke <sup>4</sup>	4 kompanije + 2 banke <sup>4</sup>	Ukupno, u hiljadama eura	39.549,88	37.623,19	47.801,28
Godišnja promjena u %	-	-	-	Godišnja promjena u %	12,37	-4,87	-0,05
<b>Ukupna aktiva</b>				<b>Odnos kapitala/MS</b>			
Ukupno, u hiljadama eura	88.210	48.879	45.209	Odnos, broj	247,83%	232,05%	294,97%
Godišnja promjena u %	-24,59	-44,59	-7,51	Godišnja promjena u %	15,15	-6,37	27,11
<b>Dugoročni finansijski plasmani</b>				<b>Finansijski rezultat</b>			
Ukupno, u hiljadama eura	31.159	17.802	14.377	Ukupno, u hiljadama eura	4.505,27 <sup>3</sup>	-2.687,92 <sup>3</sup>	4.793,44 <sup>3</sup>
Godišnja promjena u %	-22,36	-42,87	-19,24	Godišnja promjena u %	34,34	-	-
<b>Dugoročna rezervisanja i dugoročne obaveze</b>							
Ukupno, u hiljadama eura	54.145	41.776	37.043				
Godišnja promjena u %	-12,59	-22,84	-11,33				
<b>Kratkoročna rezervisanja i kratkoročne obaveze</b>							
Ukupno, u hiljadama eura	63.292	6.256	5.764				
Godišnja promjena u %	-5,60	-90,11	-7,87				
<b>Kapital</b>							
Ukupno, u hiljadama eura	-29.385	807	2.363				
Godišnja promjena u %	-85,17	-	-				
<b>Finansijski rezultat</b>							
Ukupno, u hiljadama eura	-18.814	-184.173	1.055				
Godišnja promjena u %	-674,42	-	-				

<sup>1</sup> Novi indeks sa baznim datumom 31.03.2015. godine.

<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).

<sup>5</sup> Podaci su dati za treći kvartal 2016. godine.

## PRILOG 2.

### Izvod iz izvještaja MMF-a o uspostavljanju Okvira makroprudencijalne politike

U skladu sa preporukama Programa procjene finansijskog sektora (FSAP-a) koji su sproveli MMF i Svjetska banka (SB), kao i preporukama Evropskog sistema centralnih banaka (ESCB-a), potrebno je razviti makroprudencijalnu politiku (ili njene instrumente) u Crnoj Gori. Na zahtjev Centralne banke Crne Gore (CBCG), misija tehničke pomoći Odjeljenja za monetarna i tržišta kapitala (MCM) međunarodnog monetarnog fonda (MMF-a) posjetila je Podgoricu u periodu od 24. oktobra do 4. novembra kako bi pružila savjetodavne usluge o uspostavljanju okvira makroprudencijalne politike.

Misija je zajedno sa CBCG radila na utvrđivanju nedostataka u ulozi i funkciji Savjeta za finansijsku stabilnost (SFS), mandata CBCG za makroprudencijalnu politiku, podacima potrebnim za efektivno praćenje rizika, te kapaciteta i organizacionog okvira CBCG za obavljanje efektivne analize sistemskog rizika. Takođe, misija je razgovarala s nadležnim organima o operativnom planu za nadogradnju postojećih mehanizama i premošćavanju jaza. Tokom svog boravka, osim sa visokim predstavnicima CBCG misija je obavila razgovore i sa predstavnicima Agencije za nadzor osiguranja (ANO), Komisije za hartije od vrijednosti (KHoV), Fonda za zaštitu depozita (FZD), Ministarstva finansija (MF), skupštinskog odbora za ekonomiju, finansije i budžet, kao i komercijalnih banaka. Misija se takođe sastala sa Svjetskom bankom.

Prilikom kreiranja izvještaja, u obzir su uzeti brojni važni i specifični faktori sa kojima se suočava Crna Gora u svom radu na uspostavljanju okvira makroprudencijalne politike. Kao prvo, njena mala veličina i kratka istorija suverene države ograničavaju dostupnost resursa uključujući i ljudski kapital. U tom kontekstu prepoznat je značajan nedostatak informacija u pogledu indikatora finansijske stabilnosti. Drugo, finansijska stabilnost osnovni je cilj politike Centralne banke, imajući u vidu euroizaciju koja implicira odsustvo nezavisne monetarne politike. Treće, Crna Gora je u procesu usklađivanja svojih politika i praksi sa onima u Evropskoj uniji (EU), s ciljem pristupanja EU, što će produžiti sprovođenje okvira makroprudencijalne politike u skladu sa standardima i regulativom EU i Evropskim odborom za sistemske rizike (ESRB).

U Izvještaju je dato šesnaest ključnih preporuka Misije (Tabela 1). Takođe, Misija je dala pregled **srednjoročnih ciljeva, potencijalnih makro-prudencijalnih indikatora, kao i potencijalnih instrumenata politike CBCG koji su trenutno dostupni, kao i one koji će biti dostupni nakon usaglašavanja sa CRR/CRD IV (Tabela 2).**

Shodno Izvještaju, mandat makroprudencijalne politike treba da bude povjeren CBCG uz povećanu odgovornost, s obzirom na njen mandat u pogledu finansijske stabilnosti i analitički kapacitet za sistemski rizik. Mišljenje Misije je da postoji veoma jak razlog da Centralna banka ima mandat za makroprudencijalnu politiku. Pitanje kome treba da bude povjeren mandat za vođenje makroprudencijalne politike možda je lakše riješiti u Crnoj Gori nego u većini drugih zemalja. Misija smatra da povjeravanje ovog mandata Centralnoj banci ima snažno uporište u sljedećem:



- S obzirom na to da ne vodi monetarnu politiku, finansijska stabilnost se može smatrati *raison d'être* (razlogom postojanja) CBCG;
- Jedini sistemski rizik u bližoj budućnosti leži u bankarskom sektoru, a CBCG je supervizor banaka. Crna Gora je bankocentrični finansijski sistem sa nebankarskim finansijskim posredovanjem tek u začetnoj fazi razvoja;
- CBCG jedini je nadležni organ sa značajnim kapacitetom za analizu na nivou sistemskog rizika. Ostali regulatorni organi bore se sa razvojnim i pitanjima sprovođenja, te se suočavaju sa ograničenjima u pogledu resursa. MF se u velikoj mjeri oslanja na CBCG kada je riječ o pitanjima finansijskog sektora.

**Zakon o Centralnoj banci Crne Gore propisuje da CBCG „nadzire održavanje stabilnosti finansijskog sistema kao cjeline i donosi propise i mjere iz ove oblasti“. Međutim, nema eksplicitnog pozivanja na upotrebu ovih propisa i mjera u makroprudencijalne svrhe.** Ovo postavlja pitanje da li bi se mandat CBCG za politiku mogao korisno poboljšati time što bi se neki ciljevi makroprudencijalne politike definisali zakonom. Misija smatra da nema očiglednih razloga da se to uradi, pod uslovom da se ulože napor da se na drugim mjestima, u publikacijama i izjavama, elaboriraju ciljevi makroprudencijalne politike, potencijalno se pozivajući na pristup ESRB prilagođavajući ga okolnostima u Crnoj Gori. U suštini, CBCG bi trebala da definiše svoju strategiju makroprudencijalne politike u jedinstvenom objavljenom dokumentu. Takođe, ovim dokumentom trebalo bi definisati ciljeve i vezati ih za specifične indikatore i instrumente.

Mandat bi trebalo da bude eksplicitno naveden u jednom objavljenom dokumentu kojim se utvrđuje okvir politike s jasnim ciljevima i konkretnim indikatorima i instrumentima. CBCG je već opremljena svim ključnim mikroprudencijalnim ovlašćenjima koja bi se mogla koristiti u makroprudencijalne svrhe. U procesu pripreme je proširenje regulatornog parametra za obuhvatanje svih kreditnih institucija, uključujući faktoring i lizing kompanije koje trenutno igraju važnu ulogu u rješavanju problema nekvalitetnih kredita. Odgovornost za odluke makroprudencijalne politike treba da bude ojačana.

Djelotvoran okvir makroprudencijalne politike proširće i osnažiti mandate i ovlašćenja CBCG za finansijsku stabilnost. Ovo postavlja značajna pitanja naročito o tome da li su postojeći sistemi odgovornosti dovoljni kao djelotvorna podrška proširenom mandatu? Ovo je važno iz razloga što Skupština i šira javnost neće svaki put pravilno razumjeti upotrebu i tempiranje makroprudencijalnih ovlašćenja, stoga je moguće da će CBCG morati da objašnjava i opravdava svoje djelovanje.

**Transparentnost makroprudencijalne politike podržana je godišnjim Izvještajem o finansijskoj stabilnosti.**

**Čini se da je postojeći raspored makroprudencijalnih ovlašćenja adekvatan.** U skladu sa Zakonom o Centralnoj banci, CBCG ima sva neophodna mikroprudencijalna ovlašćenja nad bankama, a izgleda da zakon ne ograničava upotrebu ovih ovlašćenja u makroprudencijalne svrhe. U pripremi su zakonske izmjene kojima će se proširiti regulatorni opseg tako da će CBCG biti zadužena za nadgledanje svih kreditnih institucija, uključujući i faktoring i lizing kompanije koje igraju značajnu ulogu u rješavanju problema nekvalitetnih kredita u Crnoj Gori.

**Snažna međuagencijska saradnja povećava efektivnost i efikasnost makroprudencijalog nadzora.** U Crnoj Gori ovu saradnju omogućava SFS. **Zakon o SFS naglašava ulogu koju ovo tijelo ima u nadgledanju finansijskog sistema.** U skladu sa ovim Zakonom, SFS „se osniva u cilju praćenja, identifikacije, sprječavanja i ublažavanja potencijalnih sistemskih rizika u finansijskom sistemu Crne Gore kao cjeline“. Istovremeno, Zakon izričito određuje da aktivnosti SFS ne smiju ometati autonomiju u pogledu kreiranja politike pojedinačnih institucija. Ovo znači da SFS ima „meka“ ovlašćenja, čime mu je omogućeno da daje mišljenja, stavove i upozorenja u pogledu rizičnog okruženja, ali bez obaveze „da primijeni ili obrazloži“

**U praksi, sposobnost SFS da poboljša nadgledanje sistemskog rizika i obezbijedi nezavisnu procjenu prijetnji i ranjivosti** veoma je ograničena. SFS nema sopstveno osoblje, pri čemu CBCG pruža sekretarske usluge. Pored toga ANO i KHoV ne traže širu sistemsku ekspertizu. Veoma su ograničene po pitanju resursa i preokupirane sa mikroprudencijalnom regulativom i pitanjima sprovođenja. MF je zadovoljan s tim da prepusti pitanja finansijskog sektora CBCG-u. **SFS je dobro pozicioniran da daje preporuke za obuhvatnije inicijative politike finansijske stabilnosti.** Ovo je značajno jer međunarodna praksa pokazuje da napredak u pogledu pitanja kao što su korporativno upravljanje, nesolventnost, zaštita povjerilaca i implementacija odgovarajućih standarda računovodstva i revizije, takođe igra značajnu ulogu u unaprjeđivanju finansijske stabilnosti. Pri svakoj identifikaciji nedostataka u korporativnim standardima, šifrarnicima, kao i u uslovima usklađivanja uopšte, SFS bi trebalo da iskoristi svoje ovlašćenje da na ista skrene pažnju Vlade i organa za uspostavljanje standarda. Takođe, **SFS ima ključnu ulogu u upravljanju krizom.** Zakonom o SFS predviđeno je da je SFS dužan da ustanovi nacionalni plan za upravljanje krizom i s tim u vezi organizuje testiranje otpornosti na stres i vježbe simulacije krize finansijskog sistema. Misija je saglasna sa stavovima Programa procjene finansijskog sistema za 2016. Godinu, u kojem je naglašeno da ima puno prostora za poboljšanje uloge SFS u planiranju u slučaju nepredviđenih okolnosti, kao i to da bi uključivanje FZD u svojstvu punopravnog člana SFS bilo u potpunosti opravdano.

**CBCG bi trebalo da bude zadovoljna što kao i druge centralne banke ima organizacionu strukturu koja u potpunosti podržava njen mandat vođenja makroprudencijalne politike.** Ovo je od velikog značaja, zato što osmišljavanje i implementacija strategije makroprudencijalne politike u kojoj se elaboriraju ciljevi, indikatori i instrumenti politike, mogu da budu veoma intenzivni u pogledu resursa. Sprovođenje okvira makroprudencijalne politike zahtijeva značajno podizanje nivoa analitičkih i istraživačkih sposobnosti. To bi trebalo da bude praćeno kadrovskom strategijom koja će utvrditi i omogućiti realizaciju potreba za obukom zaposlenih.

**Javlja se i mnogo šire pitanje koje se odnosi na izdvajanje resursa, i na to da li Crna Gora na najefikasniji način koristi svoj ljudski kapital u naporima da postigne djelotvornu finansijsku regulaciju i nadzor.** CBCG je u procesu proširenja svog regulatornog opsega, s ciljem da obuhvati aktivnosti svih kreditnih institucija, uključujući nebankarske faktoring i lizing kompanije. Pitanje od mnogo većeg značaja je to da li bi Crna Gora trebala da, po uzoru na druge male zemlje poput Irske, ode dalje u ovom pravcu i u Centralnoj banci konsoliduje odgovornost za nadgledanje cjelokupnog finansijskog sektora? Ukoliko se takva odluka ne donese, ANO, KHoV i FZD moraće pojedinačno da povećaju broj zaposlenih, kao i opšte troškove uključujući i za IT, kako bi bili u

mogućnosti da ispune svoje obaveze koje se tiču usklađivanja u zemlji i u inostranstvu. Nije jasno, da li je kopiranje regulatorne arhitekture mnogo većih finansijskih sistema u najboljem nacionalnom interesu Crne Gore?

### **Operacionalizacija makroprudencijalne politike**

**Po postizanju dogovora u pogledu adekvatnih institucionalnih aranžmana, potrebno je uložiti još dosta napora kako bi se uspješno operacionalizovao okvir makroprudencijalne politike. Prilikom praćenja rizika u finansijskom sektoru, CBCG se uglavnom oslanja na osnovne indikatore finansijske stabilnosti bankarskog sektora.** Kako banke dominiraju finansijskim sektorom, ovi indikatori predstavljaju prirodno polazište za praćenje sistemskih rizika. CBCG posjeduje adekvatne informacije o solventnosti i likvidnosti pojedinačnih banaka, što se koristi za izračunavanje osnovnih indikatora finansijske stabilnosti. Očekuje se dalje poboljšanje kvaliteta podataka kroz implementaciju regulative EU i usklađivanja ključnih definicija (npr. kapitala i nekvalitetnih kredita).

**Međutim, Misija navodi da je sposobnost CBCG da prati i procjenjuje sistemski rizik ograničena značajnim prazninama u podacima. Odabir makroprudencijalnih indikatora trebalo bi da se više usredsredi na potencijalne izvore sistemskog rizika, uz bolje korišćenje postojećih podataka. Uzimajući u obzir ograničenja u pogledu podataka, identifikacija sistemskog rizika od strane CBCG trebalo bi da se u velikoj mjeri oslanja na praćenje i analizu dešavanja kod kreditiranja i zaduživanja (leverage).** CBCG koristi kreditni jaz kao indikator kreditnih kretanja. Izračunavanje ovog indikatora otežavaju ograničenja podataka, čime se smanjuje njegova vrijednost kao indikatora ranog upozorenja za Crnu Goru. Stoga, kreditni jaz trebalo bi dopuniti drugim indikatorima kreditnog kretanja na agregatnom i sektorskom nivou kao što su koeficijent stope rasta kredita u odnosu na BDP-u, te kreditima različitim sektorima, djelatnostima i za nekretnine. Krediti stanovništvu mogu se rastaviti na gotovinske kredite i stambene kredite. Osim indikatora kreditnog rasta, potrebno je pomno pratiti dešavanja kod kreditnih standarda, s obzirom da pogoršanje kreditnih standarda može služiti kao znak ranog upozorenja da je došlo do povećanja sistemskog rizika. Imajući u vidu navedeno, Misija snažno podržava planirano pokretanje ankete o kreditiranju banaka od strane CBCG.

**Kreditni registar predstavlja potencijalno vrlo vrijedan izvor informacija za praćenje i analizu kretanja kod kredita.** Misija smatra da je kreditni registar važno sredstvo CBCG i veoma vrijedan izvor informacija. Iako se informacije iz kreditnog registra u određenoj mjeri koriste u superviziji banaka, isti bi trebalo da igra mnogo značajniju ulogu u praćenju i analizi sistemskog rizika. Ključni makroprudencijalni indikatori već bi mogli da budu izgrađeni na osnovu registra: on omogućava izračunavanje nacionalnih i sektorskih kreditnih agregata, kao i pažljivo praćenje standarda kreditiranja.

**Praćenje i analiza podataka treba da budu praćeni redovnim razgovorima sa supervizorima banaka i finansijskim sektorom.** Ovo bi ojačalo koordinaciju mikro i makroprudencijalne politike unutar CBCG, i obezbijedilo korisne informacije o kretanjima u bankarskom sektoru okupljajući relevantne eksperte. Finansijska stabilnost u Crnoj Gori u velikoj mjeri zavisi od otpornosti

i standarda kreditiranja bankarskog sektora. Po analogiji, makroprudencijalni nadzor zahtijeva dobro razumijevanje kretanja u bankarskom sektoru. Redovna komunikacija makroprudencijalnih stručnjaka i bankarskih supervizora može ojačati koordinaciju mikro i makroprudencijalne politike unutar CBCG, a takođe i olakšati protok informacija i okupiti relevantne eksperte, uz iskorišćavanje komplementarnosti između „odozgo na dole i odozdo na gore“ pristupa analize rizika. Osim toga, redovna razmjena mišljenja sa finansijskim sektorom može pružiti (kvalitativne) informacije o dešavanjima u bankarskom sektoru, što može pomoći kod tumačenja informacija koje se dobiju od strane makroprudencijalnih indikatora.

**Postoji prostor za značajno unaprjeđenje dizajna scenarija i testiranja otpornosti na stres.** CBCG već ima određenog iskustva u testiranju otpornosti na stres koje zajednički sprovode sektori za finansijsku stabilnost i kontrolu banaka.

**Premošćavanje jaza u podacima predstavlja prioritet u srednjoročnom periodu i zahtijeva jaku koordinaciju sa drugim relevantnim nadležnim organima.** Kao što je već rečeno, postoje veliki jazovi u podacima. Praćenje sistemskog rizika imalo bi puno koristi od pouzdanih i sveobuhvatnih indeksa cijena nekretnina, detaljnih informacija o tokovima kapitala i o finansijskim računima sektora privrede i domaćinstava (statistike tokova sredstava). Premošćavanje jaza u podacima zahtijevaće puno vremena i resursa, i moraće da bude iskoordinirano sa tekućim projektima, uključujući one u drugim agencijama. Razvijanje međuinstitucionalnog plana rada moglo bi da podstakne efikasnu saradnju.

Kada je riječ o instrumentima prudencijalne politike kao dio svoje nadležnosti za finansijsku stabilnost, CBCG može u principu koristiti sve svoje nadležnosti za rješavanje sistemskih rizika. Primarni cilj CBCG je podsticanje i očuvanje stabilnosti finansijskog sistema. Kao dio svog mandata za finansijsku stabilnost CBCG koristi i svoje supervizorske instrumente (npr. dodatni troškovi povezani sa veličinom kapitala i limiti koncentracije) i instrumente monetarne politike (npr. obavezna rezerva) u makroprudencijalne svrhe. Sa implementacijom evropske regulative CBCG će imati adekvatna ovlašćenja za rješavanje i strukturnih i cikličnih sistemskih rizika. **Očekuje se da primjena evropske regulative dodatno ojača set makroprudencijalnih instrumenata CBCG.** Iako tek treba da se usvoje odgovarajući zakoni, predlaže se da CBCG bude nacionalna nadležna institucija za CRD IV. Kao takva, CBCG će imati mogućnost da koristi prudencijalne instrumente koji su dio CRR/CRD IV. Između ostalog, to daje CBCG moć da definiše kontraciklične amortizere za kapital (CCiB) i kapitalne rezerve za sistemske banke koji imaju jasan makroprudencijalni cilj.

CBCG trebalo bi da pripremi detaljnu strategiju makroprudencione politike o tome kakav je odnos procjene sistemskog rizika i odluka politike, uključujući korišćenje limita na koeficijent kredita u odnosu na vrijednosti (LTV), i koeficijent servisiranja duga u odnosu na prihode (DSTI) u cilju održavanja zdravih standarda kreditiranja.

**Kao dio svog okvira makroprudencijalne politike, CBCG treba da razmotri na koji način će koristiti svoja ovlašćenja za održavanje zdravih standarda kreditiranja.** Kao što je ranije pomenuto, praćenje standarda kreditiranja važan je element makroprudencijalnog nadzora.

Ukoliko bi pogoršanje standarda kreditiranja pokrenuto visokim stepenom konkurencije u bankarskom sektoru postao pravi problem, to bi zahtijevalo od CBCG da se umiješa. Na primjer, ona može razmotriti da izda smjernice ili postavi regulatorno ograničenje za koeficijent u odnosu na vrijednost (LTV) i koeficijent servisiranja duga u odnosu na prihod (DSTI) za stambene kredite, odnosno za iznose i dospijeca gotovinskih kredita. Pojašnjavanje na koji način CBCG namjerava da koristi svoja ovlaštenja za rješavanje pogoršanja standarda kreditiranja ključni je sastojak okvira makroprudencijalne politike.

**Kao rezultat toga, CBCG će imati adekvatnu nadležnost da se bavi sistemskim rizicima, strukturalno i ciklično.** Set instrumenata makroprudencijalnih nadležnih organa treba da im omogući da efikasno odgovore na identifikovane sistemske rizike, bilo povećanjem otpornosti finansijskog sistema na negativne šokove ili direktno rješavajući izvor rizika. U skladu sa okvirom ESRB, ovlaštenja CBCG joj omogućavaju da ostvari pomenute srednjoročne ciljeve (tabela 2). Kako je ranije pomenuto, efikasno korišćenje ovog seta instrumenata zahtijeva izričit okvir politike, koji opisuje na koji način su ocjene sistemskog rizika u vezi sa odlukama politike.

**Na kraju, u srednjoročnom periodu, nadležni organi bi mogli razmotriti koristi od dodatne konsolidacije odgovornosti za finansijski nadzor u Crnoj Gori.** Mala veličina Crne Gore znači da se ljudski kapital mora mudro koristiti. Konsolidacija regulacije i nadzora finansijskog sektora u CBCG mogla bi biti adekvatna iz perspektive isplativosti.

**Tabela 2 – Srednjoročni ciljevi, potencijalni makro-prudencijalni indikatori i instrumenti politike CBCG**

Srednjoročni ciljevi	Potencijalni makro-prudencijalni indikatori	Potencijalni instrumenti politike CBCG	
		Trenutno dostupni	Dostupni na osnovu CRR/CRD IV
<b>Obiman kreditni rast i zaduženosti (leverage)</b>			
Ukupni nivo	Jaz u kreditima u odnosu na BDP Kreditni rast Rast kredita u odnosu na BDP	Zahtjevi za dodatnim kapitalom (sektorski) Ponderi rizika (sektorska) Ograničenja kreditnog rasta Ograničenja na stope DSTI i LTV za nove kredite	Kontraciklični amortizer kapitala Stopa zaduženosti (leverage)
Stanovništvo	Rast kredita stanovništvu (gotovinski krediti, stambeni krediti) <sup>1</sup> Odnos duga i prihoda <sup>2</sup> Standardi kreditiranja <sup>3</sup> Izmirivanje duga u odnosu na prihod (novo kreditiranje) <sup>4</sup> Odnos kredita i vrijednosti (novi stambeni krediti) <sup>1</sup>		
Nefinansijska preduzeća	Rast kredita privredi (ukupno i po djelatnostima) <sup>5</sup> Stopa deviznih kredita Standardi kreditiranja <sup>3</sup> Stopa izmirivanja duga <sup>6</sup>		
Finansijski sektor	Stope adekvatnosti kapitala banaka Stopa zaduženja (leverage) banaka		
Nekretnine	Rast kreditiranja za nekretnine <sup>1</sup> Rast cijene stambenih objekata Cijena u odnosu na prihod <sup>2</sup> Rast cijena komercijalnih nekretnina		
<b>Izuzetno visok nesklad između ročnosti i nelikvidnosti tržišta</b>	Odnos kredita i depozita Stopa ne-depozitarnog finansiranja Udio finansiranja devizne razmjene	Minimalni koeficijent likvidne aktive Zahtjev za stabilno finansiranje Obavezna rezerva Ograničenja finansiranja devizne razmjene	Koeficijent pokrivenosti likvidnosti Koeficijent neto stabilnog finansiranja
<b>Neposredna i posredna koncentracija izloženosti</b>	Izloženost bankarskog sektora različitim sektorima Aktiva banaka iz G5 kao procenat ukupne aktive bankarskog sektora	Ograničenja velikih izloženosti (sektorska) Ograničenja kreditnog rasta	Amortizer za sistemski rizik
<b>Sistemske važne finansijske institucije</b>	Aktiva banaka kao procenat ukupne aktive bankarskog sektora Aktiva banaka kao procenat BDP	Pojačana supervizija Ograničenje međubankarskih izloženosti Dodatni troškovi povezani sa veličinom kapitala	Amortizer za ostale sistemske važne institucije Amortizer za sistemski rizik

<sup>1</sup> Podaci su dostupni u kreditnom registru. Možda će u obrazac za izvještavanje kreditnom registru trebati da se dodaju karakteristike nekih indikatora, kredita ili zajmoprimaoca (npr. prihod zajmoprimaoca);

<sup>2</sup> Podaci o prihodima dostupni su od MONSTAT;A;

<sup>3</sup> Podaci su dostupni u kreditnom registru i (predstojećoj) anketi i kreditiranju banaka;

<sup>4</sup> Podaci su dostupni u kreditnom registru. Prihodi zajmoprimaoca mogli bi se dodati kao dodatni atribut u obrascu za izvještavanje kreditnom registru. Alternativno, mogu se koristiti podaci MONSTAT;A o prihodima;

<sup>5</sup> Ovo treba da obuhvata inostrano kreditiranje. Ovo bi moglo biti zasnovano na informacijama koje CBCG koristi za sastavljanje statistike platnog bilansa;

<sup>6</sup> Troškovi servisiranja duga mogu se dobiti iz kreditnog registra. Informacije o dobiti preduzeća mogle bi se dobiti iz finansijskih iskaza.

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

336

IZVJEŠTAJ o radu Savjeta za finansijsku stabilnost: 2016. godina. - 2013- . - Podgorica  
(Bulevar SV. Petra Cetinjskog 6) : Centralna banka Crne Gore, 2017 (Bijelo polje : MERKATOR-  
INTERNATIONAL, DOO). - 28 cm

Godišnje.

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