



CENTRALNA BANKA
CRNE GORE



Izvještaj o stabilnosti cijena

2013

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 ADRESA:	http://www.cbcg.me
SAVJET CENTRALNE BANKE:	Mr Milojica Dakić, guverner Dr Velibor Milošević, viceguverner Dr Nikola Fabris, viceguverner Asim Telačević Dr Milivoje Radović Dr Milorad Jovović Dr Srđa Božović
GRAFIČKA PRIPREMA:	Andrijana Vujović Nikola Nikolić
LEKTURA:	Bojana Šupeljak
ŠTAMPA:	DPC Podgorica d.o.o.
TIRAŽ:	200 primjeraka

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

SPISAK UPOTRIJEBLJENIH SKRAĆENICA

ARIMA	Autoregressive Integrated Moving Average – autoregresivni integrisani model sa pokretnim prosjecima
BDP	Bruto domaći proizvod
CBCG	Centralna banka Crne Gore
CPI	Indeks potrošačkih cijena
EONIA	Euro OverNight Index Average – prosječna prekonoćna eurska stopa
EU	Evropska unija
FAO	Food and Agriculture Organization – Organizacija za hranu i poljoprivredu
MMF	Međunarodni monetarni fond
MONSTAT	Zavod za statistiku Crne Gore
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries – Organizacija zemalja izvoznica nafte
PDV	Porez na dodatu vrijednost
SDI	Strane direktne investicije
UN	United Nations – Ujedinjene nacije
USD	Američki dolar

SADRŽAJ

1. INDIKATORI INFLACIJE	7
1.1. Kretanje inflacije u Crnoj Gori	7
1.2. Kretanje inflacije u regionu i EU	11
2. INFLACIONA OČEKIVANJA BANKARSKOG SEKTORA I PRIVREDE	13
2.1. Očekivanja banaka	13
2.2. Očekivanja privrede (osim banaka)	14
3. DETERMINANTE INFLACIJE	15
3.1. Tražnja	15
3.1.1. Kretanje plata i ostale raspoložive determinante tražnje	16
3.1.2. Tražnja javnog sektora	18
3.1.3. Privreda	20
3.1.4. Eksterna tražnja i tekući račun platnog bilansa	20
3.2. Ponuda i proizvodnja	22
4. MONETARNA POLITIKA	23
4.1. Mjere monetarne politike za suzbijanje inflacije	23
5. PROGNOZA INFLACIJE ZA 2014. GODINU	24
5.1. Modelska procjena	24
5.2. Ekspertska procjena	26

1. INDIKATORI INFLACIJE

1.1. Kretanje inflacije u Crnoj Gori

Potrošačke cijene su u 2013. godini bilježile dezinflacioni trend. Nakon godišnje inflacije od 4,2% zabilježene u januaru, godišnja stopa u decembru je iznosila 0,3%, što je smanjenje od 3,9 p.p. Slična promjena je zabilježena u 2009. godini i iznosila je 3,4 p.p. s tim da je bilo više fluktuacija inflatornih stopa tokom godine, dok je godišnja inflacija u 2013. godini uglavnom imala silazni trend. Inflacija u decembru 2013. godine je niža za 0,4 p.p. od do tada najniže zabilježene stope iz decembra 2010. godine, kada je godišnji rast cijena iznosio 0,7%. Razlog ovako niske godišnje stope inflacije je izuzetno visoka baza, odnosno nivo cijena, iz prethodne godine kada je godišnja stopa iznosila 5,1% i nešto umjerenija fluktuacija cijena kod pojedinih kategorija u ukupnoj korpi potrošačkih cijena tokom 2013. godine. Poseban doprinos niskoj godišnjoj stopi dale su niže cijene iz kategorije *hrana i bezalkoholna pića*, kao i cijene u kategoriji *prevoz*, jer zajedno čine skoro polovinu ukupne korpe proizvoda potrošačkih cijena (tačnije 48,7%). Posmatrano po kvartalima, rast cijena u 2013. godini zabilježen je tokom prvog (0,5%) i trećeg kvartala (0,7%), dok je pad cijena zabilježen u drugom (-0,1%) i četvrtom kvartalu (-0,8%)¹. Posmatrano po mjesecima, najveći rast potrošačkih cijena je zabilježen u martu (0,4%) i julu (0,7%), dok je najveći pad cijena zabilježen u junu (-0,6%) i novembru (-0,6%).

Tabela 1

	Inflacija, %							
	2012.				2013.			
	III	VI	IX	XII	III	VI	IX	XII
Promjena u odnosu na kraj prethodne godine	2,2	3,2	4,3	5,1	0,5	0,4	1,1	0,3
Godišnja promjena	2,7	3,9	4,4	5,1	3,3	2,2	1,8	0,3

Izvor: Monstat

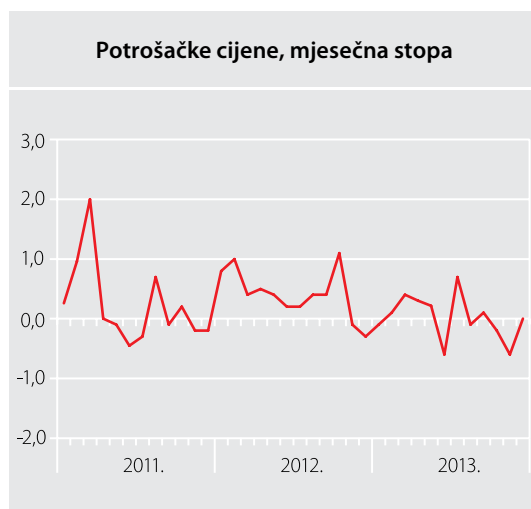
Najveći godišnji rast u 2013. godini zabilježile su cijene iz kategorije *alkoholna pića i duvan* (7,4%), gdje su zbog promjena akciznih obaveza najviše porasle cijene duvana za 9,6%. Rast cijene električne energije od 4,6% najviše je uticao na rast cijena u kategoriji *stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva* (1,7%). Cijene u kategoriji *zdravlje* su zabilježile rast od 1,4%, zbog rasta cijena farmaceutskih proizvoda od 2,3%, dok su cijene u kategoriji *ostali proizvodi i usluge* porasle za 3%. Rasle su cijene u kategoriji

¹ Zbog zaokruživanja cifara prilikom obračuna kvartalne inflacije zbir stopa se može neznatno razlikovati od ukupne godišnje inflacije.

odjeća i obuća za 0,3%, obrazovanje za 0,2% i kategoriji *hoteli i restorani* za 0,1%. Smanjenje cijena određenih grupa prehrambenih proizvoda uticalo je na pad cijena u kategoriji *hrana i bezalkoholna pića* za 0,6%. U okviru ove kategorije, na godišnjem nivou, snižene su cijene hljeba i žitarica za 4,3%, mlijeka, sira i jaja za 3,6%, ulja i masti za 16,9%, šećera, džema, meda, čokolade i konditorskih proizvoda za 2,9%, ostalih prehrambenih proizvoda za 0,1%, dok su cijene bezalkoholnih pića niže za 1,2%. U odnosu na decembar prethodne godine, povećane su cijene povrća za 11,3%, voća za 3,6%, mesa za

0,4% i ribe za 6,1%. Cijene u kategoriji *prevoz* niže su za 1,1%, najviše zbog pada cijena goriva i mazi-va za 1,6%. Pad cijena zabilježen je u kategoriji *rekreacija i kultura* za 2,7%, *kommunikacije* za 0,7% i *pokućstvo i rutinsko održavanje stana* za 0,1%.

Grafik 1



Izvor: Monstat

Kako se navodi u UN-ovom izvještaju „World Economic Situation and Prospect 2014”, cijene većine osnovnih roba su bilježile umjeren pad tokom 2013. godine, što je uglavnom posljedica slabe globalne potražnje i skromnog ekonomskog rasta. Tokom 2014. i 2015. godine se očekuje rast globalne tražnje, iako nešto sporiji, što će se odraziti na stabilnost cijena. Do značajnijih promjena cijena može doći ako se jave poteškoće u proizvodnji i snabdijevanju u smislu vremenskih uslova (proizvodnja poljoprivrednih proizvoda) i geopolitičke napetosti (proizvodnja nafte).

Tabela 2

Učešće pojedinih kategorija u ukupnoj inflaciji*					
	Ponderi	XII 13/XII 12.	Stopa rasta	Doprinos	Učešće u ukupnoj inflaciji
UKUPNO	1000,0	100,3	0,3	0,3	100,0
Hrana i bezalkoholna pića	386,4	99,4	-0,6	-0,2	-81,0
Alkoholna pića i duvan	37,9	107,4	7,4	0,3	96,8
Odjeća i obuća	70,7	100,3	0,3	0,0	7,4
Stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva	153,1	101,7	1,7	0,3	91,1
Pokućstvo i rutinsko održavanje stana	46,9	99,9	-0,1	0,0	-2,4
Zdravlje	38,2	101,4	1,4	0,1	18,1
Prevoz	101,0	98,9	-1,1	-0,1	-38,2
Kommunikacije	57,1	99,3	-0,7	0,0	-12,8
Rekreacija i kultura	27,2	97,3	-2,7	-0,1	-25,3
Obrazovanje	15,7	100,2	0,2	0,0	1,0
Hoteli i restorani	23,0	100,1	0,1	0,0	0,5
Ostali proizvodi i usluge	42,8	103,0	3,0	0,1	44,8

* Napominjemo da se, i pored indeksnih promjena, doprinos učešća pojedinih kategorija, zbog ponderacione strukture, evidentira tek na drugoj, odnosno trećoj decimali.

Izvor: Monstat i CBCG kalkulacije

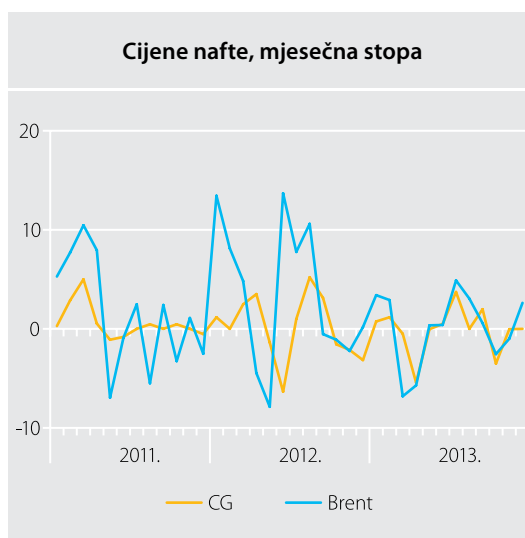
Iako je prosječan indeks cijene hrane (FAO Food Price Index) za 2013. godinu, prema saopštenju Organizacije UN za hranu i poljoprivredu, za 1,6% niži u odnosu na 2012. godinu, ipak predstavlja treću najveću ikada zabilježenu vrijednost indeksa. Zbog velike uvozne zavisnosti promjene cijena hrane na svjetskim tržištima će se sigurno odraziti i na cijene hrane u Crnoj Gori, koje su u 2013. godini zabilježile pad na godišnjem nivou. Ipak, treba napomenuti da su u 2012. godini cijene hrane imale visok nivo.

Cijene goriva i maziva u Crnoj Gori, koje su uglavnom diktirane promjenama cijena nafte na svjetskom tržištu, zabilježile su pad na godišnjem nivou od 1,6%. Cijena referentne korpe OPEC-a je u 2013. godini, u prosjeku, iznosila 105,9 usd/barel, što je 3,3% niže u odnosu na prosječnu cijenu iz 2012. godine. Prosječna cijena brenta u ovoj godini je bila 108,6 usd/barel, što je za 2,7% niže u odnosu na prosječnu cijenu iz prethodne godine. Posmatrano tokom godine, najviši nivo prosječne cijene brenta zabilježen je u februaru (116,29 usd/barel), a najniži u aprilu (102,17 usd/barel), da bi u decembru prosječna cijena brenta dostigla nivo 110,81 usd/barel, što je za 1,4% više od prosječne cijene brenta iz decembra 2012. godine. Kao i prethodnih godina, na nivo cijena najviše su uticale geopolitička situacija na Bliskom istoku, visina zaliha, kao i prognoze o globalnim makroekonomskim kretanjima. Pošto je MMF, prema posljednjem izvještaju (World Economic Outlook)², podigao prognozu globalnog privrednog rasta sa 3% u 2013. godini na 3,7% za 2014. godinu, očekuje se da će ovaj rast podstaći potražnju za naftom što će, uz ostale faktore, uticati i na cijenu ovog proizvoda tokom 2014. godine.

Najveći pozitivan doprinos ukupnoj godišnjoj stopi inflacije dale su cijene iz kategorije *alkoholna pića i duvan* od 0,3 p.p i ostvarenim učešćem u ukupnoj inflaciji od 96,8%, kao i cijene iz kategorije *stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva* sa doprinosom od 0,3 p.p. i učešćem od 91,1% u ukupnoj inflaciji. Najveći negativan doprinos od -0,2 p.p. dale su cijene iz kategorije *hrana i bezalkoholna pića*. Na grafiku br. 3 mogu se vidjeti doprinosi godišnjoj inflaciji pojedinih komponenti potrošačkih cijena.

Tokom 2013. godine mjesečna³ stopa **bazne inflacije** uglavnom je bila ispod nivoa ukupne mjesečne inflacije osim u martu, oktobru i novembru. Najveći raspon između ukupne mjesečne i bazne inflacije evidentiran je u maju i novembru (razlog su promjene cijena određenih proizvoda koji se inače isključuju iz obračuna bazne inflacije, kao npr. cijene električne energije, poljoprivredni proizvodi i sl). Kretanje stope ukupne i bazne inflacije se može vidjeti na grafiku br. 4.

Grafik 2

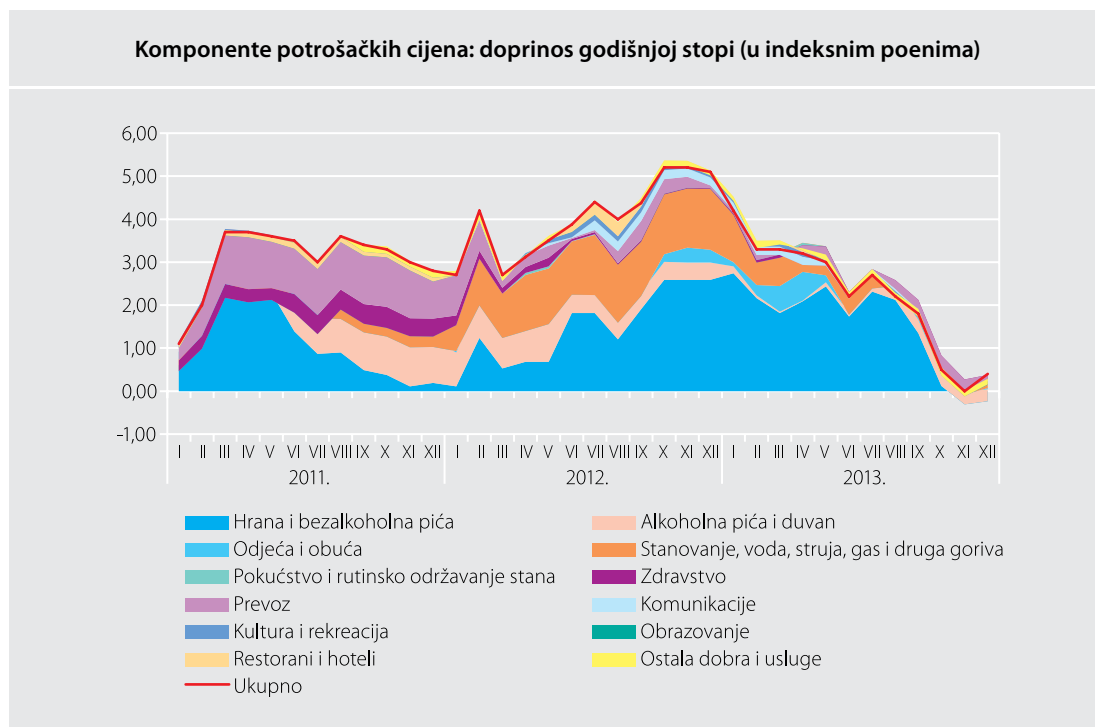


Izvor: Monstat i "Monthly Oil Market Reports", OPEC

² Ažuriran u januaru 2014. godine

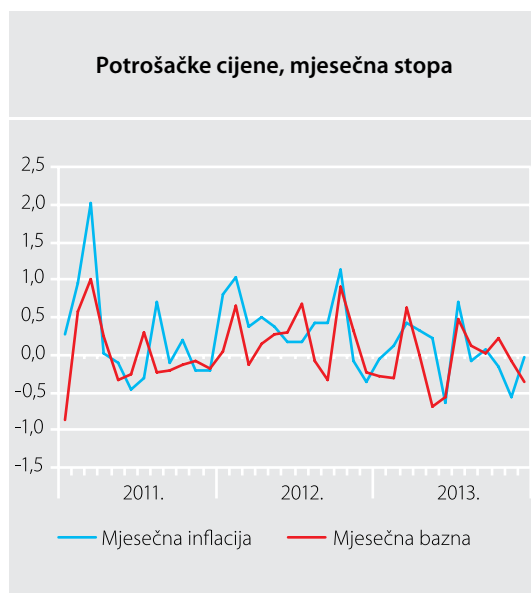
³ U 2013. kao ni u 2012. godini, nijesu bili raspoloživi podaci o godišnjoj promjeni cijena za sve proizvode koji čine korpu bazne inflacije, odnosno za proizvode koji su isključeni iz korpe za obračun bazne inflacije, pa nije bilo moguće računati godišnju baznu inflaciju po mjesecima.

Grafik 3



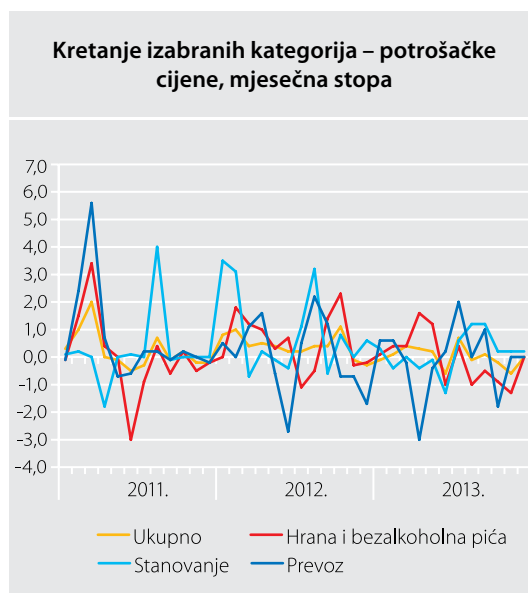
Izvor: Monstat i kalkulacija CBCG

Grafik 4



Izvor: Monstat i kalkulacija CBCG

Grafik 5



Izvor: Monstat

Cijene proizvođača industrijskih proizvoda su u decembru 2013. godine u odnosu na decembar 2012. godine zabilježile pad od 0,6%. Pad cijena je zabilježen u sektoru prerađivačke industrije za 1,1% i sektoru snabdijevanja električnom energijom, gasom i parom pad od 0,7%. Cijene vađenja ruda i kamena na godišnjem nivou više su za 4%. Prosječan rast cijena proizvođača industrijskih proizvoda u 2013. godini iznosio je 1,6%, pri čemu je prosječan rast cijena zabilježen u sektoru vađenja ruda i kamena (2,7%) i sektoru snabdijevanja električnom energijom, gasom i parom (9,2%), dok su cijene u sektoru prerađivačke industrije zabilježile prosječan pad od 1,2%.

Izvozne cijene proizvođača industrijskih proizvoda⁴ su u decembru 2013. godine u odnosu na isti mjesec prethodne godine zabilježile pad od 5,8%, dok je prosječan godišnji pad cijena iznosio 2,7%. Pad od 6,2% na godišnjem nivou zabilježile su cijene u sektoru prerađivačke industrije, dok je rast od 2,2% registrovan u sektoru vađenja ruda i kamena.

Uvozne cijene industrijskih proizvoda⁵ su u decembru 2013. godine zabilježile pad od 2% u odnosu na isti mjesec prethodne godine, a pad od 1,4% ako se posmatra prosječna godišnja stopa. Pad na godišnjem nivou je zabilježen kod cijena iz sektora prerađivačke industrije (2%), dok su cijene u sektoru vađenja ruda i kamena zabilježile rast od 8% na godišnjem nivou.

1.2. Kretanje inflacije u regionu i EU

Ako poredimo godišnju inflaciju ostvarenu u Crnoj Gori sa godišnjom stopom u pojedinim zemljama regiona, vidi se da inflacija u Crnoj Gori ima najnižu pozitivnu stopu od 0,3%, jer je u Bosni i Hercegovini zabilježena negativna stopa inflacije od 1,2%. Godišnja inflacija u Hrvatskoj iznosila je 0,5%, Sloveniji 0,9%, Makedoniji 1,4%, Albaniji 1,9% i Srbiji 2,2%.

Stopa inflacije ostvarena u Crnoj Gori bila je ispod nivoa inflacije u Eurozoni. Tačnije, godišnja stopa inflacije u Crnoj Gori je identična sa godišnjom inflacijom Španije, koja je uz Portugal, čija je godišnja inflacija iznosila 0,2%, zabilježila najniži pozitivni nivo inflacije među zemljama članicama EU.

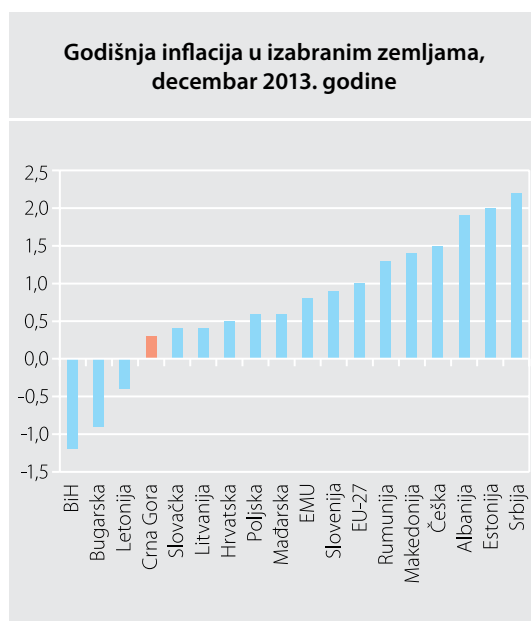
Kada je riječ o inflaciji zemalja članica EU, najniža godišnja stopa zabilježena je u Grčkoj (-1,8%), Kipru (-1,3%), Bugarskoj (-0,9%) i Letoniji (-0,4%), dok je najveća stopa zabilježena u Finskoj 1,9%, te Estoniji, Austriji i Velikoj Britaniji (sve po 2,0%). Godišnja stopa ostvarena u Eurozoni, iznosila je 0,8%, a komponente sa najvećim doprinosom godišnjoj inflaciji su električna energija (0,11 p.p.), duvan (0,08 p.p.), restorani i kafei (0,05 p.p.), dok su najveći negativan doprinos imale komponente gorivo (-0,13 p.p.), telekomunikacije (-0,14 p.p.) i medicinske usluge (-0,07 p.p.).

Godišnja stopa inflacije ostvarene u EU u decembru 2013. godine iznosila je 1,0%, u Eurozoni 0,8%, dok je u Crnoj Gori iznosila 0,3%, odnosno 0,4% mjerena harmonizovanim indeksom potrošačkih cijena.

⁴ Indeks izvoznih cijena se odnosi na mjesečne promjene cijena industrijskih proizvoda koje preduzeća proizvode i prodaju na stranom tržištu. Važan je ekonomski indikator koji se može koristiti kao deflator vremenskih serija, naročito za potrebe nacionalnih računa.

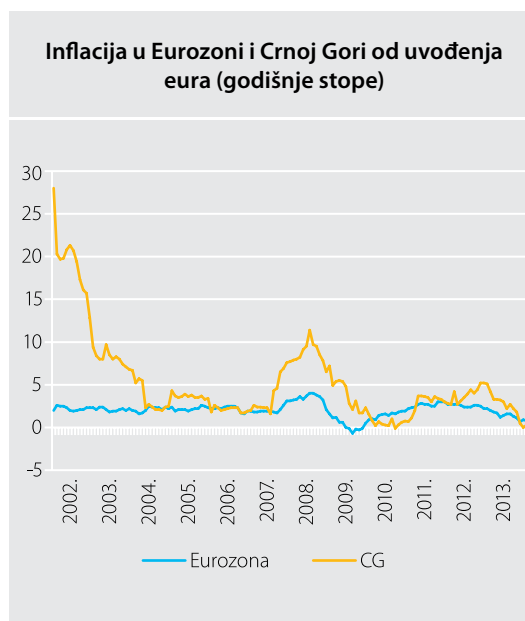
⁵ Indeks uvoznih cijena se odnosi na mjesečne promjene cijena uvoznih industrijskih proizvoda. Može se koristiti kao deflator vremenskih serija, naročito za potrebe nacionalnih računa i kao sredstvo za usklađivanje cijena pri sklapanju različitih kupoprodajnih ugovora.

Grafik 6



Izvor: Nacionalni zavodi za statistiku i Eurostat

Grafik 7



Izvor: Monstat i Eurostat

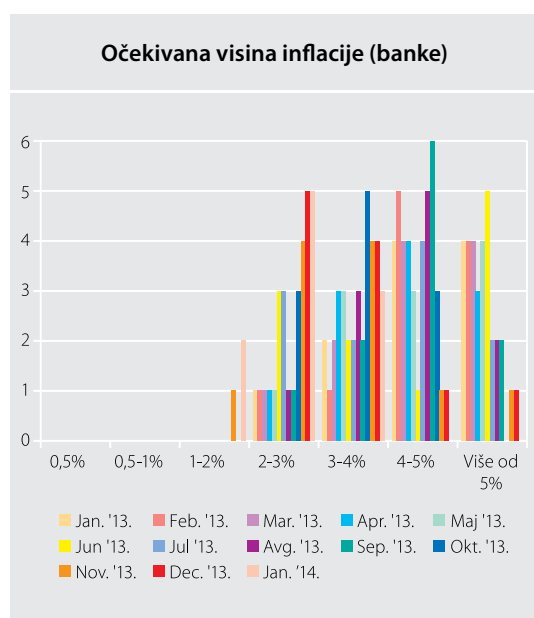
2. INFLACIONA OČEKIVANJA BANKARSKOG SEKTORA I PRIVREDE

2.1. Očekivanja banaka

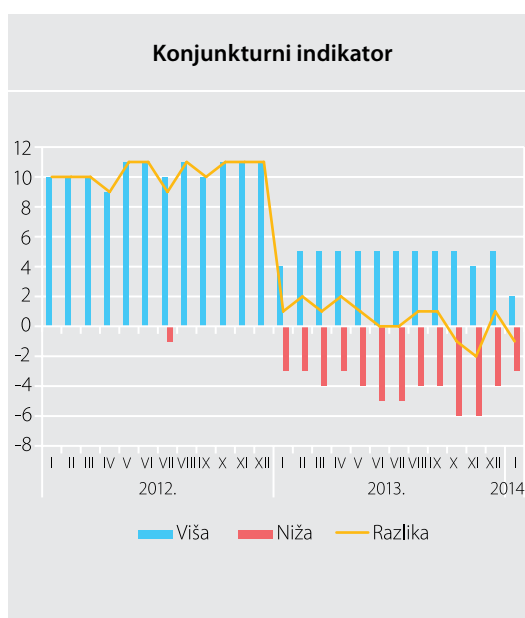
Kada su u pitanju inflaciona očekivanja banaka⁶, na osnovu ankete sprovedene u januaru 2014. godine, pet banaka očekuje inflaciju u rasponu 2% - 3%, tri banke očekuju inflaciju između 3% i 4%, dok dvije banke očekuju da će se inflacija kretati između 1% i 2%.

Za potrebe izračunavanja inflacionih očekivanja koristimo konjunktorni indikator (žuta linija na grafiku br. 9). On se dobija kao razlika između broja banaka koje očekuju rast inflacije (plavi stubići) i broja banaka koje očekuju pad inflacije (crveni stubići). Ukoliko konjunktorni indikator ima negativnu vrijednost, u narednom periodu se očekuje opadanje stope inflacije. Ukoliko ima pozitivnu vrijednost, u narednom periodu se može očekivati rast inflacije. Ukoliko ima nultu vrijednost, u narednom peri-

Grafik 8



Grafik 9

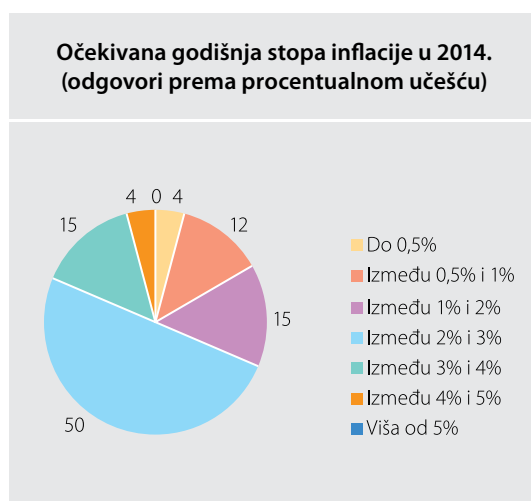


⁶ Jedna banka, iako je odgovorila na anketu, nije imala odgovor na ovo pitanje.

odu se očekuje nepromijenjena stopa inflacije. Što je njegova vrijednost više negativna to su i inflaciona očekivanja niža, a viša pozitivna vrijednost predstavlja viši nivo inflacionih očekivanja. Prema tome, grafik br. 9 pokazuje da inflaciona očekivanja naglo padaju u januaru 2013. godine i sve do kraja godine su, uz neznatne oscilacije, na značajno nižem nivou u odnosu na prethodni period, posebno period posljednjeg kvartala 2012. godine kada su sve banke očekivale rast inflacije. Inflaciona očekivanja u januaru 2014. godine ukazuju na pad inflacije.

2.2. Očekivanja privrede (osim banaka)

Grafik 10



Inflacija

Od ukupnog broja anketiranih privrednih subjekata, najveći broj, 50%, smatra da će se godišnja stopa inflacije kretati između 2% i 3% u 2014. godini. Da će se inflacija kretati u rasponu od 1% do 2% smatra 15%, što je isti procenat onih privrednih subjekata koji smatraju da će inflacija biti između 3% i 4%. Inflaciju između 0,5% i 1% očekuje 12% anketiranih, a 4% očekuje inflaciju do 0,5%. Da će inflacija u 2014. godini biti između 4% i 5% smatra 4% anketiranih, dok ni jedan anketirani privredni subjekat ne misli da će inflacija biti veća od 5%.

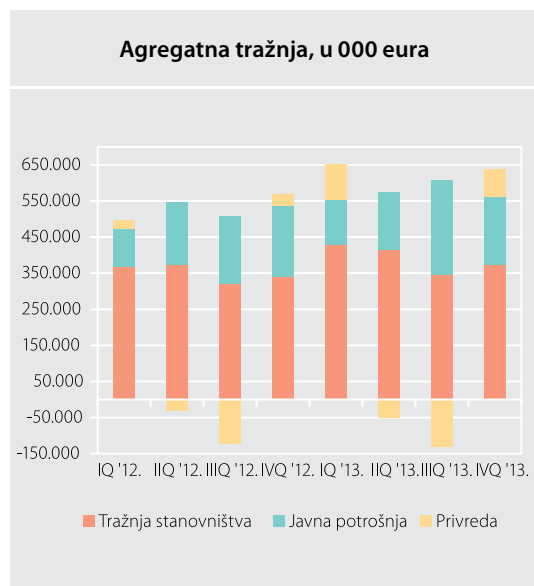
3. DETERMINANTE INFLACIJE

3.1. Tražnja

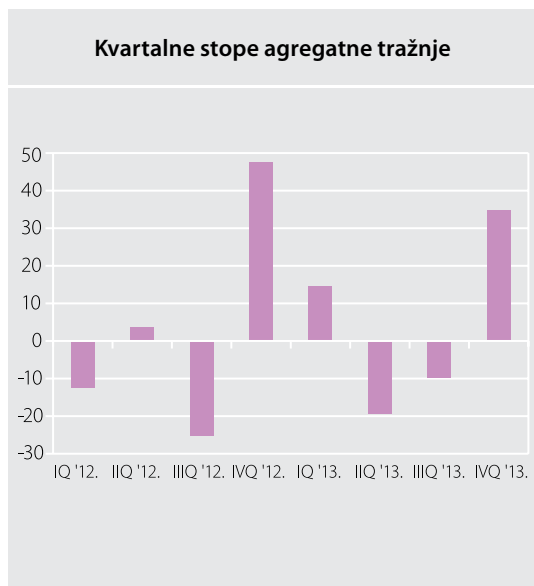
Prema preliminarnim podacima, najviši nivo agregatne tražnje tokom 2013. godine ostvaren je u prvom kvartalu, nakon čega dolazi do pada ukupne tražnje u drugom i trećem kvartalu, odnosno ponovnog rasta u četvrtom kvartalu. Ukupna tražnja u četvrtom kvartalu 2013. godine je viša od nivoa tražnje iz istog kvartala prethodne godine. Gledajući strukturu ukupne tražnje u četvrtom kvartalu 2013. godine, u odnosu na strukturu tražnje iz četvrtog kvartala prethodne godine, učešće tražnje stanovništva i javne potrošnje se smanjilo, dok se komponenta privrede povećala.

Nivo i stopa agregatne tražnje u četvrtom kvartalu 2013. godine viša je od nivoa i stope iz prethodna dva kvartala, ali je nivo tražnje niži od nivoa iz prvog kvartala 2013. godine.

Grafik 11



Grafik 12



Boks 1 – Metodologija računanja agregatne tražnje

U cilju potpunijeg praćenja agregatne tražnje kao determinante inflacije, CBCG je razvila metodologiju za izračunavanje agregatne tražnje. Polazna osnova metodologije je da je agregatna tražnja zbir tražnje tri sektora: lične potrošnje (stanovništvo), investicione potrošnje (privreda) i javne potrošnje. Međutim, imajući u vidu nedostatak velikog broja podataka potrebnih za izračunavanje agregatne tražnje, postojeći podatak o agregatnoj tražnji ne treba tretirati kao pokazatelj tačnog iznosa agregatne tražnje, već kao indikator u kom smjeru se kreće agregatna tražnja. U postojećoj metodologiji nije dostupan niz značajnih podataka poput: investicija privrede, prihoda od prodaje akcija, netržišnih dohodaka, prihoda ostvarenih u sivoj ekonomiji i dr. Metodologija računanja agregatne tražnje je prikazana sljedećom jednačinom:

$$AD = C + I + G$$

C = zbir isplaćenih plata + zbir isplaćenih penzija + isplata stare devizne štednje +
neto kompenzacije stanovništvu – neto štednja stanovništva (štednja – odobreni krediti)

I = neto štednja privrede (depoziti – krediti)

G = javna potrošnja – isplaćene penzije – plate isplaćene iz budžeta – neto štednja države
(depoziti – krediti – državni zapisi)

AD – agregatna tražnja, C – lična potrošnja, I – investiciona potrošnja, G – javna potrošnja

3.1.1. Kretanje plata i ostale raspoložive determinante tražnje

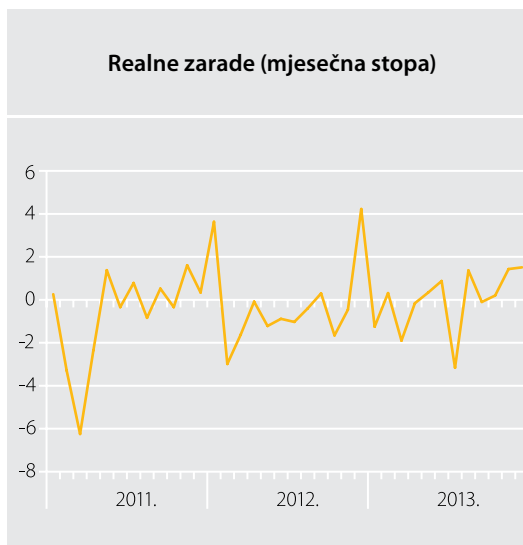
Prosječna zarada u Crnoj Gori u 2013. godini iznosila je 726 eura, dok je prosječna zarada bez poreza i doprinosa iznosila 479 eura. Prosječna zarada je u 2013. godini zabilježila pad od 0,1%, dok je prosječna zarada bez poreza i doprinosa (neto) zabilježila pad od 1,6%. Prosječna neto plata je u 2013. godini realno niža za 3,8% u odnosu na prosječnu neto platu iz 2012. godine.

Grafik 13



Izvor: Monstat

Grafik 14



Izvor: Monstat

Posmatrano po mjesecima, najveći nominalni rast zarada bez poreza i doprinosa zabilježen je u avgustu (1,3%) i decembru (1,5%). Zarade bez poreza i doprinosa su u prva tri mjeseca u kontinuitetu bilježile pad, s tim da je najveći mjesečni pad zabilježen u martu (-1,9%) i julu (-2,5%).

Ako uzmemo u obzir potrošačke cijene, tj. kretanje zarada posmatramo u realnim iznosima, zaključuje se da su realne zarade najveći rast ostvarile u novembru i decembru, dok je najveći realni pad zabilježen u martu i julu.

Kreditiranje sektora stanovništva u 2013. godini obilježio je pozitivan trend. Prosječno mjesečno, krediti ovom sektoru rasli su po stopi od 0,7% (dok je u 2012. godini zabilježen pad po prosječnoj stopi od 0,2%). Na kraju 2013. godine, ukupni krediti i ostala potraživanja banaka od sektora stanovništva iznosila su 881,3 miliona eura, što je za 72,1 milion eura ili 8,9% više nego na kraju 2012. godine.

Prosječna zaduženost sektora stanovništva povećana je u odnosu na prethodnu godinu. Tako je dug *per capita* iznosio 1.421 euro na kraju decembra 2013. godine, i bio je za 116 eura ili 8,9% viši nego na kraju 2012. godine.

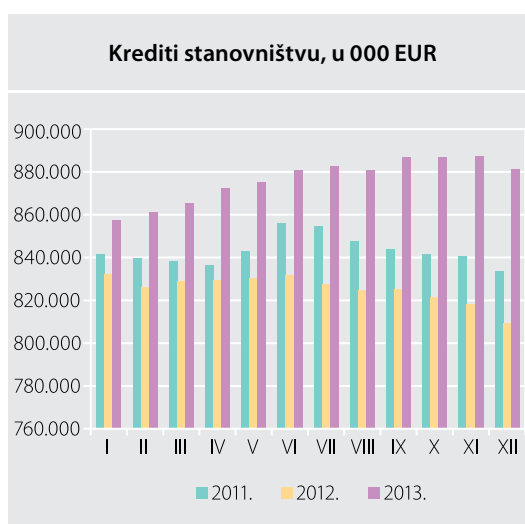
Kredit i ostala potraživanja mikrokreditnih finansijskih institucija od sektora stanovništva iznosili su 34,1 milion eura na kraju 2013. godine i bili su za 5,9 miliona eura ili 20,7% viši nego godinu dana ranije.

Depoziti sektora stanovništva su i tokom 2013. godini imali pretežno rastući trend (izuzev u maju i oktobru) i zabilježili su prosječan mjesečni rast od 0,6% (u 2012. godini zabilježen je prosječan mjesečni rast od 0,9%). Depoziti ovog sektora iznosili su 1.237,5 miliona eura na kraju 2013. godine i bili su za 90,7 miliona eura ili 7,9% viši nego na kraju 2012. godine.

Koeficijent krediti i ostala potraživanja/depoziti za ovaj sektor iznosio je 0,71 na kraju 2013. godine i bio na istom nivou kao na kraju prethodne godine. Sektor stanovništva je na kraju 2013. godine ostvario neto štednju u ukupnom iznosu od 356,2 miliona eura, koja je za 18,5 miliona eura ili 5,5% viša nego na kraju 2012. godine.

Statistika platnog bilansa pokazuje da je u 2013, u odnosu na 2012. godinu, došlo do porasta prili-

Grafik 15

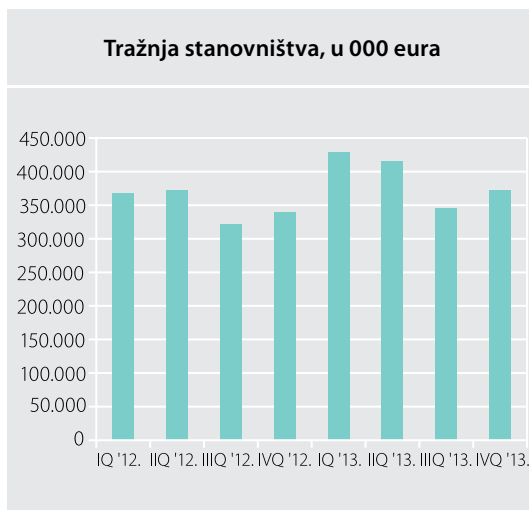


Grafik 16



Izvor: CBCG

Grafik 17



va novčanih sredstava po osnovu doznaka iz inostranstva u korist domaćih fizičkih lica, kao i po osnovu plata i nadoknada zaposlenih.

Prema preliminarnim pokazateljima, ukupna tražnja sektora stanovništva u četvrtom kvartalu 2013. godine je bila viša u odnosu na nivo tražnje iz istog kvartala prethodne godine, kao i u odnosu na nivo tražnje iz trećeg kvartala 2013. godine, dok je u odnosu na tražnju iz prvog i drugog kvartala 2013. godine nivo nešto niži.

3.1.2. Tražnja javnog sektora

Javne finansije Crne Gore⁷

Javna potrošnja u 2013. godini, prema procjeni Ministarstva finansija, ostvarena je u iznosu od 1.508,5 miliona eura ili 45,2% procijenjenog BDP-a⁸ za 2013. godinu. U poređenju sa prethodnom godinom, javna potrošnja bila je veća za 1%. Ostvareni nivo javne potrošnje finansiran je prihodima od poreza u iznosu od 863,5 miliona eura, doprinosa 398,5 miliona eura, naknada 68,2 miliona eura, taksi 33,2 miliona eura, ostalih prihoda 49,7 miliona eura i primicima od otplate kredita u iznosu od 7,5 miliona eura.

Tekuća javna potrošnja (javna potrošnja umanjena za kapitalne izdatke) iznosila je 1.399,5 miliona eura ili 42% BDP-a i veća je u odnosu na isti period 2012. godine za 2,2%, dok je kapitalni budžet iznosio 108,9 miliona eura ili 3,3% BDP-a.

U strukturi javnih izdataka, prema ekonomskoj klasifikaciji pojedinačno, najveće učešće ostvarili su tekući izdaci (44%), zatim transferi (40,3%), kapitalni izdaci (7,2%), dok se 8,5% odnosilo na ostale izdatke.

Javni prihodi procijenjeni su u iznosu od 1.420,6 miliona eura ili 42,6% procijenjenog BDP-a, i bili su za 9,3% veći u odnosu na isti period 2012. godine. U strukturi javnih prihoda, i dalje su dominantni prihodi od poreza sa učešćem od 60,8%, kao i prihodi od doprinosa (28%), dok svi ostali prihodi učestvuju sa 11,2%.

⁷ Strukturu javnih finansija čine budžet Crne Gore sa državnim fondovima (Fondom penzijskog i invalidskog osiguranja, Fondom zdravstvenog osiguranja, Fondom za obeštećenje, Zavodom za zapošljavanje i Fondom rada) i budžeti lokalne samouprave (Prijestonica Cetinje, Glavni grad Podgorica i 19 opština).

⁸ Procijenjeni BDP za 2013. godinu iznosi 3.335,9 miliona eura.

U 2013. godini, prema podacima Ministarstva finansija, ostvaren je *deficit javne potrošnje* u iznosu od 87,9 miliona eura.

Budžet Crne Gore

Budžet Crne Gore je u 2013. godini, prema preliminarnim podacima Ministarstva finansija, ostvario ukupne primitke⁹ u iznosu od 1.587,1 milion eura.

Izvorni prihodi iznosili su 1.235,2 miliona eura ili 37% projektovanog BDP-a, i u odnosu na plan zabilježili su rast od 6,3%, a u poređenju sa istim periodom 2012. godine izvorni prihodi budžeta bili su veći za 10,2%. U strukturi izvornih prihoda najveće učešće od 61,2% ostvarili su prihodi od poreza, zatim doprinosi 32,2%, ostali prihodi 2,7%, takse 2,2%, naknade 1,1% i primici od otplate odobrenih kredita 0,6%.

Prihodi po osnovu poreza iznosili su 755,7 miliona eura i ostvarili su rast od 7,9% u odnosu na plan, dok su u odnosu na isti period prethodne godine bili veći za 9,9%. Pojedinačno posmatrano, samo su porez na dohodak fizičkih lica, porez na dodatu vrijednost, akcize i ostali republički porezi ostvareni iznad plana, dok je kod svih ostalih poreskih prihoda ostvarenje niže u odnosu na plan za 2013. godinu. Porez na dodatu vrijednost iznosio je 429,2 miliona eura i nominalno je porastao u odnosu na prethodnu godinu za 74,5 miliona eura ili 21%. Ovaj rast prihoda od PDV-a rezultat je primjene mjera za suzbijanje sive ekonomije, kao i primjene više stope PDV-a sa 17% na 19%. Rast je ostvaren i kod akciza, i to u iznosu od 9,7 miliona eura ili 6,4%, a objašnjava se postepenim povećanjem akciznih stopa u 2013. godini. Takođe, povećana je naplata poreza na dohodak fizičkih lica za 13,4 miliona eura ili 16,2% u odnosu na 2012. godinu. Prihodi po osnovu doprinosa iznosili su 398,5 miliona eura i bili su veći za 3,7% u odnosu na plan za 2013. godinu, a u odnosu na isti period prethodne godine veći su za 10%.

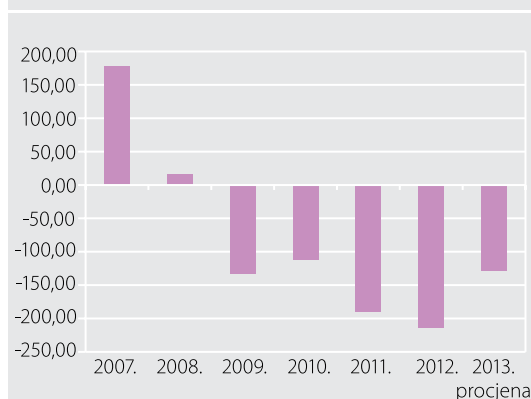
Konsolidovani izdaci budžeta u 2013. godini iznosili su 1.363,5 miliona eura, što čini 40,9% BDP-a. Ostvareni izdaci u odnosu na 2012. godinu zabilježili su rast od 2,2%, a u odnosu na planirane bili su veći za 8,5%. Tekući izdaci u posmatranom periodu iznosili su 600,3 miliona eura i bili su veći od planiranih za 1,3%.

Kapitalni budžet iznosio je 61,8 miliona eura ili 1,9% BDP-a.

Deficit budžeta Crne Gore procijenjen je na 128,3 miliona eura ili 3,8% BDP-a.

Grafik 18

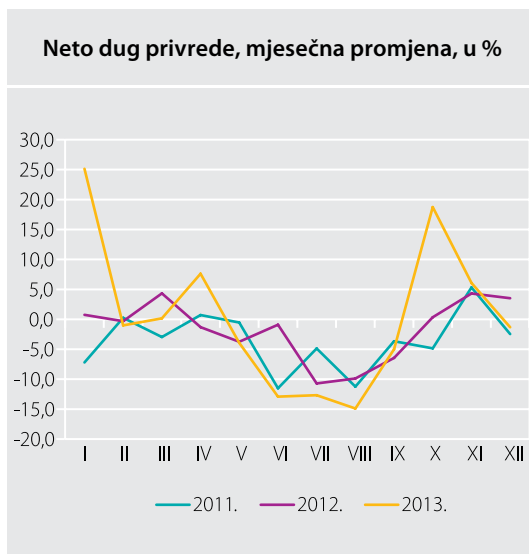
Budžetski suficit/deficit u periodu 2007–2013, u milionima eura



Izvor: Ministarstvo finansija

⁹ Primici uključuju izvorne prihode (direktne i indirektne poreze i neporeske prihode), pozajmice, donacije i prihode od privatizacije i prodaje imovine.

Grafik 19



3.1.3. Privreda

Usljed odsustva podataka o investicijama privrede, kao aproksimaciju možemo koristiti neto zaduženost privrede.

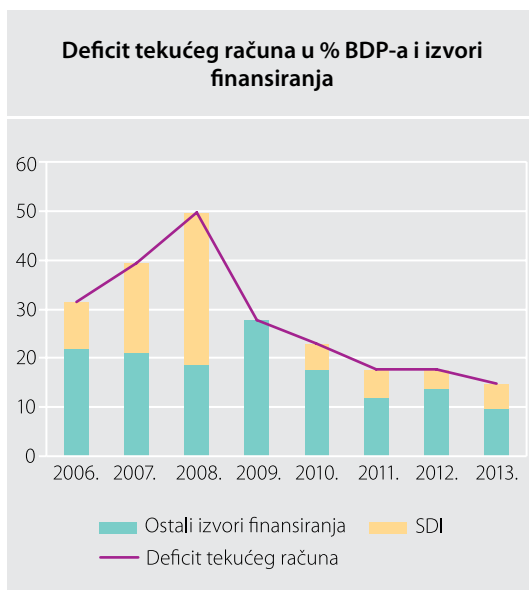
Kredit i ostala potraživanja banaka od sektora privrede su tokom 2013. godine bila znatno iznad depozita privrede, stoga je ovaj sektor i u 2013. godini bio neto dužnik. Neto dug sektora privrede iznosio je 395,9 miliona eura, i bio je za osam miliona eura ili 2% niži nego na kraju 2012. godine. U strukturi kredita i ostalih potraživanja od ovog sektora, na kraju 2013. godine dominirali su dugoročni krediti sa 72,1%, što ukazuje na to da su se krediti privredi dominantno koristili za povećanje obima ekonomske aktivnosti.

3.1.4. Eksterna tražnja i tekući račun platnog bilansa

Tokom 2013. godine zabilježen je manji deficit tekućeg računa platnog bilansa u poređenju sa prethodnom godinom. Smanjenje deficita je rezultat pada spoljnotrgovinskog deficita i pozitivnih kretanja na ostalim podračunima tekućeg računa. Prema preliminarnim podacima, deficit tekućeg računa je iznosio 14,6% BDP-a, što je za 17% manje nego u 2012. godini. Povećanje izvoza roba i usluga, kao i pad uvoza, pozitivno su uticali na ukupan saldo tekućeg računa. Finasiranje deficita većim dijelom

se obezbjeđuje iz stranih direktnih investicija i portfolio investicija, kroz emisiju obveznica na međunarodnom tržištu.

Grafik 20



Izvor: CBCG

U robnoj razmjeni sa inostranstvom evidentan je i dalje visok nivo uvozne zavisnosti. Učešće uvoza robe u BDP-u u 2013. godini, prema preliminarnim podacima, iznosilo je 51,9%, što je rezultiralo i dalje visokim spoljnotrgovinskim deficitom od 40% BDP-a. Pad spoljnotrgovinskog deficita za 4,3% rezultat je povećanja izvoza roba, uz istovremeno smanjenje uvoza. U 2013. godini vrijednost robnog izvoza je povećana za 2,8% i njegovo učešće u BDP-u iznosilo je 12,1%. Na takvo kretanje izvoza najviše je uticao rast izvoza električne energije, koji je iznosio 95,6 miliona eura i činio je četvrtinu ukupnog crnogorskog izvoza. Uvoz je u 2013. godini smanjen za 2,7%, pri čemu je najvišesmanjena vrijednost uvoza električne energije (za 48,9%) i nafte i naftnih derivata (za 10,8%).

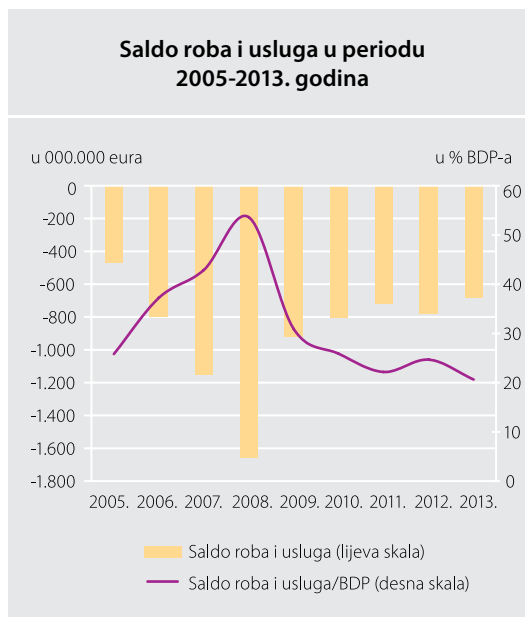
Cijene uvoznih industrijskih proizvoda su u 2013. godini bile niže za 1,4%¹⁰ u poređenju sa prethodnom godinom.

Pozitivna kretanja su zabilježena na računu usluga, što je rezultiralo suficitom u iznosu od 646,8 miliona eura ili 19,4% BDP-a, odnosno 5,6% više nego u 2012. godini. Porast turističkog prometa nastavljen je i u 2013. godini, što je u najvećem dijelu doprinijelo ostvarenju suficita na računu usluga. Veća turistička tražnja u 2013. godini rezultirala je povećanjem prihoda od putovanja - turizma za 3,5% u poređenju sa prethodnom godinom. Saldo na računu roba i usluga bio je negativan i iznosio je 20,5% BDP-a, što je za četiri procentna poena manje nego u 2012. godini.

I u ovoj godini evidentan je stabilan rast dohoda i transfera iz inostranstva. Ukupan priliv po osnovu faktorskih dohodaka iznosio je 212,7 miliona eura ili 6,4% BDP-a, što je za 3,1% više nego u 2012. godini, dok je priliv tekućih transfera iznosio 184 miliona eura, odnosno 5,5% BDP-a ili 2,4% više.

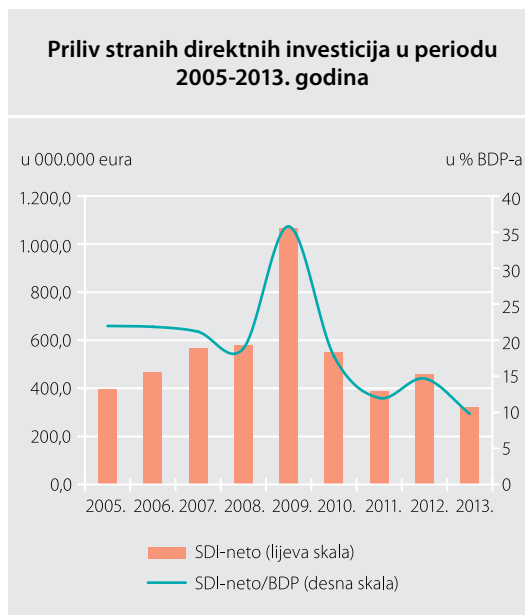
U 2013. godini zabilježeno je smanjenje priliva SDI. Prema preliminarnim podacima, neto priliv stranih direktnih investicija iznosio je 323,9 miliona eura, što predstavlja pad od 29,8% u poređenju sa prethodnom godinom. Ukupan priliv po osnovu stranih direktnih investicija iznosio je 479,2 miliona eura, od čega se na ulaganja u kompanije i banke odnosilo 15,9%, ulaganja u nekretnine 42,2% i interkompanijski dug 39,4%.

Grafik 21



Izvor: CBCG i Monstat

Grafik 22



Izvor: CBCG

¹⁰ Izvor: Saopštenje: Indeksi cijena industrijskih proizvoda iz uvoza u Crnoj Gori, decembar 2013. godine, Monstat

3.2. Ponuda i proizvodnja

Industrijska proizvodnja je u 2013. godini u odnosu na prethodnu godinu zabilježila rast od 10,6%¹¹. Rast proizvodnje od 38,7% zabilježen je u sektoru snabdijevanja električnom energijom, gasom i parom, dok je pad proizvodnje od 1,4% zabilježen u sektoru vađenja ruda i kamena i od 5% sektoru prerađivačke industrije. Posmatrajući mjesečne podatke o kretanju industrijske proizvodnje, najveći mjesečni rast ostvaren je u novembru (27,6%), a najveći pad u maju (-20,7%).

Grafik 23



Izvor: Monstat

Crnu Goru je u 2013. godini posjetilo 1.492.006 turista, što predstavlja rast od 3,6% u odnosu na prethodnu godinu. Broj dolazaka domaćih turista smanjen je za 4,4%, a stranih povećan za 4,8%. Ostvareno je 9.411.943 noćenja, što je za 2,8% više nego u prethodnoj godini.

Ukupna **proizvodnja šumskih sortimenata** u 2013. godini iznosila je 255,6 hiljada m³ šumskih sortimenata, što je za 9,7 %¹² više nego u 2012. godini, a rezultat je izuzetno niske osnovice u januaru 2012. godine, odnosno, nepostojanja proizvodnje u februaru iste godine.

Prema preliminarnim podacima Monstata, ukupna vrijednost izvršenih **građevinskih radova** tokom 2013. godine iznosila je 269,7 miliona eura i bila je viša za 9,7% u odnosu na isti period prethodne godine, a mjerena efektivnim časovima rada povećana je za 31,5 %.

Prevoz putnika na aerodromima u 2013. godini povećan je za 14,1%, u drumskom saobraćaju prevezeno je 8,6% više putnika, dok je u željezničkom broj prevezenih putnika veći za 18,1%.

U 2013. godini, prevoz robe u vazdušnom saobraćaju veći je za 0,3%, u drumskom je povećan za 71,9%¹³ (u hiljadama tona) u odnosu na prethodnu godinu, dok je u željezničkom saobraćaju, prevoz robe povećan za 53,6% (u hiljadama tona).

Ukupni promet u lukama u 2013. godini iznosio je 1,3 miliona tona, i bio je veći za 5,5% u poređenju sa prometom iz prethodne godine, pri čemu je izvoz povećan za 43,3%, a uvoz smanjen za 16,3%.

¹¹ Pokazatelj preko stope period na period, dok je godišnji rast (decembar 2013. na decembar 2012) iznosio 14,5%.

¹² Iskazano ponderisanim indeksom, a neponderisanim je proizvodnja veća za 6,1% za isti period.

¹³ Prevoz robe u drumskom saobraćaju u tonskim kilometrima smanjen je za 12%, a u željezničkom izražen u tonskim kilometrima povećan za 42,8%.

4. MONETARNA POLITIKA

Centralna banka Crne Gore je odgovorna za monetarnu politiku, podsticanje i očuvanje stabilnosti finansijskog sistema, uključujući podsticanje i održavanje zdravog bankarskog sistema i sigurnog i efikasnog platnog prometa. Jedan od osnovnih ciljeva monetarne politike Centralne banke je da doprinosi postizanju i održavanju stabilnosti cijena u zemlji.

Zakonom o Centralnoj banci Crne Gore („Sl. list Crne Gore“, br. 40/10, 46/10, 6/13) propisano je da su osnovni instrumenti monetarne politike Centralne banke operacije na otvorenom tržištu, kreditni poslovi, kreditor u krajnjoj instanci i obavezna rezerva. Međutim, treba konstatovati da svi raspoloživi instrumenti monetarne politike Centralne banke Crne Gore imaju veoma ograničeno dejstvo kada je u pitanju kretanje inflacije.

Na kraju 2013. godine je donesena Odluka o izmjenama Odluke o obaveznoj rezervi banaka kod Centralne banke Crne Gore („Sl. list Crne Gore“, br. 57/13). Ovom Odlukom bankama je omogućeno da do 30% obavezne rezerve izdvajaju i drže u obliku državnih zapisa ročnosti do 182 dana koje je emitovala Crna Gora, dok 13% obavezne rezerve banke mogu izdvojiti i držati u obliku državnih zapisa ročnosti do 91 dan. Dopunom Odluke, takođe, predviđeno je da Centralna banka na 7% izdvojene obavezne rezerve mjesečno plaća bankama naknadu obračunatu po EONIA stopi umanjenoj za 10 baznih poena na godišnjem nivou, s tim da ova stopa ne može biti manja od nule. Mogućnost da do 30% obavezne rezerve izdvajaju i drže u obliku državnih zapisa ročnosti do 182 dana i 13% obavezne rezerve u obliku državnih zapisa ročnosti do 91 dan, banke će imati do 31.12.2014. godine.

4.1. Mjere monetarne politike za suzbijanje inflacije

Tokom 2013. godine Centralna banka Crne Gore nije preduzimala monetarne mjere u bilo kom obliku sa ciljem suzbijanja inflacije.

5. PROGNOZA INFLACIJE ZA 2014. GODINU

5.1. Modelska procjena

Grafik fena („fan chart“) inflacije Crne Gore predstavlja grafički prikaz distribucije vjerovatnoća prognoze kretanja stope inflacije, izražene preko indeksa potrošačkih cijena. U tom pravcu, umjesto određivanja konkretnih tačaka, „fan chartom“ se preko distribucije vjerovatnoća, u obzir uzimaju i potencijalni rizici i neizvjesnosti, koji bi u narednom periodu mogli uticati na kretanje inflacije. Sama svrha „fan charta“ je upravo da ukaže i uzme u obzir neizvjesnost koja postoji u realnim tokovima ekonomije, a koja se posljedično reflektuje u kretanju stope inflacije (rast cijena hrane i energenata, povećanje smanjenje spoljnotrgovinskog deficita i dr.).

„Fan Chart“ Crne Gore za 2014. godinu baziran je na tri procijenjena sastavna dijela:

1. **Vrijednosti centralne projekcije** - vrijednosti centralne projekcije „Fan Charta“ izvedene su iz ARIMA modela;
2. **Nivo neizvjesnosti** – nivo neizvjesnosti određuje širinu „Fan Charta“. Koeficijenti nivoa neizvjesnosti dobijeni su analitičkom procjenom i kalkulacijom relativnog uticaja potencijalnih internih i eksternih šokova, koji su mogući u crnogorskoj ekonomiji tokom 2014. godine, a koji se očitavaju kroz „debljinu“ raspona oko centralne projekcije.
3. **Zakrivljenost „Fan charta“** - na osnovu nivoa zakrivljenosti distribucije projekcije inflacije, Fan Chart se prilagođava prognozi, u smislu da li su vrijednosti centralne projekcije „precijenile“ ili „potcijenile“ kretanje stope inflacije. U tom pravcu će zavisi i pozicija srednje vrijednosti distribucije inflacije.

Centralna projekcija „Fan charta“ - ARIMA model za 2014. godinu

U cilju izrade „Fan charta“, razvijen je ARIMA (autoregresivni integrisani model sa pokretnim prosjecima) model vremenske serije inflacije Crne Gore izražene preko indeksa potrošačkih cijena¹⁴.

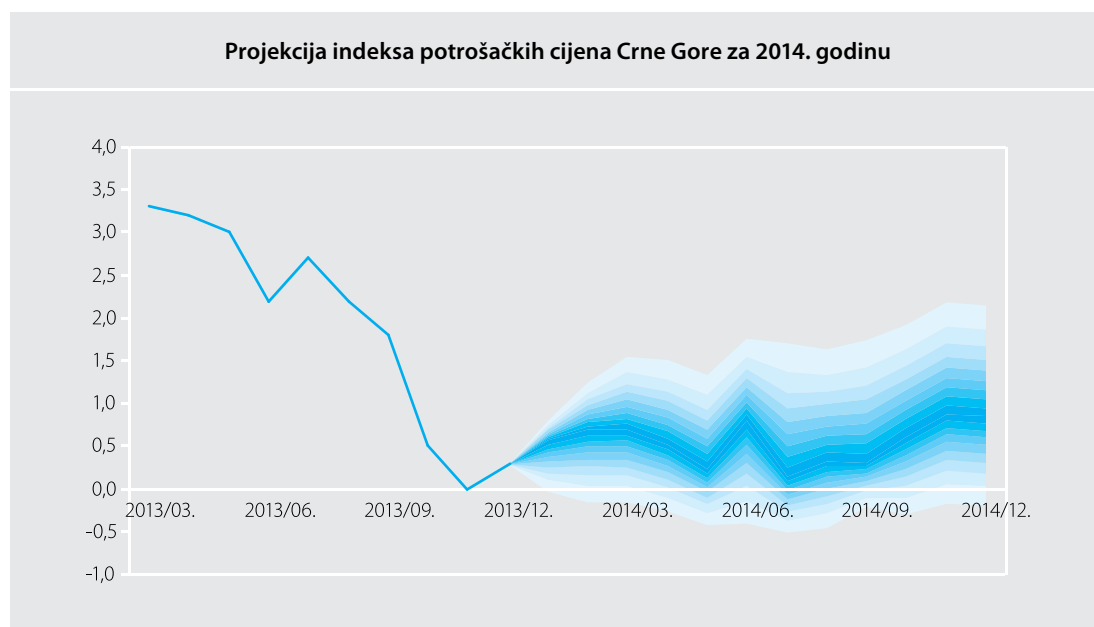
¹⁴ Detaljno objašnjenje ARIMA modela Crne Gore predstavljeno je u radnoj studiji Centralne banke br. 11 „Prognoziranje inflacije: Empirijsko istraživanje kretanja indeksa cijena na malo Crne Gore za 2007. godinu - primjena ARIMA modela“.

ARIMA model je iskorišćen za potrebe kratkoročne prognoze (12 mjeseci), pri čemu je napravljena iteracija od nekoliko ARIMA modela, koji su rangirani sa stanovišta njihove efikasnosti i kvalititeta dijagnostike. Odabrani ARIMA model, ARIMA (8,1,16)¹⁵ ima dovoljan nivo pouzdanosti za potrebe prognoze.

Vrijednost projekcija na mjesečnom nivou iskorišćena je za vrijednosti centralne projekcije „fan charta“ indeksa potrošačkih cijena za 2014. godinu. Dobijene vrijednosti predstavljaju modu distribucije, odnosno vrijednosti sa najvećom frekvencijom u distribuciji ove vremenske serije.

Srednja vrijednost dobijenog modela je 0,6. Vrijednost koeficijenta asimetričnosti varira u rasponu od 0,5 do 1,2, a vrijednost standardne devijacije iznosi 0,3. Centralni raspon smješten je, uglavnom, u donjem dijelu distribucije, odnosno odgovarajući raspon neizvjesnosti koncentrisan je prema višim nivoima inflacije, koji se na grafikonu reflektuju iznad centralnog „najplavlje“ raspona. „Fan chartom“ je objašnjeno (predstavljeno) 90% vjerovatnoće distribucije inflacije. Centralna projekcija se obično nalazi u najtamnijem dijelu „fan charta“, odnosno centralnih 10% vjerovatnoće.¹⁶ „Fan chart“ ima po osam slojeva sa svake strane, različitih boja, iznad i ispod centralnog sloja, pri čemu svaki sloj iste boje, u zbiru, iznad i ispod centralnog benda, kumulativno objašnjava narednih 10% vjerovatnoće kretanja inflacije. Kako neizvjesnost tokom vremena raste, to „fan chart“ postaje sve širi.

Grafik 24



Izvor: CBCG, 2014.

¹⁵ ARIMA model se obično označava ARIMA (p,d,q), gdje p predstavlja broj autoregresivnih varijabli, d se odnosi na nivo stacionarnosti zavisne varijable, dok q predstavlja broj varijabli, pokretnih prosjeka, koji se nalaze u odgovarajućem modelu.

¹⁶ Obično se vrijednosti mode (centralne projekcije) nalaze u najtamnijem bendu, međutim, ukoliko postoji značajan nivo rizika, tada se može desiti da centralna projekcija ne obuhvata ni jednu od ovih vrijednosti. (Britton, E, Fisher, P.G. and Whitley, J.D. (1998), *The Inflation Report projections: Understanding the Fan Chart*, Bank of England, Quarterly Bulletin, 38, pp. 30–37.)

„Fan chart“ inflacije Crne Gore, baziran na procjeni ARIMA modela za 2014. godinu, pokazuje da će se, sa vjerovatnoćom od 90%, inflacija, mjerena preko indeksa potrošačkih cijena, u zavisnosti od mjeseca, kretati u intervalu od -0,5% do 2,2%. Pritom se za kraj 2014. godine projektuje inflacija u rasponu -0,19% do 2,2%. Centralna projekcija „fan charta“ (koja se odnosi na najtamniji dio grafika), predstavlja raspon vjerovatnoće od 10% (grafik br. 24).

Polazne osnove prognoze inflacije za 2014. godinu (nominalni godišnji rast) su:

1. Pored pretpostavki međunarodnih institucija da neće doći do značajnijeg rasta cijena hrane, u modelskoj projekciji inflacije pretpostavili smo sezonske oscilacije poljoprivrednih proizvoda;
2. Iako se pretpostavlja da cijene nafte i naftnih derivata neće rasti u 2014. godini, ipak, zbog geopolitičkih tenzija pretpostavili smo rast cijena nafte i naftnih derivata od 5%;
3. Imajući u vidu neizvjesnost vremenskih prilika, pretpostavljen je rast cijena električne energije do 5%;
4. Realne zarade u 2014. godini će biti na nivou iz 2013. godine;
5. Nastavak stagnacije i blagi pad cijena nekretnina,
6. Nije pretpostavljen rast PDV-a, kao ni drugih poreskih opterećenja.

Razumljivo, promjene neke od navedenih pretpostavki zahtijevale bi korekciju prognoze.

5.2. Ekspertska procjena

Imajući u vidu nedovoljan nivo pouzdanosti statističkih podataka, nedovoljno dugačke vremenske serije, kao i često prisustvo jednokratnih šokova, CBCG modelsku procjenu dopunjava i ekspertskom procjenom kretanja inflacije.

Evidentno je da je u 2013. godini bio prisutan dezinflacioni trend, kao rezultat visokog nivoa inflacije u 2012. godini, opadanja kupovne moći stanovništva, ali i odsustva eksternih cjenovnih šokova (stabilan nivo cijena hrane i energenata).

Nivo agregatne tražnje u četvrtom kvartalu je u porastu u odnosu na prethodni kvartal, ali je niži u odnosu na prvi kvartal 2013. godine. Imajući u vidu i dalje nisku kupovnu moć sektora stanovništva (i pritom, naročito, očekivanu stagnaciju realnih zarada) smatramo da ne treba očekivati pristiske sa strane agregatne tražnje na rast cijena.

Takođe, i na globalnom nivou će i dalje biti prisutan usporen ekonomski rast, tako da ni sa ovog nivoa ne treba očekivati pritiske na rast cijena. Konjunktorni indikator ukazuje na opadajuća inflaciona očekivanja, a najveći broj anketiranih banaka očekuje stopu inflacije u rasponu od 2% do 3%. Potpuno isto očekivanje, kada je u pitanju inflacija, imaju i anketirani privrednici.

Procijenjena stopa rasta BDP-a u 2013. godini je iznosila 3,5% i sličan rast možemo očekivati i u 2014. godini, što će takođe uticati antiinflatorno. Stoga smatramo da u 2014. godini neće biti prisutni inflacioni pritisci.

I modelska procjena inflacije ukazuje na opadanje stope inflacije. „Fan chart“ inflacije Crne Gore, baziran na procjeni ARIMA modela za 2014. godinu, pokazuje da će, sa vjerovatnoćom od 90%, inflacija na kraju 2014. godine biti u rasponu -0,19% do 2,2%. Njoj je vrlo slična i naša ekspertska procjena prema kojoj će inflacija u 2014. godini biti u rasponu od 0% do 3%. Međutim, kao što je i fan chart zakrivljen ka nižim nivoima inflacije, tako i naša ekspertska procjena nije simetrična, već se centralna (realna) projekcija nalazi bliže donjem pragu očekivane stope inflacije.

Tabela 3

Očekivana stopa inflacije na kraju 2014. godine		
Optimistička procjena	Realna procjena	Pesimistička procjena
0%	1%	3%

Ova procjena se bazira na istim pretpostavkama kao i modelska procjena. Odstupanje nekog od parametara koji su korišćeni prilikom ove prognoze zahtijevalo bi i reviziju procjene.

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

338.5

IZVJEŠTAJ o stabilnosti cijena u 2013. godini. - 2010- . - Podgorica (Bulevar Sv. Petra Cetinjskog br. 6) : Centralna banka Crne Gore, 2014 (Podgorica: DPC d.o.o.). - 28 cm

Godišnje

ISSN 1800-8895 = Izvještaj o stabilnosti cijena u ... godini

COBISS.CG-ID 18006544



CENTRALNA BANKA
CRNE GORE



Izvještaj o stabilnosti finansijskog sistema

2013

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 ADRESA:	http://www.cbcg.me
SAVJET CENTRALNE BANKE:	Mr Milojica Dakić, guverner Dr Velibor Milošević, viceguverner Dr Nikola Fabris, viceguverner Asim Telačević Dr Milivoje Radović Dr Milorad Jovović Dr Srđa Božović
GRAFIČKA PRIPREMA:	Andrijana Vujović Nikola Nikolić
LEKTURA:	Bojana Šupeljak
ŠTAMPA:	DPC d.o.o. Podgorica
TIRAŽ:	200 primjeraka

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

SPISAK UPOTRIJEBLJENIH SKRAĆENICA

ARIMA model	Autoregressive integrated moving average model – Autoregresioni modeli pokretnih prosjeka za integrisane vremenske serije
AED	Dirham, valuta Ujedinjenih Arapskih Emirata
BDP	Bruto domaći proizvod
CBCG	Centralna banka Crne Gore
CDS	Credit default swap – osiguranje od kreditnog rizika
CHF	Švajcarski franak
DNS	Deferred net settlement – neto poravnanje u odloženom vremenu
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development – Evropska banka za obnovu i razvoj
ECB	Evropska centralna banka
EIB	European Investment Bank – Evropska investiciona banka
EMU	Ekonomska i monetarna unija
EONIA	Euro overnight index average – prosječna prekonoćna eurska stopa
EPCG	Elektroprivreda Crne Gore
EU	Evropska unija
EUR	Euro
EURIBOR	Euro interbank offered rate – eurska međubankarska stopa
FED	Federalne rezerve
GBP	Britanska funta
(H)IPC	(Harmonizovani) Indeks potrošačkih cijena
JPY	Japanski jen
KAP	Kombinat aluminijuma Podgorica
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau – Njemačka razvojna banka
LFS	Labour force survey – anketa o radnoj snazi
LIBOR	London interbank offered rate – londonska međubankarska stopa
MF	Ministarstvo finansija
MFI	Mikrokreditna finansijska institucija
MMF	Međunarodni monetarni fond
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NOK	Norveška kruna
PDV	Porez na dodatu vrijednost
PIO	Penzijsko i invalidsko osiguranje
PPP	Purchasing power parity – paritet kupovne moći
RESET	Regression equation specification error test – test za grešku specifikacije regresione jednačine
ROAA	Return on average assets – povraćaj na prosječnu aktivu
ROAE	Return on average equity – povraćaj na prosječni kapital
RTGS	Real time gross settlement – bruto poravnanje u realnom vremenu
SAD	Sjedinjene Američke Države
SDI	Strane direktne investicije
SL CG	Službeni list Crne Gore
UK	Ujedinjeno Kraljevstvo
USD	Američki dolar
VIF	Variance inflation factor – faktor inflacije varijanse
VTB	Vneshtorgbank
WIIW	Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche – Bečki institut za međunarodne ekonomske studije
ZZZ	Zavod za zapošljavanje

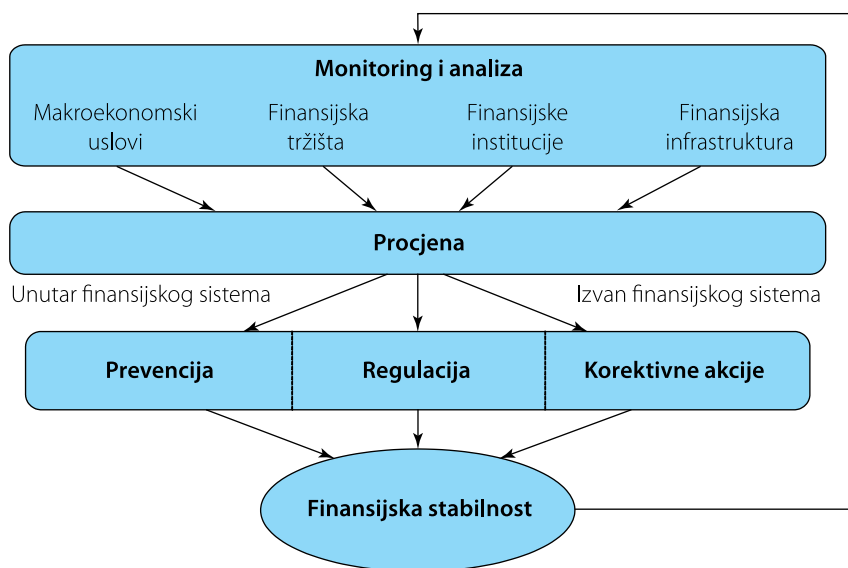
SADRŽAJ

UVODNE NAPOMENE	7
1. MEĐUNARODNO OKRUŽENJE	9
1.1. Pregled makroekonomskih kretanja	9
2. MAKROEKONOMSKA KRETANJA U ZEMLJI	23
2.1. Kretanje ekonomske aktivnosti	23
2.2. Inflacija	29
2.3. Budžetski deficit/suficit	32
2.4. Državni dug	35
2.5. Platni bilans	39
2.6. Tržište nekretnina	41
3. FINANSIJSKI SISTEM	47
3.1. Bankarski sistem	47
3.1.1. Kreditni rizik	50
3.1.2. Upravljanje rizikom likvidnosti	53
3.1.3. Upravljanje tržišnim rizicima	55
3.1.4. Kapital bankarskog sektora	56
3.1.5. Profitabilnost bankarskog sektora	57
3.1.6. Kamatne stope	59
3.2. Mikrokreditne finansijske institucije	61
3.3. Tržište kapitala	62
3.4. Sektor osiguranja	64
4. FINANSIJSKA INFRASTRUKTURA	67
4.1. Platni sistem	67
4.2. Regulatorni kreditni registar	69
5. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA	71
5.1. Politike za očuvanje finansijske stabilnosti	76

UVODNE NAPOMENE

Finansijska stabilnost je osnovni preduslov razvoja svake ekonomije. U suštini, pristup finansijskoj stabilnosti podrazumijeva da kreatori monetarne politike analiziraju i mjerama monetarne i ekonomske politike sprečavaju sve one pojave koje mogu predstavljati prijetnju finansijskoj stabilnosti. Ovaj pristup obično podrazumijeva dvije dimenzije finansijske stabilnosti: mikrodimeziju, koja posmatra rizike s aspekta pojedinačnih finansijskih institucija, i makrodimeziju, koja posmatra rizike s aspekta cjelokupnog finansijskog sistema. Cilj ovog dvodimenzionalnog pristupa jeste da se dobro procijeni sistemski rizik, odnosno rizik da se problemi nelikvidnosti ili solventnosti sa nivoa pojedinačne institucije prošire na čitav sistem. U osnovi, pristup finansijskoj stabilnosti, koji primjenjuje i CBCG, može se prikazati preko sljedeće šeme.

Šema 1: Okvir za očuvanje finansijske stabilnosti



Izvor: Schinasi, G., 2005, „Preserving Financial Stability“

Da bi se ostvarila finansijska stabilnost, neophodno je identifikovati potencijalne rizike, prije nego što se oni pojave i dovedu do krize ili problema u funkcionisanju finansijskog tržišta. To podrazumijeva vođenje preventivnih i vremenski dobro dimenzioniranih politika. Naravno, cilj ne može biti da se spriječi pojava svih potencijalnih problema na finansijskom tržištu, jer je nemoguće upravljati svim rizicima i neizvjesnostima, a takođe, ne postoji nijedno tržište koje nije prošlo kroz fluktuacije ili turbulencije. Stoga treba težiti minimiziranju najvećih rizika i obezbjeđivanju vitalnosti sistema kada se pojave krizne situacije. Upravo je osnovni cilj Izvještaja o stabilnosti finansijskog sistema i akcija koje na tom planu preduzima CBCG, preventivno djelovanje i identifikovanje najznačajnijih rizika prije nego što se materijalizuju.

1. MEĐUNARODNO OKRUŽENJE

1.1. Pregled makroekonomskih kretanja

Neznatno sporijim tempom u odnosu na 2012, svjetska ekonomija je nastavila sa rastom i u 2013. godini, zabilježivši stopu rasta od 3% (naspram 3,1% u 2012)¹. Rast je bio relativno neujednačen i tokom 2013, pa tako MMF procjenjuje da su napredne ekonomije rasle po stopi od 1,3%, a ekonomije u usponu/razvoju po stopi od 4,7%. Procjena je i da je obim trgovine roba i usluga u svijetu ostvario rast tokom 2013, i to od 2,7% (takođe 2,7% u 2012).

Tabela 1.1

Pregled glavnih globalnih indikatora, godina na godinu, %						
Indikator	2012.	2013.	Prognoza		Razlike u odnosu na prognoze iz oktobra 2013, p.p.	
			2014.	2015.	2014.	2015.
Rast BDP-a						
Svijet	3,1	3,0	3,7	3,9	0,1	0,0
Napredne ekonomije	1,4	1,3	2,2	2,3	0,2	-0,2
Ekonomije u usponu/razvoju	4,9	4,7	5,1	5,4	0,0	0,1
SAD	2,8	1,9	2,8	3,0	0,2	-0,4
Eurozona	-0,7	-0,4	1,0	1,4	0,1	0,1
Njemačka	0,9	0,5	1,6	1,4	0,2	0,1
Francuska	0,0	0,2	0,9	1,5	0,0	0,0
Italija	-2,5	-1,8	0,6	1,1	-0,1	0,1
Španija	-1,6	-1,2	0,6	0,8	0,4	0,3
Japan	1,4	1,7	1,7	1,0	0,4	-0,2
UK	0,3	1,7	2,4	2,2	0,6	0,2
Kanada	1,7	1,7	2,2	2,4	0,1	-0,1
Napredne ekonomije van G7 i Eurozone	1,9	2,2	3,0	3,2	-0,1	-0,1
Centralna i Istočna Evropa	1,4	2,5	2,8	3,1	0,1	-0,2
Rusija	3,4	1,5	2,0	2,5	-1,0	-1,0
Kina	7,7	7,7	7,5	7,3	0,3	0,2
Indija	3,2	4,4	5,4	6,4	0,2	0,1
Latinska Amerika i Karibi	3,0	2,6	3,0	3,3	-0,1	-0,2
Bliski istok, Sjeverna Afrika, Avganistan i Pakistan	4,1	2,4	3,3	4,8	-0,3	0,7
Subsaharska Afrika	4,8	5,1	6,1	5,8	0,1	0,1
Obim globalne trgovine (robe i usluge)	2,7	2,7	4,5	5,2	-0,5	-0,3
Potrošačke cijene						
Napredne ekonomije	2,0	1,4	1,7	1,8	-0,1	0,0
Ekonomije u usponu/razvoju	6,0	6,1	5,6	5,3	0,0	0,1

Izvor: Preuzeto iz MMF-ovih „Izgleda globalne ekonomije“ (WEO), izdanje ažurirano januara 2014.

¹ Prema MMF-ovom izvještaju „Izgledi globalne ekonomije“ (World Economic Outlook), ažuriranom januara 2014.

Međutim, imajući u vidu dosta različite rezultate po zemljama/regionima, državnu dužničku krizu i spori oporavak ekonomija EU, probleme sa državnim finansijama u SAD, te i dalje relativno visoke stope nezaposlenosti u SAD, a posebno u EU, može se reći da svjetska ekonomija još nije na putu stabilnog rasta, te da period oporavka još uvijek traje. To se posebno odnosi na napredne ekonomije, dok su ekonomije u usponu/razvoju sada u još boljoj poziciji u odnosu na pretkrizni period. Tako je npr. procjena da je Kina u 2013. godini u odnosu na 2008. godinu ostvarila rast realnog BDP-a per capita (PPP)² od blizu 60%.

Tabela 1.2

BDP per capita i stopa nezaposlenosti po odabranim zemljama (rangirano prema koloni „BDP per capita (PPP), \$“, dio „2013/2008, %“)				
Zemlja	BDP per capita (PPP), \$		Stopa nezaposlenosti, %	
	2013/2008, %	2013.	2013/2008, %	2013.
Kina	59,9	9.828	-2,4	4,1
Indija	37,0	3.991	/	/
Brazil	17,1	12.118	-26,6	5,8
Rusija	14,2	18.083	-9,5	5,7
Australija	12,5	43.042	30,8	5,6
Njemačka	11,3	39.468	-26,4	5,6
Japan	10,2	37.135	5,5	4,2
SAD	9,4	52.839	30,9	7,6
Srbija	7,7	11.085	70,1	25,0
Crna Gora	7,0	11.925	16,1	19,5
Bosna i Hercegovina	6,9	8.293	15,3	27,0
Švajcarska	6,9	45.999	25,5	3,2
Francuska	5,4	35.680	40,9	11,0
UK	2,3	37.299	39,3	7,7
Island	0,4	40.739	207,2	5,1
Portugal	-0,3	22.930	129,3	17,4
Irska	-0,6	41.265	114,8	13,7
Španija	-1,1	30.128	137,8	26,9
Italija	-3,0	29.598	84,5	12,5
Luksemburg	-3,0	77.935	56,3	6,6
Hrvatska	-4,3	17.753	101,2	16,6
Kipar	-13,7	24.522	367,9	17,0
Grčka	-18,0	23.632	252,6	27,0
Dodatak:				
Ekonomije u usponu/razvoju	28,9	7.285	/	/
Centralna i Istočna Evropa	14,8	16.206	/	/
Napredne ekonomije	8,4	41.520	39,4	8,1
Eurozona	3,7	34.033	61,2	12,3

Izvor: MMF (baza WEO, oktobar 2013), Monstat, kalkulacije CBCG

² Obračun BDP-a prema paritetu kupovne moći nastoji da eliminiše razlike u nivoima cijena između zemalja čiji se nominalni BDP-ovi porede. Referentni nivo cijena varira u zavisnosti od skupa zemalja koje se porede i odabira statističara, tako da BDP obračunat na taj način nema jedinstvenu vrijednost, već služi u svrhe realnijeg poređenja. Na primjer, u tabeli 1.2, kao reper je uzet američki nivo cijena, što utiče na viši nivo crnogorskog BDP-a u odnosu na nominalni, jer je nivo cijena u SAD viši od nivoa cijena u Crnoj Gori.

Stoga ostaje ocjena da su kroz krizu neuporedivo bolje prošle zemlje koje su bile globalno konkurentne i izvozno orijentisane, i da deficiti tekućeg računa, posebno ukoliko su izraženi i ukoliko se godinama ponavljaju, predstavljaju veliki problem, tj. preciznije rečeno, slika su određenih dugoročno neodrživih neravnoteža. Kontinuirano održavanje nivoa ekonomske aktivnosti preko zaduživanja stoga ne može biti rješenje, već se izlaz mora tražiti u većoj produktivnosti, i u strukturnim i institucionalnim promjenama sistema.

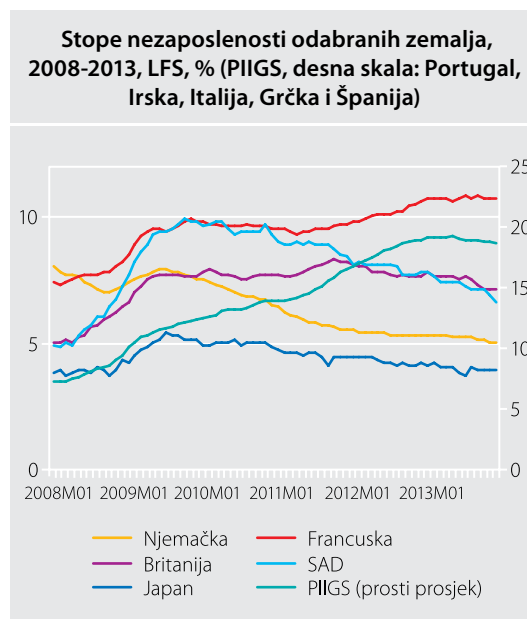
Nezaposlenost i deficit tekućeg računa

Godina 2013. je za zemlje *periferije* (eng. periphery) Eurozone donijela različite rezultate po pitanju nezaposlenosti. Stope nezaposlenosti su opale u Irskoj, Portugalu i Španiji, iako iznose i dalje visokih 12,1% i 15,4% u Irskoj i Portugalu, i ekstremno visokih 25,8% u Španiji. Sa druge strane, stope su dodatno porasle u Grčkoj, Italiji, kao i na Kipru (3,6 p.p.), pa su na kraju 2013. iznosile 28%, 12,7% i 17,5%, respektivno. Slovenija je takođe zabilježila pogoršanje (0,4 p.p.), a stopa nezaposlenosti na kraju 2013. iznosila je 10,1%. Nakon Grčke i Italije, najgoru poziciju u EU zauzima Hrvatska, čija je stopa nezaposlenosti na kraju 2013. iznosila 18,6%, nakon pogoršanja od 0,9 p.p. tokom godine.

S druge strane, Njemačka je jedina zemlja Eurozone/EU u kojoj je stopa nezaposlenosti u periodu nakon izbijanja krize opala. Tokom 2013. taj pad je nastavljen (0,3 p.p.), pa je stopa nezaposlenosti na kraju 2013. iznosila 5,1%, što je više jedino od stope nezaposlenosti u Austriji (4,9%). Francuska, suprotno, bilježi porast stope u odnosu na pretkrizni period za oko 3,4 p.p., a nakon stagnacije stope nezaposlenosti tokom 2013, stopa nezaposlenosti u toj zemlji je na kraju godine bila 10,8% (što je ispod prosjeka Eurozone).

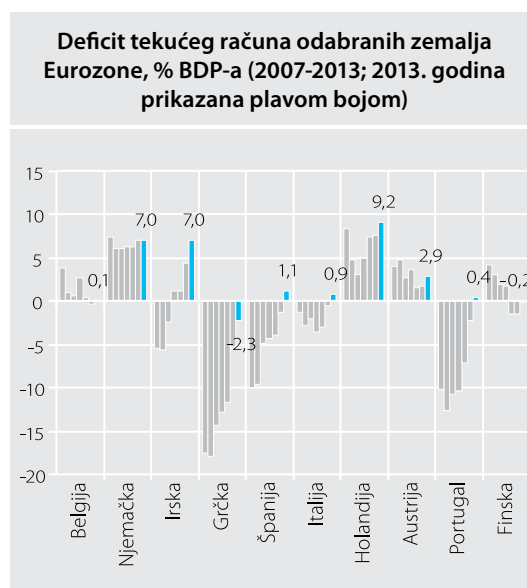
I stopa nezaposlenosti u SAD je padala tokom 2013. (dostigavši nivo od 6,7%), nastavivši tako tendenciju postepenog pada još iz posljednjeg kvartala 2009, kada je dostigla nivo od 10%. I stopa nezaposlenosti u Japanu je opala, i to 0,3 p.p., i iznosila je 4%, iako treba reći da stopa nezaposlenosti nije primarni problem japanske ekonomije, već su to deflaciona kretanja i slab ekonomski rast (koji se, donekle netipično, ostvaruje uz niske stope nezaposlenosti).

Grafik 1.1



Izvor: Eurostat, kalkulacije CBCG

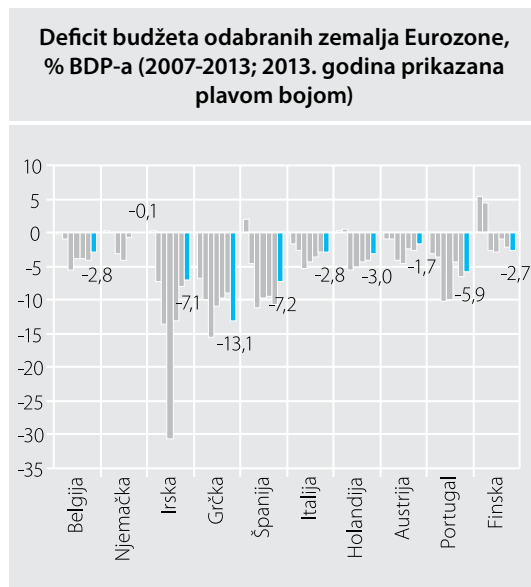
Grafik 1.2



Izvor: Evropska komisija – Winter forecast 2014 (februar 2014)

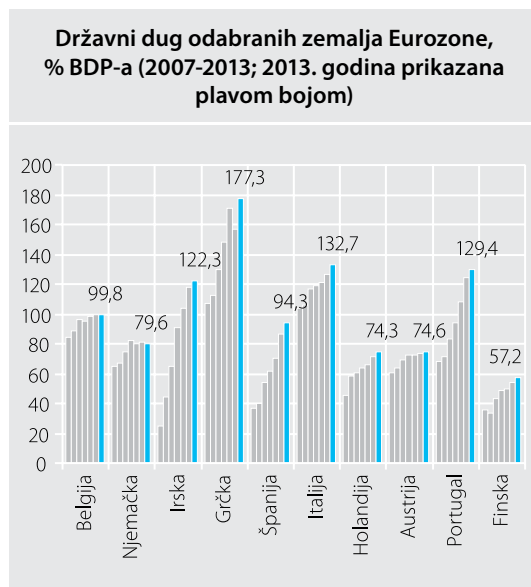
Sa druge strane, deficiti tekućeg računa zemalja periferije Eurozone, koji su bili dostigli najviše nivoe u periodu 2007-2008, počeli su da opadaju. Procjenjuje se da su sve zemlje periferije, osim Grčke, ostvarile suficit tekućeg računa u 2013 – Španija, Italija i Portugal po prvi put, a Irska čak četvrtu godinu za redom. Suficiti tekućeg računa dolaze kao posljedica povećanja eksterne konkurentnosti kroz pad troškova rada (tj. zarada) i određenih strukturnih reformi, kao i pada uvoza, usljed pada životnog standarda i pada tražnje za uvoznim proizvodima i uslugama.

Grafik 1.3



Izvor: Evropska komisija – Winter forecast 2014 (februar 2014)

Grafik 1.4



Izvor: Evropska komisija – Winter forecast 2014 (februar 2014)

Državne finansije i finansijska tržišta

Generalno, 2013. godinu je obilježio nastavak optimizma na finansijskim tržištima po pitanju eura i državnih finansija zemalja periferije Eurozone. Ukratko, bolne mjere štednje, određene strukturne reforme i ekspanzivne mjere ECB-a počele su da daju rezultate. Ipak, problemi sa slabim rastom (ili padom) ekonomske aktivnosti ostaju, i pred donosiocima mjera ekonomske politike je još mnogo posla.

Sa grafika 1.3 i 1.4 se može vidjeti sumarno kretanje državnih finansija zemalja Eurozone. Jasno je da je i dalje u toku proces snažnog fiskalnog prilagođavanja, i da su deficiti budžeta, nakon što su po izbijanju krize naglo porasli i dostigli vrlo visoke nivoe – primarno zbog problema u finansijskom sektoru i rješavanja problema problematičnih banaka – sada značajno manji. Ipak, neophodna je još jača konsolidacija, budući da su nivoi državnog duga pojedinih zemalja izuzetno visoki. Drugim riječima, deficiti su generalno manji nego ranije, i u skladu sa tim rast državnog duga je usporio ili je sveden na minimum, ali još uvijek nedostaje pad državnog duga, osim u slučaju Njemačke.

U 2013. godini, posebno u prvom dijelu godine, u centru pažnje bila je kulminacija finansijske krize i krize državnih finansija na Kipru. U osnovi problema bila je predimenzioniranost bankarskog sektora, čija je ukupna aktiva bila nekoliko puta veća od BDP-a Kipra. Banke su vremenom postale veoma izložene prema domaćem tržištu nekretnina, domaćim i grčkim državnim obveznicama, kao i drugim grčkim subjektima. Sa druge strane, aktiva je značajnim dijelom bila finansirana velikim, ali volatilnim inostranim depozitima. Sa pucanjem mjehura na tržištu ne-

kretnina, recesijom u Grčkoj, a posebno restrukturiranjem grčkog državnog duga – banke, a sa njima i država (značajno usljed toga što je pokušavala da spasi banke), postale su nesolventne.

Kipar nije imao izbora i morao je da zatraži pomoć od „Trojke“ – ECB-a, Evropske komisije i MMF-a. Dogovor je postignut 25. marta, a dogovorena je pomoć od 10 milijardi eura, pri čemu će se kroz Evropski stabilizacioni mehanizam obezbijediti devet milijardi, a od MMF-a jedna milijarda eura. Druga najveća banka (Laiki banka) je podijeljena na dva dijela: „dobra“ banka (dobra aktiva i osigurani depoziti) je pripojena najvećoj banci (Banka Kipra), dok će „loš“ dio biti likvidiran. Dogovor je bio potencijalno problematičan jer je podrazumijevao i prinudnu dokapitalizaciju, tj. konverziju dijela neosiguranih depozita i drugih dugova Banke Kipra u kapital, i to u značajnom procentu. Takođe, preostali dio neosiguranih depozita je privremeno blokiran, ili je njegovo korišćenje na druge načine uslovljeno. Dodatno, u sistem su uvedena ograničenja na podizanje gotovine i plaćanja, a uvedene su i kapitalne kontrole prema inostranstvu. Izvjesni broj analitičara i donosioca mjera ekonomske politike na to je gledao kao na rizičan presedan, i strahovao da bi to moglo da pokrene masovne odlive depozita u drugim zemljama Eurozone, što se ipak nije dogodilo.

U drugoj polovini godine finalizovan je zakonski okvir za prvu fazu projekta tzv. bankarske unije u Eurozoni/EU, pošto je Savjet Evropske unije usvojio regulativu kojom se ECB-u daje mandat za superviziju bankarskog sektora. S tim u vezi, treba pomenuti i početak sveobuhvatne ocjene bankarskog sektora od strane ECB-a u kontekstu preuzimanja uloge supervizora, a što će obuhvatiti ocjenu svih ključnih rizika, kvaliteta aktive, kao i stres-test. Ocjena će trajati oko godinu dana, a rezultati će biti saopšteni prije nego što ECB počne sa radom kao supervizor, tj. prije 4. novembra 2014. godine.

Tokom 2013. većina zemalja periferije Eurozone imala je pristup finansijskim tržištima, a prinosi na njihove obveznice generalno su značajno opali u odnosu na kraj 2012. godine, posebno na obveznice sa kraćim rokom dospelja. Paralelno, i CDS spreadovi na državni dug tih zemalja opali su u 2013. godini.

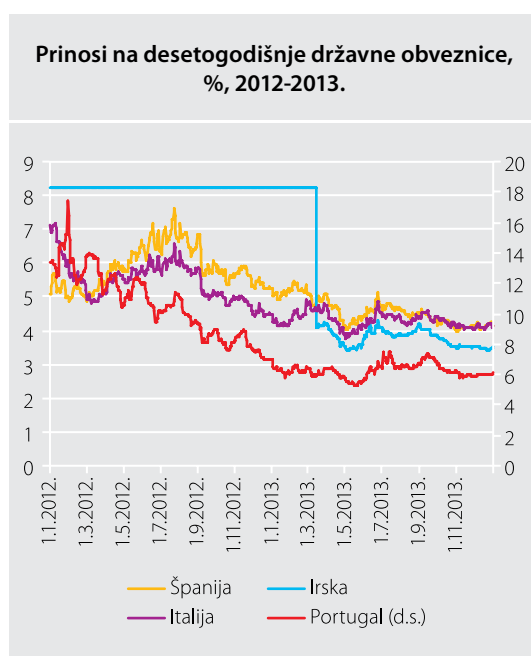
Prinosi na američke, njemačke i švajcarske desetogodišnje državne obveznice su porasli tokom 2013, što nije u opipljivoj vezi sa stanjem u privredama tih zemalja, već primarno posljedica očekivanja o postepenom povlačenju FED-a iz programa kvantitativnog popuštanja. Cijena zlata je opala tokom 2013. godine za 28,3%, na 1.202 dolara za finu uncu na kraju godine. Sve su to pokazatelji koji ipak upućuju na smirivanje situacije na finansijskim tržištima, tj. na stabilizaciju ekonomske aktivnosti na globalnom nivou.

Berzanski indeksi razvijenih privreda su na višem nivou u odnosu na kraj 2012. godine, uz rast tokom cijele 2013. MSCI indeks razvijenih tržišta na kraju 2013. bio je za 24,1% viši u odnosu na kraj 2012, dok je u istom periodu MSCI indeks koji obuhvata sva tržišta ostvario nešto niži, ali ipak veoma snažan rast, od 20,3%, a usljed pada MSCI indeksa tržišta u usponu od 5%. MSCI indeksi (kao globalni indeksi) još uvijek nijesu na istorijski najvišim nivoima iz perioda prije udara krize (iako je indeks razvijenih tržišta vrlo blizu), ali neki drugi indeksi, npr. frankfurtski DAX ili njujorški DJIA, na kraju 2013. bili su na istorijskim maksimumima. To sa jedne strane jesu pozitivni signali, ali sa druge strane i pomalo zbunjujuće vijesti, jer nije do kraja jasno otkud takav optimizam na finansijskim tržištima, uzimajući u obzir i dalje nepotpun oporavak i perspektive oporavka privrede na globalnom nivou.

I pokazatelji volatilnosti finansijskih tržišta (npr. VIX), kao i pokazatelji kreditnog i rizika likvidnosti na tržištima novca (kakvi su TED spread i LIBOR-OIS spread) bilježe pad u 2013. u odnosu na 2012. godinu³.

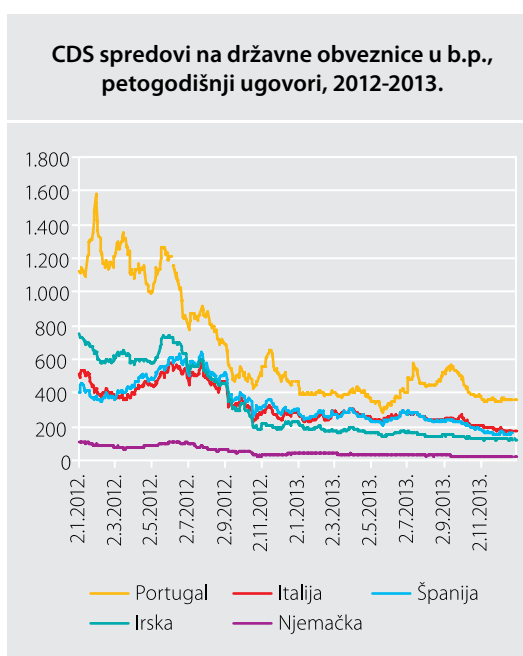
Euro je tokom 2013. godine nominalno aprecio u odnosu na glavne svjetske valute. U odnosu na dolar, funtu i franak, euro je blago aprecio, za 4,2% (sa 1,3192 na 1,3741 USD za jedan euro), 2,2% i 1,6%, respektivno. Takođe, varijacije kursa eura prema tri pomenute valute bile su male, uz koeficijent varijacije od 2%, 1,4% i 0,7%, respektivno. Aprecijacija eura u odnosu na jen bila je najizraženija, 26,4%, pri čemu je jasno da je jen deprecirao u odnosu na druge svjetske valute (prevashodno usljed mjera Banke Japana).

Grafik 1.5



Izvor: Bloomberg

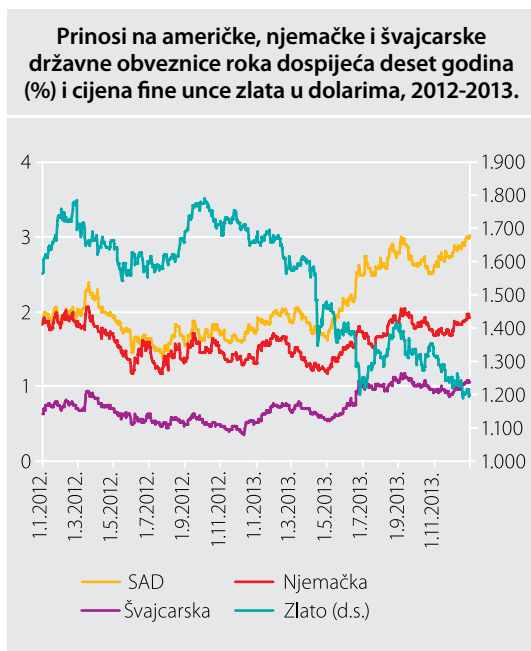
Grafik 1.6



Izvor: Bloomberg

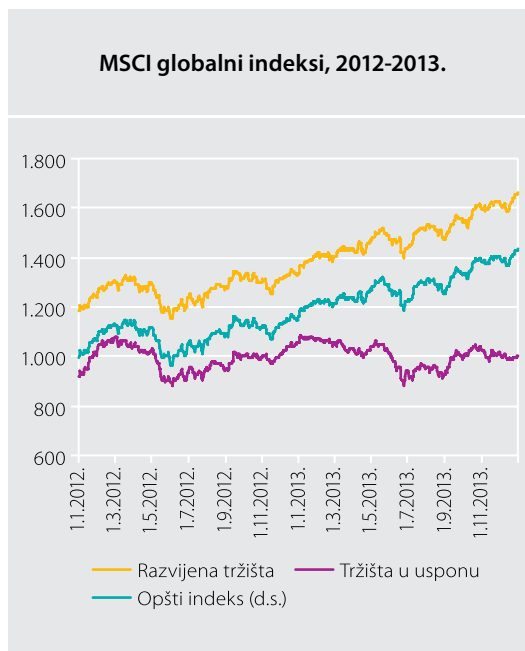
³ VIX je mjera implicitne volatilnosti opcija na berzanski indeks S&P 500, i time mjera očekivane volatilnosti cijena akcija (za narednih 30 dana). TED spread je razlika između tromjesečnog USD LIBOR-a i američkih državnih zapisa iste ročnosti, dok je LIBOR-OIS spread razlika između LIBOR-a i prekonoćne svop (fiksne) stope, koja je praktično tržišna očekivana vrijednost neke referentne prekonoćne kamatne stope (u Americi obično efektivne „stope na federalne fondove“) tokom određenog budućeg perioda.

Grafik 1.7



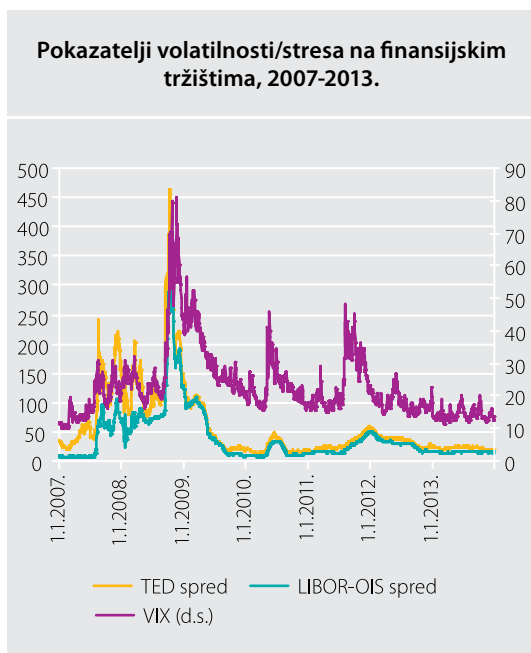
Izvor: Bloomberg

Grafik 1.8



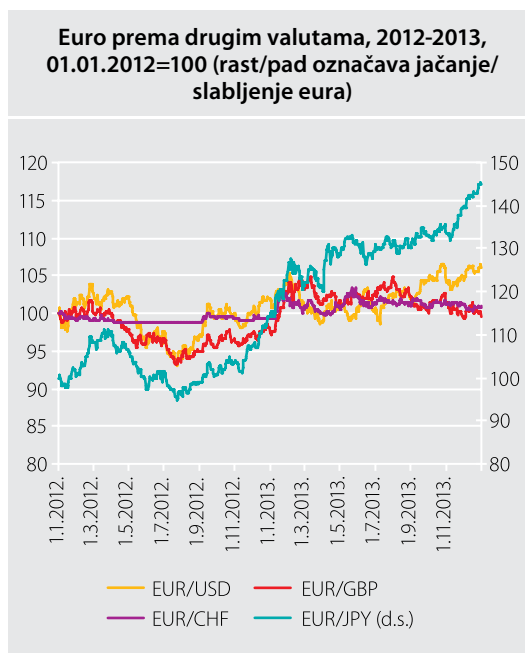
Izvor: Bloomberg

Grafik 1.9



Izvor: Bloomberg

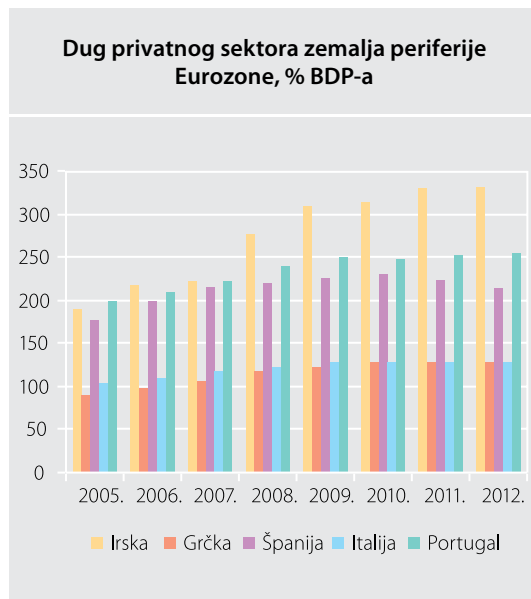
Grafik 1.10



Izvor: Bloomberg, kalkulacije CBCG

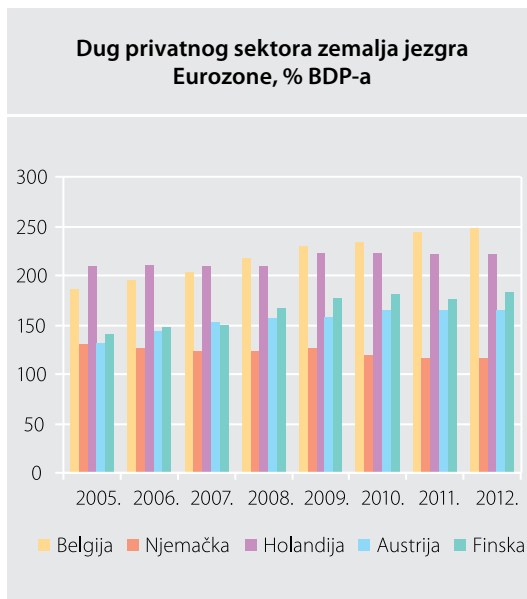
Na sljedećim graficima predstavljeno je kretanje privatnog duga⁴ u odabranim zemljama jezgra (eng. core) i periferije Eurozone, budući da je privatni dug često jedan od zanemarivanih problema evropske krize, dok se uobičajeno najviše govorilo o državnom dugu kao glavnom problemu/uzroku. Rast privatnog duga je dobrim dijelom posljedica uvođenja eura, što je u to vrijeme značajno oborilo kamatne stope (posebno u zemljama periferije Eurozone), a što je od strane subjekata privatnog sektora i iskorišćeno, i to na način da se kasnije došlo do ogromnih, neodrživih nivoa duga, koji su poziciju privatnog sektora i ekonomije uopšte, učinili neuporedivo rizičnijom i ranjivijom.

Grafik 1.11



Izvor: Eurostat

Grafik 1.12



Izvor: Eurostat

Boks 1.1: Jedinствена supervizija: prvi korak prema bankarskoj uniji

Počev od 04.11.2014. godine ECB će imati ulogu glavnog supervizora za banke u Eurozoni, čime će tzv. jedinstveni mehanizam za superviziju početi da funkcioniše. To je propisano Regulativom kojom se dodjeljuju posebna zaduženja Evropskoj centralnoj banci u vezi sa politikama koje se odnose na prudencionu superviziju kreditnih institucija (br. 1024/2013, objavljena 29.10.2013. u Službenom listu EU), koju je donio Savjet EU. Time će, zajedno sa planiranim stvaranjem jedinstvenog mehanizma za rješavanje problema banaka u krizi i zajedničke šeme za osiguranje depozita, a uz jedinstveni set propisa za finansijske usluge – biti kreirana tzv. bankarska unija, kao jedna od nedostajućih dimenzija Ekonomske i monetarne unije.

U osnovi ideje bankarske unije je nastojanje da i taj segment EMU bude zajednički/jedinstven, za inače značajno integrisan sistem EMU gledano po drugim komponentama. Među upravljačkim strukturama i donosiocima mjera ekonomske politike preovladao je stav da bi se time stvorili jednaki uslovi za sve, izbjegle pristrasnosti kod nacionalnih institucija, kao i problemi inherentni prekograničnoj koordinaciji i saradnji,

⁴ Podaci se odnose na nekonsolidovani dug privatnog sektora – firmi nefinansijskog sektora i sektora stanovništva – u odnosu na druge subjekte, bilo domaće ili strane.

uz sprečavanje prelijanja problema iz jedne zemlje u drugu. Takođe, nastojalo se da se, koliko je moguće, smanji veza između vlada (država) i banaka, gdje bi se stanje banaka u budućnosti u mnogo manjoj mjeri odražavalo na stanje u državnom sektoru, a i u cijeloj privredi; odnosno, da se za rješavanje problema banaka u krizi u što manjoj mjeri troši novac poreskih obveznika.

Supervizija ECB-a će se odnositi na zemlje Eurozone (18 zemalja od 01.01.2014), dok se sa ostalim zemljama EU mogu sklapati ugovori o saradnji. ECB će značajne banke kontrolisati direktno, uz saradnju sa nadležnim nacionalnim institucijama koje će nastaviti samostalno da kontrolišu manje značajne banke. Međutim, ECB ima mogućnost direktne supervizije i manje značajnih banaka, kad god ocijeni da je to neophodno. ECB će direktno kontrolisati banke:

1. čija ukupna aktiva prelazi trideset milijardi eura;
2. čija je aktiva veća od 20% BDP-a zemlje iz koje potiču, osim ako nije manja od pet milijardi eura;
3. koje imaju značajne prekogranične aktivnosti i
4. koje su dobile pomoć od Evropskog stabilizacionog mehanizma ili makar samo uputile zahtjev za pomoć.

Nezavisno od gore navedenih kriterijuma, ECB će direktno kontrolisati minimum tri najznačajnije banke u svakoj zemlji Eurozone. Konkretno, očekuje se da će se ukupno raditi o 130 banaka, čija će aktiva činiti oko 85% ukupne aktive banaka Eurozone.

Sa upravljačkog aspekta, biće formirano i novo tijelo ECB-a – Odbor za superviziju, koji će činiti: predsjednik (bira se samo jednom, na pet godina), potpredsjednik (zadužen za superviziju, a iz redova članova Izvršnog odbora ECB-a), četiri predstavnika ECB-a i po jedan predstavnik iz svake od nadležnih institucija zemalja Eurozone. Odbor za superviziju je tijelo koje je odvojeno od Upravnog savjeta ECB-a, a kreiran je sa ciljem da se što bolje izvršava povjereni mandat za superviziju, te da se funkcije supervizije i monetarne politike razdvoje na odgovarajući način, bez potencijalnog konflikta među njima.

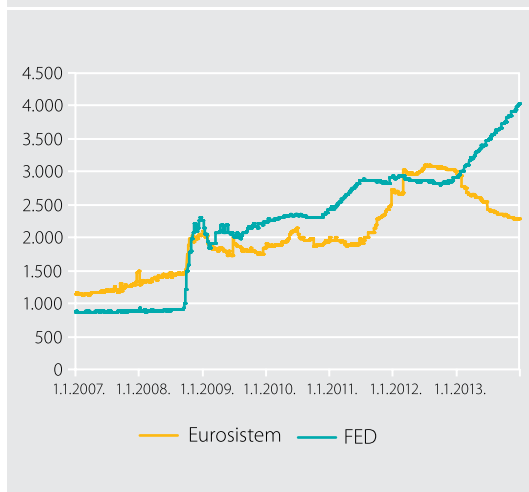
Organizaciono, biće formirana i četiri nova sektora u ECB-u: dva za direktnu kontrolu značajnih banaka, jedan za indirektnu kontrolu manje značajnih banaka i jedan za zajedničke i specijalizovane poslove, uz sekretarijat koji će pružati pravnu i druge tipove podrške Odboru za superviziju.

Monetarna politika vodećih centralnih banaka

U situaciji i dalje neubjedljivog ekonomskog oporavka, a posebno uzimajući u obzir očekivanja, centralne banke vodećih ekonomija su nastavile sa politikom rekordno niskih kamatnih stopa i u 2013. godini. Primjera radi, FED drži svoju ciljanu stopu federalnih fondova nepromijenjenom još od decembra 2008. godine na nivou 0-0,25%, a sa posljednjih sjednica Federalnog komiteta za operacije na otvorenom tržištu u 2013. godini saopšteno je da stope mogu još dugo ostati na tom nivou. Savjet ECB-a je usljed popuštanja inflatornih pritisaka, a intenziviranja rizika od pada ekonomske aktivnosti, u dva navrata snižavao referentnu kamatnu stopu – na sjednici od 02.05. sa 0,75% na 0,5% i na sjednici od 07.11. sa 0,5% na 0,25%, što je rekordno nizak nivo. I banke Engleske i Japana nastavljaju da drže svoje referentne kamatne stope na izuzetno niskim nivoima, od 0,5%, odnosno 0-0,1%, još od marta 2009, odnosno decembra 2008. godine, respektivno. I referentne međubankarske stope, posljedično, bile su na rekordno niskim nivoima; EONIA se kretala se na nivou od oko 0,09%, a tromjesečni EURIBOR oko 0,22%.

Grafik 1.13

Ukupna aktiva Eurosistema i Sistema federalnih rezervi, 2007-2013. (u milijardama eura/dolara)

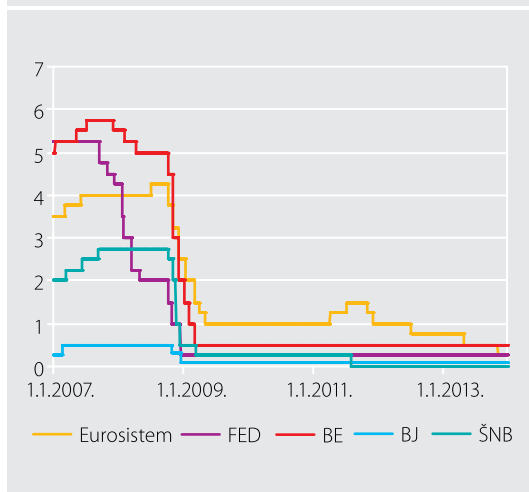


Izvor: Bloomberg

Pomenute centralne banke su u 2013. uglavnom održale i programe tzv. „kvantitativnog popuštanja“, tj. (elektronskog) štampanja novca, gdje su kupujući najčešće državne hartije od vrijednosti od banaka direktno ubrizgavale likvidnost u bankarski sistem i pokušavale da dodatno obore nivo kamatnih stopa u ekonomiji⁵. Primarno kao posljedica toga, tokom 2013. ukupna aktiva Sistema federalnih rezervi porasla je za 38,6%, a Banke Japana za 41,6%. Međutim, upravo je FED nakon sjednica Federalnog komiteta za operacije na otvorenom tržištu iz decembra 2013. i januara 2014. godine odlučio da smanji mjesečne kupovine agencijskih hipotekarnih hartija od vrijednosti tj. dugoročnih dužničkih hartija Trezora, sa 40 na 30 milijardi, tj. sa 45 na 35 milijardi dolarara, respektivno. FED je to uradio jer su u međuvremenu stigli dodatni signali da je tržište rada, i ekonomska aktivnost uopšte, na putu snažnijeg oporavka.

Grafik 1.14

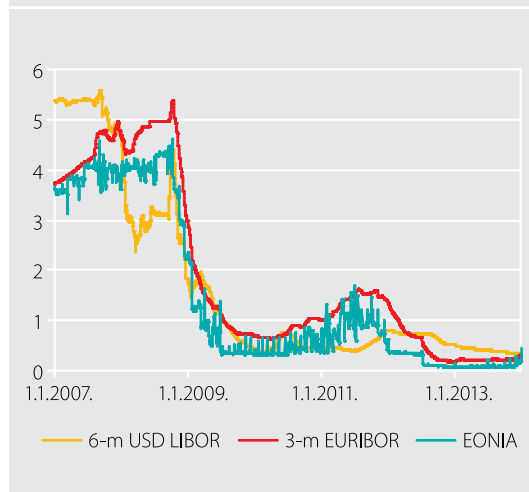
Referentne kamatne stope centralnih banaka, %, 2007-2013.



Izvor: Bloomberg

Grafik 1.15

Referentne tržišne kamatne stope, %, 2007-2013.



Izvor: Bloomberg

⁵ ECB/Eurosistem striktno gledano ne koristi kvantitativno popuštanje na način na koji ga koriste FED ili Banka Engleske, ali je krajnji efekat ekspanzivnih mjera ECB-a sličan – povećanje aktive Eurosistema, posebno u periodu prije 2013. godine.

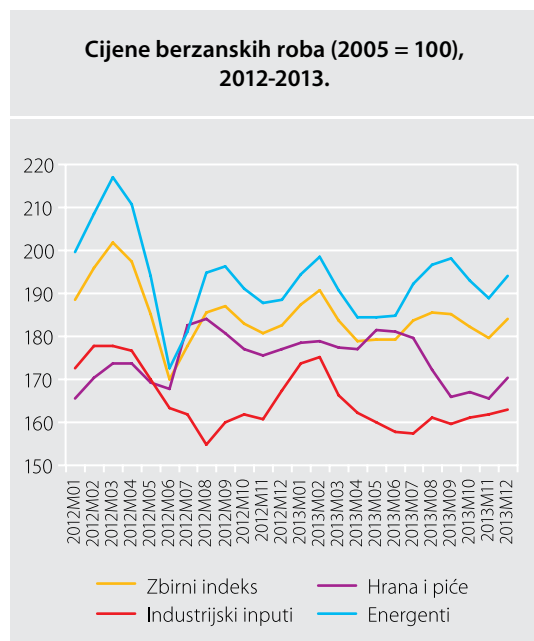
Ipak, iako finansijska tržišta očekuju postepeno napuštanje programa kvantitativnog popuštanja, iz FED-a je poručeno da ne postoji unaprijed određeni plan povlačenja programa, već da će se o tome odlučivati korak po korak, na osnovu kontinuiranog praćenja opšte situacije u privredi. Generalno, utisak je da kvantitativno popuštanje i dalje dobro ispunjava svoj glavni cilj – „kupovinu vremena“, dok drugi donosioci ekonomskih i strukturnih politika rade svoj dio posla, a privatni sektor traži način da se transformiše i podigne produktivnost.

Cijene berzanskih roba

Prema MMF-ovom indeksu cijena berzanskih roba (koji isključuje plemenite metale), one su u decembru 2013. bile više za 0,8% u odnosu na isti mjesec 2012, dok su gledano kroz prosjek 12 mjesečnih indeksa opale za 1,6%, što nijesu bitnije promjene. Iako su cijene hrane i pića opale za 3,6%, a cijene industrijskih materijala za 2,7%, na kretanje godišnje promjene zbirnog indeksa u decembru 2013. presudno je uticao rast cijena energenata (3%), jer MMF-ov indeks cijena roba energentima dodjeljuje najveći ponder⁶. Posmatrano kroz prosjek, i cijene energenata su tokom 2013. u odnosu na 2012. godinu bile niže, i to za 1,8%.

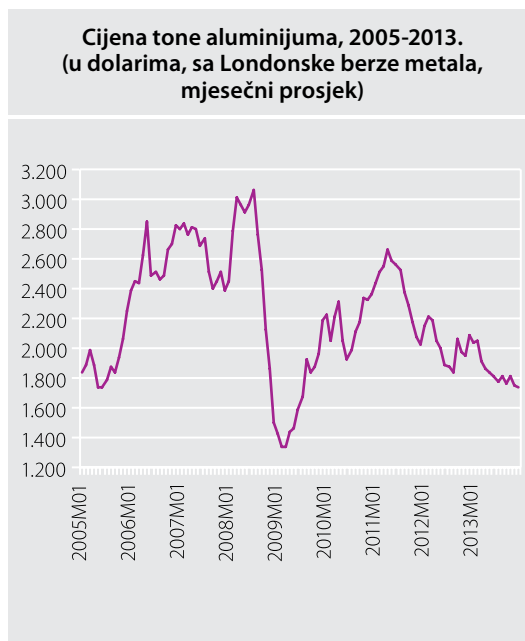
Zbog značaja koji aluminijum ima za crnogorsku ekonomiju, posebno dajemo prikaz kretanja cijene aluminijuma. Cijena aluminijuma je u decembru 2013. na godišnjem nivou zabilježila pad od 16,6%, iznosivši 1.739,81 USD/t, dok je prosječan godišnji pad iznosio 8,7%.

Grafik 1.16



Izvor: MMF

Grafik 1.17



Izvor: MMF

⁶ U pitanju je ponder od 63,1%, naspram 18,5% za piće i hranu i 18,4% za industrijske materijale. Očekivano, ubjedljivo najveći ponder se odnosi na naftu – 53,6%. Inače, ponderi su izvedeni iz strukture globalne trgovine u periodu 2002-2004.

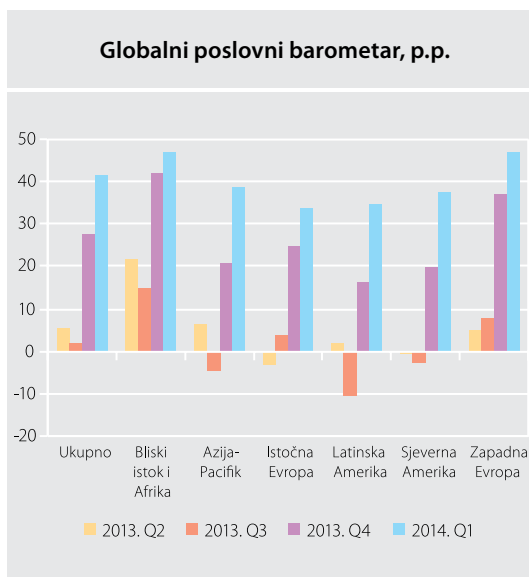
Očekivanja za 2014. godinu

Prema prognozi MMF-a iz januara 2014, očekuje se da će globalna ekonomija porasti u ovoj godini za 3,7%. Takođe, treba reći i da je ova prognoza revidirana naviše za 0,1 procentni poen u odnosu na oktobar 2013, zbog revidiranja naviše prognoza za nekoliko zemalja: SAD, Japan, UK, Njemačku i Španiju. Ono što ohrabruje jeste da se za SAD prognozira stopa rasta od 2,8%, što je identično stopi rasta iz 2012, a gotovo 1 p.p. više u odnosu na stopu rasta iz 2013. Američko tržište rada se dodatno oporavilo tokom 2013. godine, ali i dalje brine visok nivo dugoročne nezaposlenosti i nizak udio radne snage u ukupnom radno sposobnom stanovništvu. I japanskoj ekonomiji se prognozira održavanje solidne stope rasta (1,7%, koliko je zabilježeno i u 2013).

Posmatrano po grupama zemalja, prognoze MMF-a govore da će napredne ekonomije rasti po stopi od 2,2%, a ekonomije u usponu/razvoju po stopi od 5,1%, tako da se procjenjuje da će doprinos rasta ekonomija u usponu/razvoju globalnom rastu i u 2014. godini biti dominantan. Očekivano, Kina i Indija će biti najveći pokretači (uz Meksiko, Brazil i Rusiju), dok će sa strane naprednih ekonomija globalnom rastu najviše doprinijeti SAD, Japan, UK, Njemačka i Kanada. Ipak, treba imati u vidu da bi „pojačavanje“ tenzija u Ukrajini moglo negativno uticati na ekonomski rast.

Što se tiče Centralne i Istočne Evrope, rast tog regiona u 2014. prema prognozama MMF-a biće 2,8%, što predstavlja skromnu stopu rasta, ali je poboljšanje u odnosu na stopu rasta iz 2013. godine (2,5%).

Grafik 1.18



Izvor: „The Economist“ / „The Financial Times“

Ukratko, ono što najviše ohrabruje jeste viša stopa globalnog rasta u 2014. u odnosu na 2013. godinu i značajno poboljšanje situacije na finansijskim tržištima. Međutim, još mnogo toga mora da bude urađeno, a najavljene strukturne/institucionalne reforme moraju na pravi način i sa što manje odlaganja da budu do kraja implementirane. Takođe, utisak je da se aktivnosti na promjeni globalne regulative finansijskog sektora odvijaju previše sporo. Što se tiče Crne Gore, konkretno, činjenica koja najviše ohrabruje jeste najavljeni rast ekonomske aktivnosti u Eurozoni od 1%, nakon kontrakcije dvije godine za redom, budući da je to region sa kojim Crna Gora ima najčvršće ekonomske veze.

„Globalni poslovni barometar“ časopisa „The Economist“ i dnevnog lista „The Financial Times“ sa početka 2014. pokazuje najoptimističnija očekivanja od kada se anketa sprovodi (drugi kvartal 2011)⁷. Naime, razlika između top me-

⁷ Radi se o anketi o poslovnom povjerenju koja se sprovodi četiri puta godišnje. Zasniva se na odgovorima više od 1.500 top menadžera širom svijeta, a generalni nivo povjerenja/optimizma mjeri se razlikom između broja (učešća) onih koji očekuju poboljšanje, naspram onih koji očekuju pogoršanje prilika u sljedećih pola godine. Dodajmo da je moguć i neutralan odgovor, koji se ne odražava na glavni rezultat (razliku).

nadžera koji smatraju da će se poslovne prilike/ekonomska situacija u sljedećih šest mjeseci popraviti, prema onima koji smatraju suprotno, iznosila je 41,5 p.p. Očekivanja variraju po regionima: od 46,9 p.p. kod menadžera sa Bliskog istoka i Afrike tj. 46,8 p.p. kod menadžera iz Zapadne Evrope, do 33,6 p.p. kod menadžera iz Istočne Evrope.

Pozicija crnogorske ekonomije: kanali uticaja

Crna Gora, kao mala i otvorena ekonomija, a uz to i eurizovana, veoma je izložena globalnim ekonomskim kretanjima. Posmatrano sa aspekta spoljnotrgovinske razmjene, Crna Gora je najviše povezana sa regionom Zapadnog Balkana i Evropskom unijom. Međutim, kako je region i sam povezan sa EU, to su veze Crne Gore sa tržištem EU još izraženije. Osim toga, postoji i jaka veza regiona sa Kinom, prevashodno na strani uvoza.

Jedan od najznačajnijih kanala uticaja sa „međunarodne scene“ jesu cijene, i to prije svega hrane i energenata. Projekcije MMF-a su da će cijene nafte i neenergenata u 2014. biti u prosjeku niže za 0,3% i 6,1%, respektivno. Prognoza je dobrim dijelom uslovljena prognozom o rastu zaliha nafte kod zemalja koje ne pripadaju OPEC-u, kao i oporavku od problema u proizvodnji nafte kod zemalja članica OPEC-a. Međutim, faktori koji utiču na cijene hrane i energenata su zaista brojni i raznoliki, pa su prognoze tog tipa nezahvalne.

Segment robne razmjene koji se neizostavno mora pomenuti jeste aluminijum. MMF prognozira da će cijena aluminijuma u 2014. u prosjeku biti oko 1.823 dolara za tonu, ili 1,3% niže u odnosu na cijenu u 2013. godini.

Što se tiče odnosa dolara i eura, iako je to faktor koji nesporno utiče na stanje u crnogorskoj ekonomiji, nije realno pridavati mu previše značaja, barem što se 2014. godine tiče.

Kada je u pitanju prihod od turizma, nastavak oporavka svjetske ekonomije predstavlja dobru vijest. Uz dobru unutrašnju organizaciju i pripremu ljetnje turističke sezone, kao i efektivne promotivne aktivnosti, realno je očekivati bolje rezultate u odnosu na 2013.

Konačno, daleko najznačajniji transmisioni kanal međunarodnog okruženja na Crnu Goru jesu tokovi kapitala, koji su, naravno, direktno povezani sa nivoom opšte ekonomske aktivnosti i stanjem na finansijskim tržištima. Uvažavajući i činjenicu o relativno viskom nivou spoljne zaduženosti, jasno je da je crnogorska ekonomija tu potencijalno najranjivija.

Što se tiče stranih direktnih investicija, situacija je ohrabrujuća imajući u vidu očekivano ubrzanje globalnog rasta, dok brine potencijalni porast osjetljivosti na rizik prema ekonomijama u usponu/razvoju. Osjetljivost na rizik će, što se tiče zaduživanja iz inostranstva, posebno biti značajna kada je u pitanju novo zaduživanje države. Politika uravnoteženih državnih finansija će, u tom smislu, biti od presudnog značaja za privlačenje investitora⁸. Što se tiče zaduživanja banaka, ono će dominantno biti pod uticajem finansijske pozicije matičnih banaka, i njihove spremnosti da eventualno kreditiraju

⁸ Naravno, ovdje se prije svega misli na: 1) eventualna nova zaduživanja države pod povoljnijim uslovima u odnosu na uslove trenutno zaključenih ugovora, čime bi se obezbijedilo jeftnije refinansiranje postojećeg duga, odnosno, 2) zaduživanja koja bi se isključivo koristila u kapitalne svrhe. Osim pomenutog, bilo koji drugi oblici zaduživanja države su u principu nepoželjni i uslovlili bi nove pritiske i prijetnje za domaći finansijski sistem.

banke kćerke. Međutim, u 2014. godini nije realno očekivati značajniju podršku matičnih banaka za povećanje kreditne aktivnosti, već će banke izvore za kreditiranje tražiti na domaćem tržištu i iz kreditnih linija odobrenih u prethodnom periodu.

2. MAKROEKONOMSKA KRETANJA U ZEMLJI

2.1. Kretanje ekonomske aktivnosti

Indikatori koji opredjeljuju ukupan ekonomski rast u Crnoj Gori ispoljili su pretežno rastuća kretanja u 2013. godini. Tako će, generalno, jedino prerađivačka industrija i sektor vađenje ruda i kamena negativno uticati na ukupnu stopu rasta u 2013. godini.

Tabela 2.1

Kretanje odabranih djelatnosti, 2013/2012, %	
Trgovina na malo, promet (stalne cijene)	9,5
Turizam	
<i>Broj dolazaka</i>	3,6
<i>Broj noćenja</i>	2,8
Prerađivačka industrija, fizički obim	-5,0
Građevinarstvo	
<i>Vrijednost izvršenih radova</i>	9,7
<i>Izvršeni efektivni časovi</i>	31,5
Snabdijevanje električnom energijom, gasom i parom	38,7
Vađenje ruda i kamena, fizički obim	-1,4
Šumarstvo, fizički obim (ponderisano kroz indeks)	9,7

Izvor: Monstat

Procijenjeni realni rast BDP-a, prema Ministarstvu finansija, u 2013. godini iznosio je 2,6%, dok je prema modelskoj procjeni CBCG, rast BDP-a u 2013. godini iznosio oko 3%. Prema posljednjim procjenama MMF-a i EBRD-a, crnogorska ekonomija je u 2013. godini rasla po stopi od 1,5%, a po procjenama Evropske komisije na nivou od 2,4%.

Prethodnu godinu karakteriše rast i broja zaposlenih (3%) i registrovanih nezaposlenih lica (6,7%), kao i blagi pad bruto i neto zarada, od 0,2% odnosno 1,7%. Očigledno je da se radi o vrlo blagim pomjeranjima na tržištu rada i da je opšta pozicija sektora stanovništva i dalje relativno „krhka“. Naime, gledajući kretanje prosječnih zarada i inflacije, može se reći da primanja stanovništva realno nijesu porasla u posljednje tri godine, već su opala, budući da je rast cijena bio osjetno viši od rasta zarada, posebno u 2012. godini.

Tome treba dodati i podatke sa tržišta rada prema Monstatovoj anketi o radnoj snazi, po kojima stopa nezaposlenosti i dalje ostaje na visokom nivou od blizu 20%, uz i dalje vrlo niske stope zaposlenosti (odnos zaposlenih prema radno sposobnima), od nešto iznad 40%, i stope aktivnosti (odnos radne snage (tj. aktivnih) prema radno sposobnima), od nešto više od 50%. Ipak, u tom segmentu Crna Gora i dalje stoji dobro u odnosu na prosjek regiona.

Tabela 2.2

Osnovni indikatori tržišta rada (godišnji prosjek)				
	2011.	2012.	2013.	Promjena (2013/2012), %
Zaposleni	163.082	166.531	171.474	3,0
Nezaposleni	30.869	30.182	32.190	6,7
Zarade, bruto, €	722	727	726	-0,2
Zarade, neto, €	484	487	479	-1,7

Izvor: Monstat, Zavod za zapošljavanje

Tabela 2.3

Nezaposlenost u zemljama regiona, anketa o radnoj snazi, %	
Zemlja	Stopa nezaposlenosti, 2013. godina
Slovenija	10,8
Hrvatska	17,5
Crna Gora	20,0
Srbija	23,6
Bosna i Hercegovina	27,5
Makedonija	29,2

Izvor: WIIW, februar 2014. godine

Privreda se i u 2013. godini nalazila u situaciji značajne nelikvidnosti. Gledano kroz pokazatelje prinudne naplate, pozicija privrede bila je gotovo nepromijenjena u odnosu na 2012. godinu. Učešće broja lica⁹ u blokadi u ukupnom broju lica koja obavljaju djelatnost tokom 2013. ostalo je identično, pa je i na kraju 2013. iznosilo 23,5%. Blokirani iznosi pretrpjeli su promjenu u strukturi. Tako je na kraju 2013. godine blokirani iznos subjekata koji su neprekidno bili u blokadi duže od godinu dana bio 401,6 miliona eura (4,6% više), dok je ukupan blokirani iznos bio 437 miliona eura, uz pad od 1,8%.

Pored toga, zabrinjavajuća je činjenica da je u periodu 2009-2013. crnogorska ekonomija kumulativno ostvarila tek blagi rast, tj. da je BDP iz 2013. neznatno veći od BDP-a iz 2008. godine, utoliko prije što rast iz prekriznog perioda nije kreirao dovoljno novih radnih mjesta (iako je ostvaren izuzetan napredak), tj. što su u tom kontekstu benefiti rasta raspoređeni prilično neravnomjerno.

⁹ Obuhvata pravna lica i preduzetnike.

Tabela 2.4

Osnovna statistika prinudne naplate, kraj perioda			
	2012.	2013.	Promjena, %
Broj lica u blokadi	12.247	12.981	6,0
Kao % ukupnog broja lica	23,5	23,5	(p.p) 0,0
Dug neprekidno blokiranih do jedne godine, €	61.140.135,84	35.384.040,03	-42,1
Dug neprekidno blokiranih preko jedne godine, €	383.956.101,84	401.636.556,82	4,6
Ukupno, €	445.096.237,68	437.020.596,85	-1,8

Izvor: CBCG

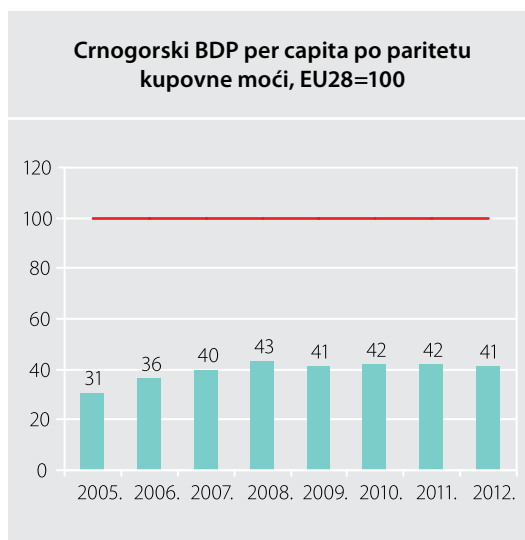
Prognoza kretanja BDP-a u 2014. godini i uticaj na finansijsku stabilnost

Rast u 2014. će najviše zavisiti od četiri faktora: priliva stranog kapitala, ponude kredita (i opšteg stanja u bankarskom sektoru), stanja u industriji, kao i od dinamike realizacije najavljenih investicionih projekata za 2014. godinu. Priliv kapitala, glavni pokretač privrede prethodnih nekoliko godina će svakako zavisiti od situacije na međunarodnim tržištima tj. od spremnosti stranih investitora da investiraju (kreditiraju), ali i od stanja zaduženosti domaćih sektora i njihove tražnje za kreditima (država i banke); odnosno, govoreći o kupovini nekretnina, pitanje je u kojoj su mjeri neprodane nekretnine atraktivne stranim kupcima. Ipak, treba konstatovati da postoje značajne najave kada je u pitanju priliv SDI.

Što se tiče spremnosti banaka da kreditiraju, ne-realno je očekivati da će se oprezne politike banaka bitnije promijeniti tokom 2014. godine, čemu značajno doprinosi i dalje visok udio loših kredita. Stanje u metalskoj industriji će, naravno, najviše zavisiti od razvoja situacije sa KAP-om, što je vrlo teško predvidjeti. U mjeri u kojoj se krene/nastavi sa realizacijom investicionih projekata (tri na primorju, uz prvu dionicu autoputa Bar-Boljare, ali i drugih projekata), njihovi direktni i posredni efekti biće prisutni već u 2014.

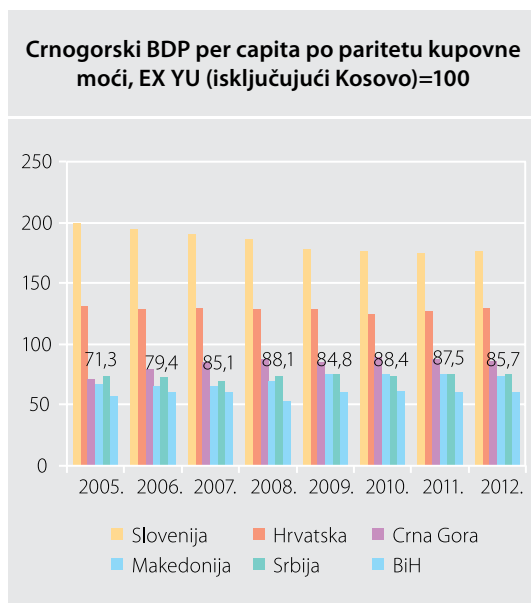
Prema prognozama inostranih institucija datih u tabeli 2.5, očekuje se pozitivan rast u 2014. godini. Međutim, stopa rasta od 2,2% (ako uzmemo prognozu MMF-a kao reprezentativnu) nije zadovoljavajuća za crnogorsku ekonomiju, imajući u vidu trenutnu razliku u nivou životnog standarda u odnosu na zemlje EU, prema kojima crnogorsko društvo nastoji da konvergira, iako u odnosu na region Crna Gora stoji solidno.

Grafik 2.1



Izvor: Eurostat

Grafik 2.2



Izvor: Eurostat, reskaliranje CBCG

U dokumentu „Pretpristupni ekonomski program za Crnu Goru 2013-2016“, koji je u januaru 2014. godine objavilo Ministarstvo finansija, urađena su dva makroekonomska scenarija, gdje se po osnovnom scenariju predviđa realni rast BDP-a od 3,6% u 2014. godini, dok se po scenariju nižeg rasta, koji, između ostalog, uključuje neke od gore navedenih problema, predviđa rast od 1,6%.

Tabela 2.5

Posljednje zvanične procjene odabranih međunarodnih institucija o kretanju BDP-a Crne Gore u 2014.	
Institucija	Prognoza stope rasta za 2014. godinu, %
MMF	2,2
EBRD	2,0
Evropska komisija	2,7

Tabela 2.6

Crna Gora: Odabrani ekonomski indikatori, 2012-2015.				
Indikator	2012.	2013.	2014.	2015.
		Prognoze		
Realni rast BDP-a, %	-2,5	2,4	2,7	3,0
Stopa nezaposlenosti (kao % ukupne radne snage)	19,6	19,6	19,2	18,5
Indeks potrošačkih cijena, %	4,1	2,2	2,3	2,6
Deficit tekućeg računa (% BDP-a)	-18,6	-15,1	-15,3	-15,8
Budžetski deficit (% BDP-a)	-5,6	-4,1	-2,5	-1,1
Državni dug (% BDP-a)	54,0	56,8	57,9	59,0

Izvor: Evropska komisija – Winter forecast 2014 (februar 2014)

Tabela 2.7

Crna Gora: Odabrani ekonomski indikatori, 2008-2014. (prognoze uz pretpostavku o važenju trenutne ekonomske politike i za budući period)							
	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
						Prognoze	
Realna ekonomija							
Nominalni BDP (u milionima eura)	3.086	2.981	3.104	3.234	3.276	3.411	3.567
Bruto nacionalna štednja (kao procenat BDP-a)	-10,0	-3,1	-2,6	-2,0	-1,5	0,3	1,8
Bruto investicije (kao procenat BDP-a)	40,7	27,1	22,8	19,5	20,3	21,0	21,9
(promjena u %)							
Realni BDP	6,9	-5,7	2,5	3,2	-0,5	1,5	2,2
Industrijska proizvodnja	-2,0	-32,2	17,5	-10,3	-7,1	...	...
Turizam							
Dolasci	4,8	1,6	4,6	8,7	4,8	...	...
Noćenja	6,9	-3,1	5,5	10,2	4,3	...	...
IPC (godišnji prosjek)	9,0	3,6	0,7	3,1	3,6	3,4	2,9
IPC (kraj perioda)	7,2	1,7	0,7	2,8	5,1	3,3	2,3
BDP deflator	7,7	2,4	1,6	0,9	1,9	2,5	2,4
Prosječna neto plata (dvanaestomjesečni prosjek) ¹	23,1	11,3	3,5	1,0	0,6	...	...
Novac i kredit (dvanaestomjesečni prosjek)							
Kreditni privatnom sektoru	25,0	-15,1	-8,9	-13,0	-3,1	0,2	1,0
Preduzeća	21,3	-18,0	-11,2	-20,3	-4,9	...	...
Stanovništvo	31,2	-10,7	-5,7	-3,2	-1,1	...	...
Depoziti privatnog sektora	-14,2	-4,1	5,9	1,2	7,2	...	...
(kao procenat BDP-a)							
Finansije opšte Vlade, po fakturiranoj realizaciji ²							
Prihod i grantovi	48,4	42,5	41,3	38,5	38,4	38,9	39,0
Rashodi (uključujući diskrepancu)	51,6	47,8	45,9	43,8	42,7	41,2	42,1
Deficit/suficit	-3,2	-5,4	-4,6	-5,2	-4,3	-2,3	-3,2
Primarni deficit/suficit	-2,4	-4,5	-3,6	-3,8	-2,5	-0,1	-0,5
Domaće finansiranje (neto)	2,1	-3,1	-1,4	0,7	-2,7	-4,7	0,0
Prilivi od privatizacije	1,2	4,4	0,8	0,5	0,4	0,6	0,5
(kao procenat BDP-a)							
Bruto dug opšte Vlade (stanje na kraju perioda)	29,0	38,2	40,9	46,0	51,9	55,3	54,1
(kao procenat BDP-a)							
Bilans plaćanja							
Saldo tekućeg računa	-49,8	-27,9	-22,9	-17,7	-17,9	-16,9	-16,4
Strane direktne investicije	18,9	35,8	17,8	12,0	14,1	14,6	15,2
Spoljni dug (stanje na kraju perioda)	90,8	93,5	96,4	101,4	108,4	113,3	113,6
Od čega: privatni sektor ³	75,2	70,0	67,0	68,5	68,9	68,9	68,6
Realni efektivni kurs (zasnovan na IPC-u; prosječna % promjena)							
(minus označava deprecijaciju)	-3,1	5,2	2,8	-3,2	0,9	...	...
Dodatno:							
Cijena aluminijuma (u eurima po toni)	1.892	1.143	1.644	1.822	1.533	1.495	1.542

1) Podaci o platama za 2009. su prilagođeni da bi se uvažila promjena u metodologiji od strane Monstata, počev od 01.01.2010.

2) Uključuje državne fondove i opštine, ali ne preduzeća u državnom vlasništvu.

3) Podaci iz bilansa plaćanja revidirani su krajem 2012. radi ispravke u vezi sa neregistrovanim prihodima od turizma, što je dovelo do prosječnog godišnjeg poboljšanja na saldu tekućeg računa od 1,7% BDP-a za period 2009-2011.

4) Ocjene, jer se statistika privatnog duga ne publikuje.

Izvor: Preuzeto iz Izvještaja Misije MMF-a u okviru konsultacija po Članu IV Statuta MMF-a, avgust 2013.
(Originalni izvor: MF, CBCG, Monstat, ZZZ, prognoze i ocjene MMF-a)

Tabela 2.8

Crna Gora, prognoze WIW-a iz februara 2014. godine					
Indikator	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.
				Prognoze	
Realni rast BDP-a (%)	3,2	-2,5	2,5	2,1	2,9
Potrošačke cijene (% promjena u odnosu na prethodnu godinu)	3,1	4,1	2,2	3,8	3,0
Stopa nezaposlenosti, % (prema Anketi o radnoj snazi)	19,7	19,7	20,0	19,0	19,0
Tekući račun (% BDP)	-17,7	-18,7	-15,0	-15,4	-15,4

Tabela 2.9

Realni rast BDP-a, prognoze EBRD-a, %					
Zemlja/region	2012.	Prognoza, januar 2014.		Prognoza, oktobar 2013.	
		2013.	2014.	2013.	2014.
Centralna Evropa i Baltičke zemlje					
Hrvatska	-2,0	-0,7	1,0	-0,8	1,5
Estonija	3,9	1,2	2,8	1,2	2,5
Mađarska	-1,7	1,2	1,7	0,5	1,2
Letonija	5,2	4,4	4,1	4,2	3,2
Litvanija	3,7	2,8	3,3	3,0	3,5
Poljska	1,9	1,3	2,7	1,2	2,3
Slovačka	1,8	0,9	2,0	0,9	2,0
Slovenija	-2,5	-1,7	-2,0	-2,4	-2,5
Prosjek	1,2	1,1	2,2	0,9	1,9
Jugoistočna Evropa					
Albanija	1,6	1,5	1,7	1,2	2,0
Bosna i Hercegovina	-0,5	0,8	1,8	0,1	1,8
Bugarska	0,8	0,7	1,8	0,4	2,0
Makedonija	-0,3	3,0	3,0	2,4	2,7
Kosovo	2,5	2,5	3,5	2,5	3,5
Crna Gora	-0,5	1,5	2,0	1,5	2,0
Rumunija	0,7	2,5	2,4	2,2	2,4
Srbija	-1,7	2,2	1,3	1,4	1,7
Prosjek	0,4	2,0	2,1	1,6	2,2

Prema modelskoj projekciji CBCG, u 2014. godini rast BDP-a će se kretati u rasponu 3,2-3,8%, sa centralnom projekcijom od 3,5%. Radi testiranja centralne projekcije BDP-a urađena je i procjena BDP-a po potrošnoj metodi. Polazne pretpostavke za obračun po potrošnoj metodi obuhvataju sljedeće:

- Stagnaciju i neznan rast od 0,3% potrošnje domaćinstava. Stagnacija primanja po osnovu zarada i penzija uticaće na potrošnju domaćinstava. Do blagog rasta potrošnje domaćinstava može doći usljed određenog novog zapošljavanja, uslovljenog jačanjem investicione aktivnosti, posebno u drugoj polovini godine;

- Učešće državne potrošnje u ovom periodu može rasti kao posljedica izdataka za finansiranje prve dionice autoputa, koja će se realizovati kroz kapitalni budžet. Ipak, multiplikativni efekti investicija imaju uticaj na rast budžetskih prihoda, te se ne očekuju veća budžetska opterećenja;
- Rast investicija u osnovna sredstva usljed pojačanih nabavki investicione opreme i postrojenja potrebnih za izgradnju najavljenih značajnih projekata;
- Promjene u zalihama će biti na nivou prošlogodišnjih;
- Izvoz roba i usluga će postepeno rasti, jer će u 2014. godini biti pod uplivom visoke osnove izvoza roba iz 2013. godine. Uvoz će imati slab rast i biće pod uticajem pojačanog uvoza investicione opreme i supstitucije uvoza hrane domaćom proizvodnjom.

Po potrošnoj metodi, u 2014. godini BDP će ostvariti stopu rasta od 3,5%, što potvrđuje validnost centralne projekcije rasta BDP-a.

Sa druge strane, ponderacija procjena rasta realnog BDP-a od strane međunarodnih institucija i instituta ukazuje da bi rast crnogorskog BDP-a u 2014. trebalo da bude na nivou od 2,3%.

2.2. Inflacija

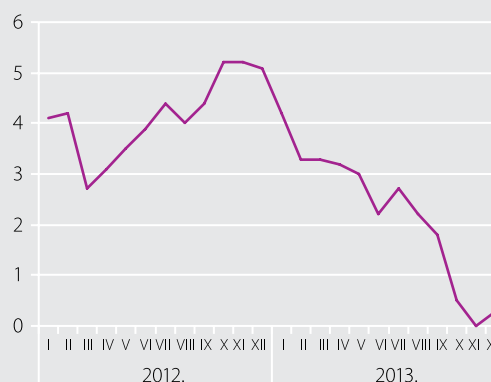
Nakon kontinuirane i izražene dezinflacije tokom godine, godišnja stopa inflacije u decembru 2013. opala je na 0,3%, u odnosu na 5,1% iz decembra prethodne godine. Ovogodišnja stopa inflacije rezultat je prilično raznolikog kretanja cijena kategorija proizvoda i usluga koje ulaze u sastav indeksa potrošačkih cijena u Crnoj Gori, ponegdje i uz značajne varijacije u okviru samih kategorija. Rast cijena je prije svega posljedica povećanja cijena iz kategorije „alkoholona pića i duvan“ za 7,4% (zbog viših cijena duvana, a usljed povećanja akciza na duvan i duvanske proizvode), „stanovanje“ za 1,7% (zbog poskupljenja električne energije), „ostali proizvodi i usluge“ za 3% (zbog viših cijena električnih aparata za ličnu njegu i ostalih proizvoda i aparata za ličnu njegu) i „zdravlje“ za 1,4% (zbog poskupljenja farmaceutskih proizvoda).

Na opadanje inflacije prevashodno je uticao pad cijena proizvoda iz kategorije „hrana i bezalkoholna pića“, za 0,6%, iako su cijene proizvoda iz te kategorije ispoljile veoma različita kretanja. Najznačajnija su bila pojeftinjenja mlijeka, sira i jaja, ulja i masti, hljeba i žitarica. Pad cijena tih proizvoda bio je „jači“ i od rasta cijena povrća, podgrupe koja je uz ponder 3,84% i rast cijena od 11,3% imala najznačajniji uticaj na opšti rast cijena. Pored hrane i pića, najveći uticaj na opadanje inflacije imao je pad cijena iz kategorija „prevoz“ za 1,1% (zbog pojeftinjenja goriva i maziva, i održavanja i popravke vozila) i „rekreacija i kultura“ za 2,7% (zbog pada cijena knjiga).

Učešća promjene cijena glavnih kategorija roba i usluga u promjeni opšteg nivoa cijena data su u tabeli 2.10.

Grafik 2.3

Potrošačke cijene, godišnja stopa rasta, %



Izvor: Monstat

Tabela 2.10

Učešće kretanja cijena pojedinih kategorija proizvoda u ukupnoj inflaciji				
	Ponder	Stopa rasta, XII 13 / XII 12.	Učešće, p.p.	Učešće, %
UKUPNO	1.000	0,3	0,3	100,0
Hrana i bezalkoholna pića	386,4	-0,6	-0,23	-81,0
Alkoholna pića i duvan	37,9	7,4	0,28	96,8
Odjeća i obuća	70,7	0,3	0,02	7,4
Stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva	153,1	1,7	0,26	91,1
Pokuštvo i rutinsko održavanje stana	46,9	-0,1	-0,01	-2,4
Zdravlje	38,2	1,4	0,05	18,1
Prevoz	101,0	-1,1	-0,11	-38,2
Komunikacije	57,1	-0,7	-0,04	-12,8
Rekreacija i kultura	27,2	-2,7	-0,07	-25,3
Obrazovanje	15,7	0,2	0,00	1,0
Hoteli i restorani	23,0	0,1	0,00	0,5
Ostali proizvodi i usluge	42,8	3,0	0,13	44,8

Izvor: Monstat, kalkulacije CBCG

Prema harmonizovanom indeksu potrošačkih cijena (metodološki standard u EU/Eurozoni, nešto različit od indeksa potrošačkih cijena), godišnja stopa inflacije u Crnoj Gori iznosila je 0,4%, nakon 4,4% iz decembra 2012. godine. Poređenja radi, godišnja stopa inflacije u decembru 2013. u Crnoj Gori bila je niža i od stope inflacije u EU, tj. Eurozoni, koja je iznosila 1%, odnosno 0,8%. Takođe, inflacija je bila niža nego u Sloveniji (0,9%) i Hrvatskoj (0,5%), a i u odnosu na druge regionalne zvanične i potencijalne kandidate za članstvo u EU, osim BiH, u kojoj je zabilježena deflacija.

Tabela 2.11

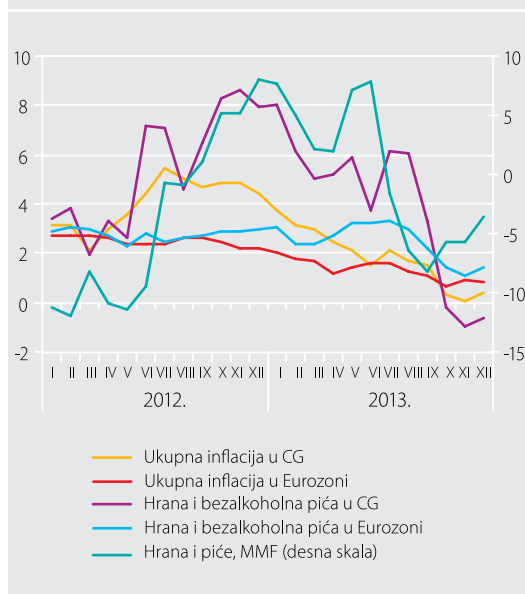
IPC (HIPC) odabranih zemalja, %									
	XII '08. XII '07.	XII '09. XII '08.	XII '10. XII '09.	XII '11. XII '10.	XII '12. XII '11.	III '13. III '12.	VI '13. VI '12.	IX '13. IX '12.	XII '13. XII '12.
EU	2,2	1,4	2,6	3,0	2,3	1,9	1,7	1,3	1,0
Eurozona	1,6	0,9	2,2	2,7	2,2	1,7	1,6	1,1	0,8
Hrvatska	2,9	1,9	1,8	2,1	4,7	3,4	2,2	1,7	0,5
Slovenija	1,8	2,1	2,2	2,1	3,1	2,0	2,2	1,5	0,9
Crna Gora	6,9	1,5	0,7	2,8	5,1	3,3	2,2	1,8	0,3
Makedonija	4,1	-1,6	3,0	2,8	4,7	3,1	4,2	1,6	1,4
Srbija	8,6	6,6	10,3	7,0	12,2	11,2	9,8	4,9	2,2
Albanija	2,2	3,5	3,4	1,7	2,4	2,4	2,3	1,7	1,9
BiH	3,8	0,0	3,1	3,1	1,8	0,6	1,0	-0,5	-1,2
Kosovo	0,5	0,1	6,6	3,6	3,7	2,6	2,6	0,2	0,5

Izvor: statistički zavodi

Sa ponderom 38,6% za IPC, tj. 33,1% za HIPC (koji je ranije bio još veći), hrana ostaje ubjedljivo najznačajnija kategorija-faktor ukupne stope inflacije. U Eurozoni, a u skladu sa potrošnjom prosječnog domaćinstva i njegovim izdvajanjem za hranu i bezalkoholna pića, isti ponder iznosi svega 15,4%. Posljedično, globalne promjene cijene hrane se mnogo manje odražavaju na opštu inflaciju u Eurozoni u odnosu na Crnu Goru. Osim toga, odstupanje kretanja cijena hrane u Crnoj Gori u odnosu na Eurozonu rezultat je djelovanja više faktora: postojanja zaliha i njihove relativne veličine, mogućnosti supstitucije i preferencije prema supstituciji, geografske pozicije i transportnih troškova, razvijenosti konkurencije kod uvoznika i trgovaca na malo, promjena poreskih, carinskih, administrativnih i drugih mjera ekonomske politike, trenutnog opšteg stanja u privredi, ponekad i razlike u strukturi same kategorije „hrana i bezalkoholna pića“, i ostalih ekonomskih i drugih faktora. Ako govorimo o razlici u odnosu na globalne cijene hrane, promjene kursa euro-dolar su još jedan bitan faktor odstupanja.

Grafik 2.4

Kretanje opšte inflacije i inflacije prehrambenih proizvoda u Crnoj Gori i Eurozoni, uz MMF-ov indeks hrane i pića; HIPC, %, godišnja stopa



Izvor: Monstat, Eurostat, MMF

MMF prognozira pad cijena hrane (berzanskih standardizovanih proizvoda) od 10,4% tokom 2014. godine, nakon čega se očekuje stagnacija. Očekuje se i nešto niži nivo cijena nafte i ostalih energenata, tako da bi, sa tog stanovišta, sa globalne scene trebalo očekivati dezinflatorne/deflatorne uticaje u 2014.

„Fan chart“ CBCG za inflaciju u Crnoj Gori, baziran na procjeni ARIMA modela za 2014. godinu, pokazuje da će se, sa vjerovatnoćom od 90%, inflacija, mjerena preko indeksa potrošačkih cijena, u zavisnosti od mjeseca, kretati u intervalu od -0,5% do 2,2%. Pritom se za kraj 2014. godine projektuje inflacija u rasponu -0,2% do 2,2%. Naime, sa rastom vremenskog horizonta za projektovanje, raste i neizvjesnost, a samim tim se širi i raspon prognoze.

Polazne osnove prognoze inflacije za 2014. godinu (nominalni godišnji rast) su:

1. Pored pretpostavki međunarodnih institucija da neće doći do značajnijeg rasta cijena hrane, u modelskoj projekciji inflacije pretpostavili smo sezonske oscilacije poljoprivrednih proizvoda;
2. Iako se pretpostavlja da cijene nafte i naftnih derivata neće rasti u 2014. godini, ipak, zbog geopolitičkih tenzija pretpostavili smo rast cijena nafte i naftnih derivata od 5%;
3. Imajući u vidu neizvjesnost vremenskih prilika, pretpostavljen je rast cijena električne energije do 5%;
4. Realne zarade u 2014. godini će biti na nivou iz 2013. godine;
5. Nastavak stagnacije i blagi pad cijena nekretnina,
6. Nije pretpostavljen rast PDV-a, kao ni drugih poreskih opterećenja.

Razumljivo, promjene neke od navedenih pretpostavki zahtijevale bi korekciju prognoze.

S druge strane, ekspertska procjena je vrlo slična modelskoj, prema kojoj će inflacija u 2014. godini biti u rasponu od 0% do 3%. Međutim, kao što je i „fan chart“ zakrivljen ka nižim nivoima inflacije, tako i naša ekspertska procjena nije simetrična, već se centralna (realna) projekcija nalazi bliže donjem pragu očekivane stope inflacije.

2.3. Budžetski deficit/suficit

Efekti ekonomske krize su i u prethodnoj godini uticali na to da se budžetske projekcije ne ostvaruju u obimu i dinamici kako je to planirano. Tako je i u 2013. godini crnogorski budžet karakterisao veći nivo deficita od planiranog, primarno usljed aktiviranja garancija za kredite date KAP-u¹⁰. Sa druge strane, bolja naplata PDV-a i doprinosa u odnosu na plan, uz određene uštede, omogućila je ublažavanje efekta aktiviranja garancija i spriječila veći budžetski deficit.

Tabela 2.12

Kretanje budžetskog deficita/suficita						
Opis/Period	2009.	2010.	2011.	2012.	Procjena 2013.	Projekcija 2014.
Izvorni prihodi, u milionima eura	1.169,3	1.140,4	1.129,1	1.121,0	1.235,1	1.268,1
Izdaci, u milionima eura	1.301,4	1.252,6	1.318,8	1.333,9	1.363,5	1.337,6
Deficit/suficit, u milionima eura	-132,1	-112,2	-189,7	-212,9	-128,3	-69,5
Deficit/suficit, kao % učešća u BDP-u	-4,4	-3,6	-5,9	-6,8	-3,8	-2,0

Izvor: Ministarstvo finansija

Izvorni prihodi budžeta u 2013. godini iznosili su 1.235,1 milion eura ili 37,0% procijenjenog BDP-a¹¹. U odnosu na plan, ovi prihodi su bili viši za 6,3%, najviše kao rezultat višeg ostvarenja prihoda od PDV-a (56,1 milion eura, ili 15,1%) i doprinosa za penzijsko-invalidsko osiguranje (15,1 milion eura, ili 6,7%). U odnosu na 2012. godinu, izvorni prihodi zabilježili su rast od 10,2%.

Prema procjeni Ministarstva finansija, ukupni prilivi budžeta u 2013. godini iznosili su 1.605,2 miliona eura, ili 48,1% procijenjenog BDP-a.

¹⁰ Budžet podrazumijeva agregat centralnog budžeta i budžeta državnih fondova, što je obuhvat koji će se konzistentno primjenjivati u cijelom izvještaju.

¹¹ Procijenjeni BDP za 2013. godinu iznosi 3.336 miliona eura.

Tabela 2.13

Ostvarenje prihoda budžeta u 2013. godini							
Vrsta prihoda	Ostvareno 2013.	Učešće u BDP-u	Učešće u prihodima*	Plan 2013.	Ostvareno u odnosu na plan	Ostvareno 2012.	Ostvareno 2013/2012.
	Milioni €	%	%	Milioni €		Milioni €	
Porezi	755,7	22,7	61,2	700,4	107,9	687,4	109,9
Porez na dohodak fizičkih lica	95,6	2,9	7,7	90,9	105,2	82,3	116,2
Porez na dobit pravnih lica	40,6	1,2	3,3	41,9	96,9	64,0	63,5
Porez na promet nepokretnosti	1,4	0,0	0,1	1,5	94,7	1,4	99,9
Porez na dodatu vrijednost	429,2	12,9	34,7	373,0	115,1	354,7	121,0
Akcize	161,4	4,8	13,1	157,4	102,5	151,8	106,4
Porez na međunarodnu trgovinu i transakcije	22,3	0,7	1,8	31,2	71,4	29,0	76,9
Ostali republički porezi	5,1	0,2	0,4	4,4	115,4	4,3	118,9
Doprinosi	398,5	11,9	32,3	384,2	103,7	362,3	110,0
Doprinosi za penzijsko i invalidsko osiguranje	241,9	7,3	19,6	226,8	106,7	216,5	111,8
Doprinosi za zdravstveno osiguranje	134,7	4,0	10,9	133,9	100,6	125,7	107,1
Doprinosi za osiguranje od nezaposlenosti	10,8	0,3	0,9	11,2	96,0	10,0	107,8
Ostali doprinosi	11,1	0,3	0,9	12,2	90,6	10,0	110,5
Takse	27,1	0,8	2,2	29,1	93,1	18,0	150,4
Naknade	13,2	0,4	1,1	13,9	95,5	12,7	104,2
Ostali prihodi	33,1	1,0	2,7	29,4	112,5	35,1	94,2
Primici od otplate kredita i sredstva prenjeta iz prethodne godine	7,6	0,2	0,6	4,8	157,3	5,5	137,6
IZVORNI PRIHODI	1.235,1	37,0	100,0	1.161,8	106,3	1.121,0	110,2
Pozajmice i krediti iz domaćih izvora	102,8	3,1	6,4	0,0	---	63,5	162,1
Pozajmice i krediti iz inostranih izvora	230,5	6,9	14,4	250,0	92,2	258,1	89,3
Donacije	6,6	0,2	0,4	0,0	---	5,0	131,4
Prihodi od privatizacije	11,9	0,4	0,7	8,0	149,4	3,5	343,9
Rast (-) / korišćenje (+) državnih depozita	18,2	0,5	1,1	-44,0	-41,3	0,9	2.015,4
UKUPNI PRILIVI	1.605,2	48,1	100,0	1.375,8	116,7	1.452,0	110,6

* Kao učešće u izvornim prihodima, a kod drugih tipova priliva (prihod od privatizacije, donacije, pozajmice i krediti, korišćenje državnih depozita) kao učešće u ukupnim prilivima.

Izvor: Ministarstvo finansija

Izdaci¹² budžeta u 2013. godini iznosili su 1.363,5 miliona eura, što čini 40,9% procijenjenog BDP-a. Ostvareni izdaci u odnosu na 2012. godinu zabilježili su rast od 2,2%. Gledano u odnosu na plan, izdaci su viši za 8,5% (106,4 miliona eura), a odstupanje je u najvećoj mjeri rezultat pomenutog aktiviranja garancija za kredite za koje je država garantovala (107,2 miliona eura, dok je u 2012. u te svrhe potrošeno 24,7 miliona eura).

¹² Ukupni odlivi umanjeni za otplatu dugova.

Tabela 2.14

Izdaci budžeta u 2013. godini							
Vrsta izdatka	Ostvareno 2013.	Učešće u BDP-u	Učešće u izdacima*	Plan 2013.	Ostvareno u odnosu na plan	Ostvareno 2012.	Ostvareno 2013/2012.
	Milioni €	%	%	Milioni €		Milioni €	
Tekući izdaci	600,3	18,0	44,0	592,6	101,3	667,0	90,0
Bruto zarade i doprinosi na teret poslodavca	366,1	11,0	26,9	372,1	98,4	374,7	97,7
Ostala lična primanja	12,0	0,4	0,9	10,5	114,7	10,1	119,5
Rashodi za materijal i usluge	90,4	2,7	6,6	82,0	110,3	150,5	60,1
Tekuće održavanje	20,4	0,6	1,5	20,5	99,8	22,5	90,6
Kamate	67,4	2,0	4,9	70,4	95,8	56,9	118,6
Renta	7,9	0,2	0,6	7,9	100,7	7,1	111,5
Subvencije	17,4	0,5	1,3	14,2	122,5	25,9	67,4
Ostali izdaci	6,3	0,2	0,5	5,8	109,0	13,4	46,9
Kapitalni izdaci tekućeg budžeta i državnih fondova	12,2	0,4	0,9	9,3	131,1	-	-
Transferi za socijalnu zaštitu	483,0	14,5	35,4	497,9	97,0	481,6	100,3
Transferi institucijama, pojedincima, NVO i javnom sektoru	94,3	2,8	6,9	91,9	102,6	31,5	299,3
Kapitalni izdaci	61,8	1,9	4,5	65,6	94,1	76,0	81,3
Pozajmice i krediti	2,8	0,1	0,2	1,7	160,0	1,8	155,0
Rezerve	14,1	0,4	1,0	7,4	192,0	18,1	78,1
Neto povećanje obaveza	0,0	0,0	0,0	-95,3	0,0	33,1	0,0
Otplata garancija	107,2	3,2	7,9	0,0	---	24,7	433,8
IZDACI	1.363,5	40,9	100,0	1.257,1	108,5	1.333,9	102,2
Otplata dugova rezidentima	112,7	3,4	7,0	23,8	473,5	60,6	185,9
Otplata dugova nerezidentima	68,8	2,1	4,3	62,7	109,7	54,9	125,4
Otplata obaveza iz prethodnog perioda	60,3	1,8	3,8	32,2	187,3	2,6	2.293,6
UKUPNI ODLIVI	1.605,2	48,1	100,0	1.375,8	116,7	1.452,0	110,6

* Kao učešće u izdacima, a kod drugih tipova odliva (otplata dugova) kao učešće u ukupnim odlivima.

Izvor: Ministarstvo finansija

Prema procjeni Ministarstva finansija, budžet Crne Gore je u 2013. godini ostvario deficit u iznosu od 128,3 miliona eura, ili 3,8% BDP-a, što je jedan procentni poen BDP-a više od planiranog. Ovo je peta godina za redom u kojoj je zabilježen deficit budžeta, a prosječan nivo deficita tokom posljednjih pet godina iznosio je 4,9% BDP-a. Ujedno, u pitanju je peta godina za redom u kojoj je zabilježen i primarni deficit budžeta (razlika između deficita i izdataka za kamate). Ipak, ohrabrujuće djeluje činjenica da je budžetski deficit niži u odnosu na prošlogodišnji i pored aktiviranja garancija i visokog nivoa vanrednih rashoda. Da nije bilo ranjivosti iz prethodnog perioda (garancije i isplate po sudskim odlukama) budžetski deficit bi bio manji od 1% BDP-a, što bi bilo među najboljim rezultatima u Evropi.

Dodatno, otplata duga iznosila je 241,8 miliona eura (što je iznos koji ne ulazi u deficit), tako da su ukupno nedostajuća sredstva za 2013. godinu bila 370,1 milion eura, ili 11,1% BDP-a. Ovaj iznos je finansiran pozajmicama iz inostranih izvora (230,5), pozajmicama iz domaćih izvora (102,8), korišćenjem državnih depozita (18,2), prihodima od prodaje državne imovine (11,9) i donacijama (6,6 miliona eura).

Prema Zakonu o budžetu Crne Gore za 2014. godinu, planiran je deficit od 69,5 miliona eura (2,0% BDP-a), a kako je za plaćanje kamata (što je trošak koji se odnosi na planiranja i izvršenja budžeta u prethodnom periodu) predviđeno 73,3 miliona eura, to bi značilo da se za 2014. planira blagi primarni suficit budžeta (3,8 miliona eura). Ipak, biće pravi izazov zadržati se u tim granicama deficita (i ostvariti primarni suficit), jer su, između ostalog, prethodnih godina izvršenja uglavnom podbacivala u odnosu na plan, bilo na prihodnoj ili rashodnoj strani.

2.4. Državni dug

Kako se deficiti budžeta automatski prelivaju na dug, to je državni dug porastao i tokom 2013. pa je, prema podacima Ministarstva finansija, na kraju godine iznosio preko 1,9 milijardi eura, ili 58% procijenjenog BDP-a za 2013. godinu. U odnosu na kraj 2012, državni dug je tako uvećan za 13,8%, a nastavak rasta državnog duga se očekuje i u 2014. godini. U periodu 2008-2013. dug je porastao za 30,5 p.p. (sa 27,5% na 58% BDP-a), i sada je sasvim blizu Mastroitskog kriterijuma (60% BDP-a), iako je i dalje niži u odnosu na veći broj zemalja EU.

Unutrašnji dug je porastao za 96,2 miliona eura tokom 2013. godine, ili 23,8%, primarno usljed rasta duga lokalnih samouprava i duga po osnovu kredita kod poslovnih banaka, za po preko 50 miliona eura.

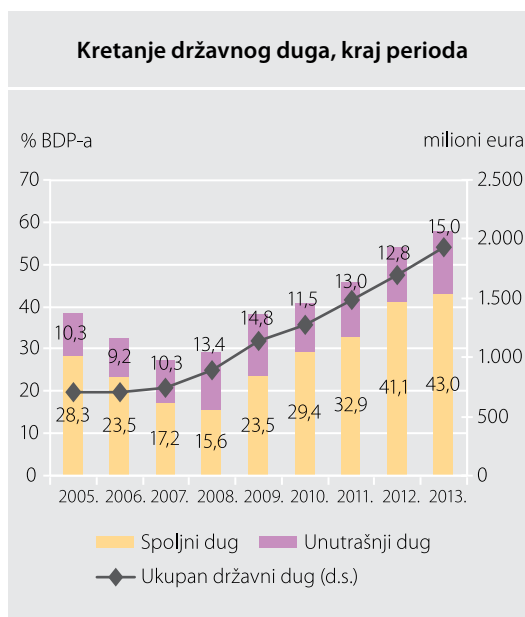
Spoljni dug na kraju 2013. godine iznosio je 1.433 miliona eura ili 43% BDP-a. U odnosu na kraj 2012. godine bio je veći za 138 miliona eura ili 10,7%, a najviše je uvećan zahvaljujući novoj emisiji euroobveznica (u decembru 2013), u iznosu od 80 miliona eura, kao i kreditnom aranžmanu sa Dojče bankom (*Deutsche bank*), u iznosu od 60 miliona eura, sklopljenom u julu 2013, kada je bilo urgentno obezbijediti sredstva za plaćanje garancija po kreditima za KAP.

Tabela 2.15

Plan glavnih kategorija budžeta za 2014, u milionima eura	
Izvorni prihodi	1.268,1
Porezi i doprinosi	1.195,7
Ostali prihodi	72,4
Izdaci	1.337,6
Tekuća budžetska potrošnja	1.235,8
Kapitalni budžet CG	101,8
Deficit	69,5
Primarni suficit	3,8
Otplata duga	171,4
Otplata glavnice rezidentima	30,0
Otplata glavnice nerezidentima	108,1
Otplata obaveza iz prethodnog perioda	33,3
Nedostajuća sredstva	241,0
Finansiranje	241,0
Pozajmice i krediti iz inostranih izvora	228,0
Donacije	8,0
Prihodi od privatizacije i prodaje imovine	5,0

Izvor: Zakon o budžetu Crne Gore za 2014. godinu („SL CG“ 61/2013)

Grafik 2.5



Izvor: Ministarstvo finansija

Tabela 2.16

Struktura unutrašnjeg duga, 31.12.2013. (sortirano po stanju duga)				
Kreditor	Unutrašnji dug, milioni €	% BDP-a	% unutrašnjeg državnog duga	% ukupnog državnog duga
Dug lokalnih samouprava	135,9	4,1	27,1	7,0
Kredit kod poslovnih banaka	102,9	3,1	20,6	5,3
Obaveze po osnovu obeštećenja	90,2	2,7	18,0	4,7
Državni zapisi	78,4	2,4	15,7	4,1
Stara devizna štednja	68,9	2,1	13,8	3,6
Kredit nefinansijskih institucija	18,0	0,5	3,6	0,9
Obveznice Fonda rada	4,6	0,1	0,9	0,2
Zaostale penzije	1,8	0,1	0,4	0,1
UKUPNO	500,7	15,0	100,0	25,9

Izvor: Ministarstvo finansija

Tabela 2.17

Struktura spoljnog duga, 31.12.2013. (sortirano po stanju duga)					
Kreditor	Spoljni dug, miliona €	Nepovučena sredstva, miliona €	% BDP-a	% spoljnog državnog duga	% ukupnog državnog duga
EUROBOND	460,0	0,0	13,8	32,1	23,8
Credit Suisse	242,0	0,0	7,3	16,9	12,5
Međunarodna banka za obnovu i razvoj (IBRD)	235,6	23,3	7,1	16,4	12,2
Zemlje članice Pariskog kluba kreditora*	98,8	0,0	3,0	6,9	5,1
Evropska investiciona banka (EIB)	96,3	39,5	2,9	6,7	5,0
Međunarodna organizacija za razvoj (IDA)**	61,4	0,2	1,8	4,3	3,2
Deutsche bank	60,0	0,0	1,8	4,2	3,1
Erste	27,8	0,0	0,8	1,9	1,4
EUROFIMA	20,8	0,0	0,6	1,5	1,1
Češki exim	19,7	0,0	0,6	1,4	1,0
EBRD	18,6	18,5	0,6	1,3	1,0
Kreditna banka za obnovu - Njemačka (KfW)	18,3	78,6	0,5	1,3	0,9
Steiermarkische Sparkassen	16,5	0,0	0,5	1,2	0,9
Mađarski kredit	10,4	0,0	0,3	0,7	0,5
Razvojna banka Savjeta Evrope	9,1	0,0	0,3	0,6	0,5
Poljski kredit	9,0	0,0	0,3	0,6	0,5
Erste Fond zdravstva	8,6	0,0	0,3	0,6	0,4
Francuski kredit – Natixis	8,1	0,0	0,2	0,6	0,4
Evropska Zajednica	5,5	0,0	0,2	0,4	0,3
ICO Deponija	5,0	0,0	0,1	0,3	0,3
Exim Ante Đedović	1,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Međunarodna finansijska organizacija (IFC)	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
UKUPNO	1.433,0	160,0	43,0	100,0	74,0

* Na 31.12.2013. godine 26,3% duga je denominovano u USD, CHF i NOK.

** Dug je denominovan u SPV, a time posredno u USD, EUR, GBP i JPY.

Izvor: Ministarstvo finansija

Jasno je da se u narednom periodu dinamika deficita i produbljivanja duga mora uravnotežiti. Takođe, treba imati u vidu da bi kako povećanje državnih prihoda, tako i smanjenje rashoda, izvršilo pritisak na finansijski sistem, tj. bankarski sektor kao njegov ključni dio, prije svega kroz pogoršanje finansijske pozicije nefinansijskog privatnog sektora, a preko uticaja na neredovno izmirivanje kredita.

Boks 2.1 – Kreditni rejting Crne Gore

Na kraju 2013. godine, Crna Gora je imala BB– (BB minus) kao dugoročni kreditni rejting u stranoj valuti, dodijeljen od strane rejting agencije Standard and Poor's (*Standard and Poor's*, ili *S&P*). Rejting Crne Gore se nije mijenjao tokom 2013, a aktuelan je od juna 2012, nakon što je tada snižen sa BB na BB–. Međutim, krajem novembra 2013. promijenjena je ocjena za izgleda (*outlook*), iz stabilnih u negativne. BB+/stabilno, dodijeljen u martu 2007, bio je najjači rejting od kada S&P dodjeljuje rejting Crnoj Gori, tj. od decembra 2004. godine.

BB– je „neinvesticioni špekulativni rejting“, gdje je „dužnik manje ranjiv u kratkom roku u odnosu na niže rangirane dužnike. Međutim, dužnik je suočen sa velikim neizvjesnostima, i izložen je nepovoljnim poslovnim, finansijskim i ekonomskim uslovima, koji mogu dovesti do nedovoljnog kapaciteta da izmiri svoje finansijske obaveze“. Negativni izgledi znače da postoji mogućnost (ali ne i neminovnost) da rejting bude snižen u sljedećih 6-24 mjeseci.

U odnosu na druge zemlje regiona, Crna Gora je u grupi zemalja sa gorim rejtingom, i dijeli poziciju sa Makedonijom i Srbijom na kraju 2013, s tim da Makedonija ima stabilne izgleda. Na posljednjem mjestu je Grčka, sa rejtingom B–. Međutim, ostale zemlje regiona nijesu ni bitno bolje u odnosu na Crnu Goru. Jedino Slovenija i Bugarska imaju investicioni rejting (A– i BBB), dok je Hrvatskoj, najnovijoj članici EU, od januara 2014. rejting snižen na BB.

Tabela 1

Dugoročni kreditni rejting u stranoj valuti S&P-a za zemlje regiona (stanje na kraj 2013; rangirano prema rejtingu)

Zemlja	Rejting	Početak važenja	Izgledi	Početak važenja
Slovenija	A–	12.02.2013.	Stabilni	12.02.2013.
Bugarska	BBB	30.10.2008.	Negativni	13.12.2013.
Rumunija	BB+	27.10.2008.	Pozitivni	22.11.2013.
Hrvatska	BB+	14.12.2012.	Negativni	02.08.2013.
	(BB)	(24.01.2014.)	(Stabilni)	(24.01.2014.)
Makedonija	BB–	24.05.2013.	Stabilni	24.05.2013.
Crna Gora	BB–	13.06.2012.	Negativni	29.11.2013.
Srbija	BB–	07.08.2012.	Negativni	07.08.2012.
BiH	B	28.03.2012.	Stabilni	28.03.2012.
Albanija	B	06.12.2013.	Negativni	06.12.2013.
Grčka	B–	18.12.2012.	Stabilni	18.12.2012.

Izvor: Blumberg

Garancije

Strane garancije Crne Gore na kraju 2013. godine iznosile su 279,6 miliona eura, ili 8,4% BDP-a, odnosno 14,5% ukupnog državnog duga. Takođe, treba pomenuti i dio sredstava koja nijesu povučena, a za koja će država garantovati ako do povlačenja dođe. U pitanju je iznos od 121,4 miliona eura, to jest 3,6% BDP-a, odnosno 6,3% ukupnog državnog duga.

Tabela 2.18

Strane garancije, stanje na 31.12.2013, u eurima (sortirano po stanju duga; sivom bojom su označene rizične garancije)						
Kreditor	Zajam	Zajmoprimac	Godina potpisivanja	Potpisano	Povučeno	Stanje duga po zajmu
EIB	Mala i srednja preduzeća preko poslovnih banaka	Poslovne banke	2009.	90.000.000	90.000.000	75.771.740
EXIM Kina	Nabavka i remont brodova	Crnogorska plovidba	2010.	34.385.798	34.385.798	*34.385.798
WTE Wassertechnik	Projekat otpadnih voda	Opština Budva	2010.	29.250.000	29.250.000	29.250.000
EIB	Projekat evropskih puteva	Monteput	2004.	24.000.000	24.000.000	21.480.014
KfW	EPCG - Zamjena filtera u TE Pljevlja I proširenje trafo stanica Podgorica-Ribarevine	EPCG	2008.	15.000.000	14.181.782	13.431.782
EBRD	Projekat hitne obnove Željezničke infrastrukture 2	Željeznička infrastruktura AD, Podgorica	2009.	15.000.000	12.477.787	12.477.787
EBRD	Projekat nabavke elektromotornih jedinica i dijagnostičke opreme	Željeznički prevoz AD	2010.	13.550.000	12.304.396	12.304.396
EXIM Kina	Nabavka i remont brodova	Barska plovidba	2013.	33.663.200	9.280.000	*9.280.000
KfW	NLB	NLB	2009.	16.000.000	16.000.000	9.090.909
EIB	Modernizacija aerodroma	JP Aerodromi Crne Gore	2004.	12.000.000	11.000.000	8.866.667
KfW	Erste banka	Erste banka	2009.	15.000.000	15.000.000	6.818.182
EBRD	Projekat izgradnje regionalnog vodovoda - južni krak faza I	JP Regionalni vodovod - prva tranša	2007.	8.000.000	8.000.000	6.000.000
EIB	Rekonstrukcija elektroenergetskog sistema	Elektroprivreda CG AD	2002.	11.000.000	8.023.090	5.974.324
EBRD	Projekat izgradnje regionalnog vodovoda - južni krak faza II	JP Regionalni vodovod - druga tranša	2008.	7.000.000	7.000.000	5.541.667
KfW	EPCG-Piva	EPCG	2007.	16.000.000	5.453.382	5.453.382
Abu Dhabi fond	Projekat vodosnabdijevanje	JP Regionalni vodovod	2010.	8.611.979	4.661.506	**4.661.506
Češka eksportna banka	Završetak pruge Podgorica- Nikšić	ZICG	2011.	5.000.000	4.978.102	4.480.292
EBRD	Modernizacija aerodroma	JP Aerodromi Crne Gore	2003.	11.000.000	10.235.127	4.258.821
KfW	EPCG - trafo stanica Podgorica-Ribarevine	EPCG	2007.	5.400.000	4.586.898	3.405.648
EBRD	Projekat obnove željezničke infrastrukture - Faza III	JP Željeznice CG - treća tranša	2010.	4.000.000	3.509.248	3.383.917
	Projekat obnove željezničke infrastrukture - Faza III Aneks	Željeznička infrastruktura AD, Podgorica	2012.	10.000.000		
EBRD	Projekat izgradnje regionalnog vodovoda - južni krak faza I - Aneks	JP Regionalni vodovod - proširenje druge tranše	2010.	3.000.000	3.000.000	2.375.000
KfW	EPCG-Perućica	EPCG	2003.	3.580.000	3.580.000	796.000
EIB	Modernizacija željezničke infrastrukture	ŽICG	2010.	7.000.000	134.000	134.000
EBRD	Kreditna linija za zaštitu depozita	Fond za zaštitu depozita	2010.	30.000.000	0	0
KfW	Interkonektivni kabl	CG Elektroprenosni sistem AD	2013.	25.000.000	0	0
OTP	KAP	KAP	2009.	49.680.000	49.680.000	0
VTB	KAP	KAP	2010.	60.000.000	60.000.000	0
UKUPNO				562.120.977	440.721.115	279.621.831

* Dug je denominovan u USD;

** Dug je denominovan u AED, ali uz fiksiran kurs prema USD.

Izvor: Ministarstvo finansija

Ukoliko se dodaju domaće garancije, ukupan iznos po izdatim garancijama na kraju 2013. godine bio je 303,6 miliona eura, odnosno 9,1% BDP-a. Tako je zbir ukupnog državnog duga i ukupnih garancija iznosio 67,1% procijenjenog BDP-a za 2013. godinu.

Tabela 2.19

Domaće garancije, stanje na 31.12.2013, u eurima (sortirano po stanju duga; sivom bojom su označene rizične garancije)					
Kreditor	Zajmoprimac	Godina potpisivanja	Potpisani iznos zajma	Povučeno	Stanje duga po zajmu
NLB Montenegrobanka	Rudnici boksita a.d. Nikšić	2009.	5.000.000	5.000.000	5.000.000
NLB Montenegrobanka	Melgonia-Primorka	2010.	4.000.000	4.000.000	4.000.000
Erste banka a.d. Podgorica	Pobjeda a.d. Podgorica	2010.	3.500.000	3.500.000	3.500.000
Hipotekarna banka a.d.	Montenegro Airlines	2009.	2.700.000	2.700.000	2.700.000
Hipotekarna banka a.d.	Montenegro Airlines	2011.	2.000.000	2.000.000	1.802.534
NLB Montenegrobanka	Montenegro Airlines	2010.	1.800.000	1.800.000	1.487.282
Podgorička banka	Pobjeda a.d. Podgorica	2009.	2.970.000	2.970.000	1.446.503
NLB Montenegrobanka	Montenegro Airlines	2011.	2.400.000	1.410.000	1.410.000
Prva banka a.d. Podgorica	Montenegro Airlines	2013.	1.200.000	1.200.000	1.200.000
CKB a.d. Podgorica	Jadransko brodogradilište a.d. Bijela	2012.	1.050.000	1.050.000	875.000
Investiciono razvojni fond	Crnogorska plovodba a.d. Kotor	2011.	1.500.000	1.000.000	518.298
Hipotekarna banka a.d.	MI-RAI GROUP DOO NIKŠIĆ	2010.	800.000	800.000	0
Hipotekarna banka a.d.	MI-RAI GROUP DOO NIKŠIĆ	2011.	700.000	700.000	0
Erste banka a.d. Podgorica	Fabrika elektroda "Piva" Plužine	2011.	1.500.000	1.500.000	0
Hypo Alpe Adria banka	Lenka a.d. Bijelo Polje	2011.	525.000	525.000	0
UKUPNO			31.645.000	30.155.000	23.939.616

Izvor: Ministarstvo finansija

Kako je CBCG na to i ranije upozoravala, i u 2013. je materijalizovan rizik aktiviranja određenih garancija. Najveći iznos odnosio se na dvije preostale garancije po kreditima datim KAP-u, od nešto iznad 102 miliona eura. Međutim, pred kraj godine aktivirane su i neke od domaćih garancija: dvije po kreditima firmi MI-RAI Group d.o.o., i po jedna po kreditima datim Fabrici elektroda „Piva“, kao i preduzeću „Lenka“. Dodatno, preuzeta je garancija po kreditu za Željeznički prevoz Crne Gore. Ukupno, u 2013. potrošeno je 107,2 miliona eura za plaćanje (glavnice) preostalog duga po aktiviranim garancijama.

Ono što posebno brine u vezi sa izdatim garancijama jeste dalji rizik od aktiviranja pojedinih garancija. Primjena prilično restriktivnog pristupa kada je u pitanju izdavanje novih garancija, započeta nakon 2011. godine, nešto je sa čime je neophodno nastaviti i u narednom periodu.

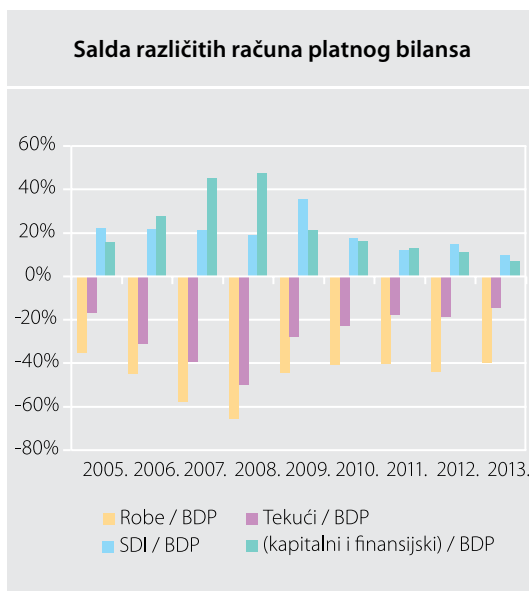
2.5. Platni bilans

U 2013. godini zabilježeno je osjetno smanjenje deficita tekućeg računa platnog bilansa. Gledano kroz strukturu tekućeg računa, smanjenje deficita prevashodno je uzrokovano smanjenjem robnog deficita

i rastom suficita na računu usluga, dok su promjene na saldima ostalih podračuna tekućeg računa bile neznatnog uticaja.

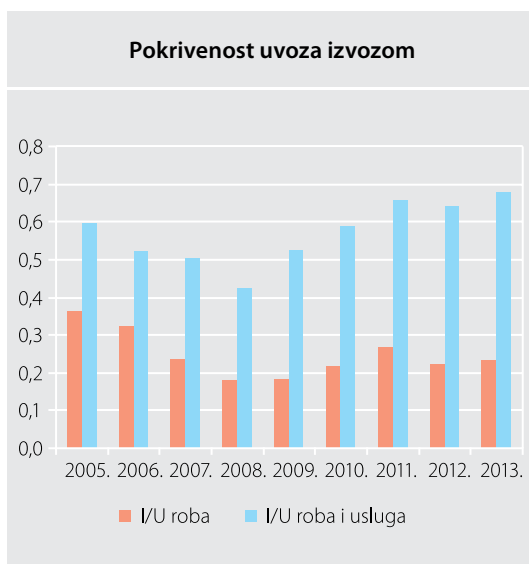
Prema preliminarnim podacima, deficit tekućeg računa iznosio je 486,9 miliona eura, što je za 17,1% manje nego u 2012. godini. Učešće deficita tekućeg računa u BDP-u iznosilo je 14,6%, čime je nastavljen višegodišnji trend pada tog učešća (18,7% u 2012).

Grafik 2.6



Izvor: CBCG

Grafik 2.7



Izvor: CBCG

U robnoj razmjeni sa inostranstvom ostvareni su rast izvoza (2,8%) i pad uvoza (2,7%), s tim da je pad uvoza bio mnogo značajniji u apsolutnom iznosu. Gledano kroz strukturu izvoza, ubjedljivo najkrupnija promjena odnosi se na pad prihoda od izvoza aluminijuma i na praktično istovjetan rast prihoda od izvoza električne energije, i to u mjeri da je Crna Gora u 2013. bila neto izvoznica električne energije. Ostale promjene u strukturi izvoza u odnosu na 2012. bile su zanemarljive. Istovremeno, najveća promjena u strukturi uvoza odnosila se upravo na manji uvoz električne energije, a u manjoj mjeri i na pad rashoda od uvoza nafte i naftnih derivata. Pokrivenost uvoza izvozom iznosi 23,2%, što predstavlja porast od 1,2 procentna poena u odnosu na 2012. godinu. I dalje skroman ratio izvoz/uvoz roba ukazuje na potrebu za daljom promocijom i podsticanjem ulaganja u proizvodnju namijenjenu izvozu i/ili supstituciji uvoza, tj. iznad svega, na stvaranje uslova za povećanje konkurentnosti domaćih proizvođača i produktivnosti domaće radne snage. Nadomještanje robnog deficita suficitom na računu usluga ne može biti optimalna opcija, jer bi, uz širi i konkurentniji spektar proizvodnih djelatnosti, privreda bila uravnoteženija, diverzifikovanija i otpornija.

Rast eksterne tražnje je pozitivno uticao na kretanja na računu usluga na kojem je suficit povećan za 5,6% (iznosivši 646,8 miliona eura), prije svega zahvaljujući većim neto prihodima od građevinskih usluga (za 34,5 miliona eura, nakon minusa od 1,5 milion eura u 2012) i putovanja-turizma (za 2,8% tj. 17 miliona eura). Pokrivenost spolnotrgovinskog deficita suficitima ostvarenim na ostalim računima tekućeg računa u 2013. godini iznosila je 63,4%, što je za 5,7 procentnih poena više u odnosu na prethodnu godinu.

Na kapitalnom i finansijskom računu nastavljen je trend smanjenja priliva kapitala započet u 2009. godini. U 2013. godini je, najviše zbog pada priliva po osnovu vlasničkih ulaganja u preduzeća i banke, neto priliv SDI bio za 29,8% manji u poređenju s prethodnom godinom. Neto priliv SDI je tako iznosio 323,9 miliona eura ili 9,7% BDP-a. Na računu portfolio investicija ostvaren je neto priliv u iznosu od 42 miliona eura, što je za 66,7 miliona eura više u odnosu na 24,7 miliona eura neto odliva iz 2012. godine, a najviše zbog emisije državnih euroobveznica u iznosu od 80 miliona eura u četvrtom kvartalu 2013. Konačno, na računu ostalih investicija zabilježen je neto odliv od 54,6 miliona eura, što je vrlo slično neto odlivu od 55,1 milion eura iz 2012.

Grafik 2.8

Odnos deficita tekućeg računa i suficita kapitalnog i finansijskog računa (odstupanje od 1 duguje se neto greškama i propustima)



Izvor: CBCG

Kretanja u platnom bilansu i u narednom periodu zavisice od kretanja na međunarodnim tržištima kapitala i finansijskog zdravlja i očekivanja za domaću privredu i državni sektor. Imajući u vidu da je u prethodnim godinama značajan priliv SDI ostvaren iz zemalja EU, negativna kretanja u ovim zemljama mogu uticati na dalje smanjenje priliva kapitala. Imajući u vidu visoku povezanost priliva kapitala sa ekonomskim rastom, smanjenje kapitalnih priliva predstavlja opasnost po održivost crnogorskog modela rasta, zasnovanog na visokoj potrošnji i visokom uvozu.

Deficit tekućeg računa stoga ne predstavlja nužno negativnu pojavu u situaciji u kojoj je povezan sa izbalansiranim tekućim (i/ili budućim) ekonomskim rastom. Struktura uvoza je važna – generalno, gora je situacija u kojoj je uvoz investicionih dobara (ili potrošnih dobara u investicione svrhe) zapostavljen u korist potrošnih dobara. Važni su i način i održivost finansiranja: vlasnička ulaganja su po pravilu poželjnija od dužničkih ulaganja, posebno ukoliko je zaduženost već na izraženijem nivou. Generalno, platnobilansna kretanja sama po sebi ne predstavljaju prijetnju finansijskoj stabilnosti u slučaju Crne Gore, ali i dalje ukazuju na potrebu za ekonomskim reformama i promjenom razvojnog modela ekonomije.

2.6. Tržište nekretnina

Na tržištu nekretnina u 2013. godini dolazi do pada cijena nekretnina, nakon stagnacije koja je trajala gotovo tri godine. Naime, lančani indeks kretanja cijena nekretnina pokazuje da u drugom kvartalu 2013. godine prestaje stagnacija cijena, sa fluktuacijom od $\pm 5\%$, koja je trajala od septembra 2010. do marta 2013. godine. U junu 2013. godine, prosječna cijena nekretnina¹³ u Podgorici je iznosila 1.069,8 eura, što predstavlja pad od 8,5% u odnosu na mart 2013. godine. Pad cijena nekretnina u Podgorici uzrokovan je prvenstveno padom cijena stanova na atraktivnim lokacijama u zoni 1 i zoni 2.

¹³ Prema hedoničkom indeksu dobijenom iz ankete koju sprovodi CBCG, gdje se cijene ne odnose na stvarne, realizovane cijene, već u osnovi predstavljaju subjektivne cijene vlasnika nekretnina, tj. cijene ispod kojih oni ne bi bili spremni da prodaju nekretnine koje posjeduju.

Tabela 2.20

Sumarna statistika prosječne vrijednosti stambenih objekata u Podgorici			
Period	Cijena, €	Lančani indeks	Bazni indeks
Septembar 2007.	1.697,6	100,0	100,0
Mart 2008.	1.738,3	102,4	102,4
Septembar 2008.	1.525,5	87,8	89,9
Mart 2009.	1.402,1	91,9	82,6
Septembar 2009.	1.223,1	87,2	72,1
Mart 2010.	1.128,3	92,2	66,5
Jun 2010.	1.191,5	105,6	70,2
Septembar 2010.	1.177,1	98,8	69,3
Decembar 2010.	1.185,2	100,7	69,8
Mart 2011.	1.171,2	98,8	69,0
Jun 2011.	1.163,0	99,3	68,5
Septembar 2011.	1.174,0	100,9	69,2
Decembar 2011.	1.151,2	98,1	67,8
Januar 2012.	1.168,3	101,5	69,0
Jun 2012.	1.179,6	102,5	69,5
Septembar 2012.	1.172,3	99,4	69,1
Decembar 2012.	1.171,6	99,9	69,0
Mart 2013.	1.169,4	99,9	68,9
Jun 2013.	1.069,8	91,5	63,1

Izvor: CBCG

Prema podacima agencija za nekretnine, tokom 2013. godine dolazi do pada prometa na tržištu u odnosu na 2012. godinu. Naime, 54,6% anketiranih agencija imalo je u 2013. pad prometa u odnosu na 2012. godinu, dok su ostale anketirane agencije imale stagnaciju prometa u istom periodu.

Na tržištu nekretnina u 2013. godini postoji i dalje značajna ponuda stambenih objekata, dok je tražnja ograničena, usljed nestašice sredstava za kupovinu nekretnina. Tražnja je i veoma diferencirana, jer se više traže specifični objekti. Očito je velika ponuda počela da se prilagođava ograničenoj i zahtjevnoj tražnji kroz smanjivanje cijena stambenih objekata.

Tabela 2.21 ukazuje da, mjereno nivoom značajnosti, na cijenu stambenog objekta prevashodno utiče zona kojoj stambeni objekat pripada. Takođe, poseban značaj na cijenu stambenog prostora ima broj soba, pristup internetu, posjedovanje garaže, balkona, kao i sprat na kome se isti nalazi. Testovi robustnosti pokazuju da je model, prikazan u tabeli, dobro specificiran, da nema problema sa multikolinearnošću (niska vrijednost VIF-a), kao ni funkcionalnom formom (Ramsey RESET test).

Tabela 2.21

Opisna statistika i rezultati ekonometrijskog modela prosječne cijene stambenog prostora, jun 2013.				
Inprice	Koeficijent	Standardna greška	t	P> t
Inmetar	-,1971602	,0539673	-3,65	0,000***
soba2	,0800534	,046852	1,71	0,088*
soba2plus	,1178877	,0614765	1,92	0,056**
internet	,0754963	,0301911	2,50	0,013**
Garaza	,1134318	,0362818	3,13	0,002***
balkplus	,1603246	,0675788	2,37	0,018**
Balk2	,0927726	,0549155	1,69	0,092*
Pg1	,1179445	,035153	3,36	0,001***
Kuca	-,1104659	,0439134	-2,52	0,012**
preko6spratova	-,1093833	,0394946	-2,77	0,006***
konstanta	7,305478	,2339991	31,22	0,000***

Dijagnostika:

Broj opservacija = 498

Multikolinearnost, VIF = 3,21

Ramsey RESET test

F (3, 474) = 1,07

Prob > F = 0,3618

Objašnjenje:

* značajnost na 10%,

** značajnost na 5%,

*** značajnost na 1%.

U sljedećoj tabeli prikazano je kretanje cijena nekretnina u nizu zemalja prema sajtu *Global Property Guide*. Kao što se može vidjeti, u 2013. godini prisutna su divergentna kretanja cijena nekretnina: najveći rast je registrovan u Ujedinjenim Arapskim Emiratima-Dubaiju (od 21,4%), a najveći pad u Španiji (od 9,5%). Interesantno je da sve balkanske zemlje koje su uključene u izvještaj bilježe pad cijena nekretnina. Na primjer, u Hrvatskoj se nakon pada cijena tokom 2012. godine (8,8%), u 2013. godini ostvaruje dalji pad, za 6,6%.

Tabela 2.22

Kretanje cijena nekretnina u odabranim zemljama (rangirano prema godišnjoj promjeni u trećem kvartalu 2013.)				
Država	Godišnja promjena, Q3 2012, %	↑→←↓	Godišnja promjena, Q3 2013, %	Kvartalna promjena, Q3 2013, %
UAE-Dubai	14,4	↑	21,4	6,5
Tajvan	5,5	↑	15,0	0,1
Estonija-Talin	-0,9	↑	12,5	3,8
Filipini, Makati CBD	4,6	↑	11,1	1,6
Njemačka	1,2	↑	9,6	4,4
SAD (Case Shiller)	2,0	↑	9,4	2,0
Hong Kong	13,0	↓	7,8	2,2
Japan	-2,6	↑	7,6	1,6
Kina-Šangaj	-2,2	↑	7,1	1,5
Brazil-Sao Paulo	12,0	↓	7,0	3,0
SAD (FHFA)	2,3	↑	6,7	1,6
Danska	3,3	↑	6,5	0,6
Novi Zeland	5,2	↑	6,4	0,7
Izrael	3,2	↑	5,6	1,3
Australija	-2,0	↑	5,3	0,7
Poljska	-7,6	↑	5,1	4,2
Turska	6,7	↓	4,7	3,6
Indonezija	-0,3	↑	4,5	-2,2
Tajland	0,1	↑	3,8	3,7
Švajcarska	3,3	→	3,5	0,8
Irska	-11,0	↑	3,5	4,1
Švedska	-2,0	↑	3,1	1,7
Letonija-Riga	-0,1	↑	2,4	1,7
Singapur	-2,9	↑	2,1	-0,6
Island	2,2	←	2,0	1,4
Kanada	2,4	←	1,6	1,1
Ujedinjeno Kraljevstvo	-4,0	↑	1,5	1,8
Litvanija	-4,8	↑	0,8	0,4
Norveška	6,5	↓	-0,1	-2,0
Bugarska	-6,8	↑	-0,2	0,9
Finska	-1,0	→	-0,2	-0,1
Portugalija	-9,4	↑	-1,6	0,5
Južna Afrika	-1,8	←	-2,0	-1,3
Slovačka	-4,1	↑	-2,9	-0,8
Indija-Delhi	5,3	↓	-3,6	-7,9
Holandija	-11,4	↑	-4,9	-1,5
Hrvatska-Zagreb	-8,8	↑	-6,6	-0,5
Rumunija	-12,8	↑	-7,2	-1,4
Rusija	-3,9	↓	-8,2	-2,0
Grčka	-13,6	↑	-8,9	0,8
Španija	-14,5	↑	-9,5	-1,7

↑ = povećanje promjene cijena kuća više od jednog procentnog poena

→ = povećanje promjene cijena kuća manje od jednog procentnog poena

← = smanjenje promjene cijena kuća manje od jednog procentnog poena

↓ = smanjenje promjene cijena kuća više od jednog procentnog poena, u poređenju sa istim periodom prošle godine.

Izvor: Global property guide, 2013.

Stambeni krediti su značajna determinanta tražnje na tržištu nekretnina. Učešće stambenih kredita na kraju 2013. godine iznosi oko 9,2% procijenjenog BDP-a, i opada u odnosu na 2012. i 2011. godinu. Primjetno je značajno razduživanje i slabljenje kreditne aktivnosti, kako u apsolutnim tako i u relativnim pokazateljima, što je uticalo na ograničavanje tražnje.

Tabela 2.23

Trend kretanja stambenih kredita, 2005-2013.					
Godina	BDP, u milionima €	Stambeni krediti, stanje na kraju godine, u 000 €	Broj stanovnika*	Stambeni krediti, stanje na kraju godine	
				% BDP-a	Po glavi stanovnika (u €)
2005.	1.815,0	11.259	623.277	0,6	18
2006.	2.149,0	63.790	624.241	3,0	102
2007.	2.680,5	222.592	615.875	8,3	361
2008.	3.085,6	264.073	616.969	8,6	428
2009.	2.981,0	349.042	618.294	11,7	565
2010.	3.104,0	350.880	619.428	11,3	566
2011.	3.234,0	325.793	620.029	10,1	525
2012.	3.148,9	309.729	620.029	9,8	500
2013.	3.335,9	305.509	620.029	9,2	493

* Procjena broja stanovnika od 2007. do 2010. godine revidirana je na osnovu rezultata popisa iz 2011. godine (stanovništvo sredinom godine). Izvor: Monstat, Statistički godišnjak 2012.

Izvor: CBCG, Ministarstvo finansija, Monstat

Tokom 2013. godine je smanjena izloženost bankarskog sektora prema sektoru građevinarstva, iako je i dalje relativno visoka (najveća poslije sektora trgovine i prerađivačke industrije). Nije primjetna visoka koncentracija duga u građevinskom sektoru, čime se smanjuje rizik finansijske nestabilnosti ovog tržišta, a najavljena su i restrukturiranja kredita u građevinskom sektoru u 2014. godini.

Imajući u vidu veliku ponudu nekretnina, diferenciranost tražnje, ograničenost domicilne tražnje za nekretninama usljed redukcije lične potrošnje, visokih kamatnih stopa na stambene kredite i smanjivanje istih, smanjivanje priliva stranih direktnih investicija u nekretnine, te najave restrukturiranja kredita u građevinskom sektoru, realno je očekivati dalje prilagođavanje ponude tražnji, kroz blagi pad cijena nekretnina. Ovakva očekivanja potvrđuju rezultati ankete koju je CBCG sproveda početkom 2014. godine. Hedonički indeks te ankete bilježi pad prosječne cijene stana u Podgorici za 9% u odnosu na rezultate ankete iz juna 2013. godine. Takođe, većina agencija za nekretnine procjenjuje stagnaciju prometa i cijena na tržištu nekretnina tokom 2014. godine, pri čemu značajan broj anketiranih agencija (36,4%) očekuje i smanjivanje cijena nekretnina.

Takav trend cijena na tržištu nekretnina nosi sa sobom nizak do umjeren rizik povećanja nelikvidnosti građevinskih firmi, tretmana kolaterala, odnosno aktiviranja hipoteka i posljedičnog daljeg umanjenja kreditne aktivnosti bankarskog sektora. Međutim, treba istaći da će tok realizacije značajnih turističkih i infrastrukturnih projekata u Crnoj Gori u drugoj polovini 2014. godine reducirati predmetni rizik, generisati priliv stanih direktnih investicija i uopšte generisati oživljavanje prometa na tržištu nekretnina.

3. FINANSIJSKI SISTEM

3.1. Bankarski sistem

Među najznačajnijim kretanjima osnovnih agregata bankarskog sektora u 2013. godini ističu se: 1) dalji porast finansiranja depozitima i pad finansiranja pozajmicama, kao i porast likvidnih sredstava na uštrb kredita (uz pad odnosa kredita i depozita), 2) pomjeranje strukture depozita u korist depozita po viđenju, ali uz dalji rast učešća dugoročnih depozita (usljed pada depozita ročnosti do godine dana), 3) dalje uravnoteženje neto strane aktive i 4) osjetan porast izloženosti banaka prema državnom sektoru, tj. centralnoj Vladi.

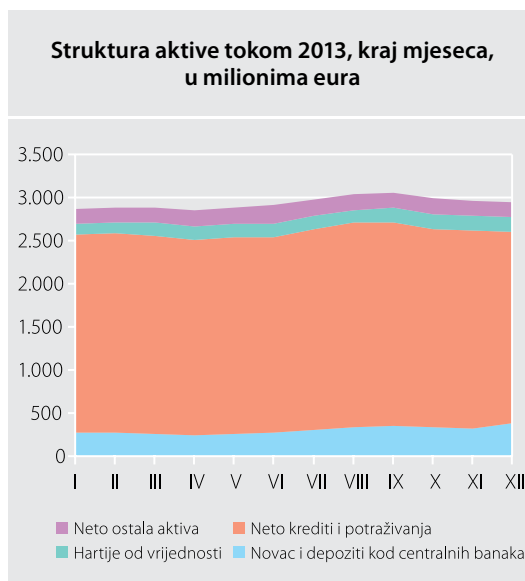
Gledano kroz strukturu pasive, banke su nastavile sa razduživanjem po uzetim pozajmicama, i u još većoj mjeri se finansiraju putem depozita, uz učešće depozita od 70,9%, a pozajmica od 10,9% u pasivi na kraju 2013¹⁴. Ukupna bilansna suma je u porastu 2,4% na kraju 2013. u odnosu na kraj marta, usljed jačeg rasta depozita od pada pozajmica. Sa druge strane, kreditni portfolio je dodatno (blago) smanjen, a učešće novčanih sredstava i depozita kod centralnih banaka u aktivu je povećano 3,8 p.p., na 13,3%. Posljedično, odnos bruto krediti-depoziti na kraju 2013. iznosio je 96%, a u padu je od 4,9 p.p. u odnosu na kraj marta.

Ukupni depoziti porasli su 5,9% tokom 2013. godine, na 2.097,7 miliona eura na kraju 2013¹⁵. Od toga se 59% odnosilo na depozite fizičkih lica (uključujući i nerezidentna fizička lica), ili 1.237,5 miliona eura, čijem se rastu (90,7 miliona eura) najviše duuguje porast ukupnih depozita. U strukturi depozita fizičkih lica po ročnosti, učešće de-

¹⁴ Vidjeti boks 3.1 (kasnije u tekstu) za napomene o uporedivosti podataka koji se odnose na bankarski sektor.

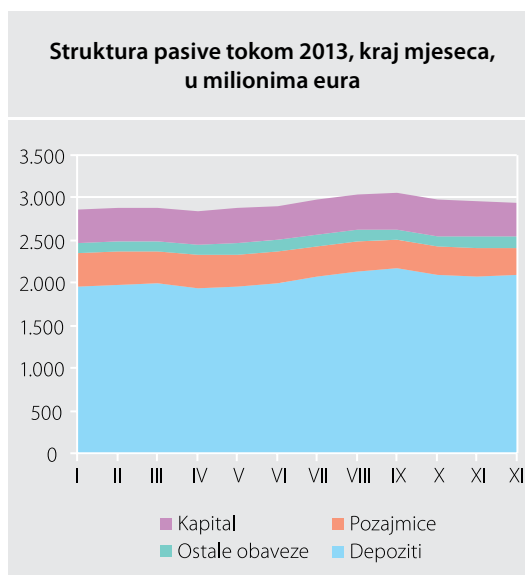
¹⁵ Sa stanjima na *escrow* računima, a bez obaveza za kamate i vremenskih razgraničenja naknada.

Grafik 3.1



Izvor: CBCG

Grafik 3.2

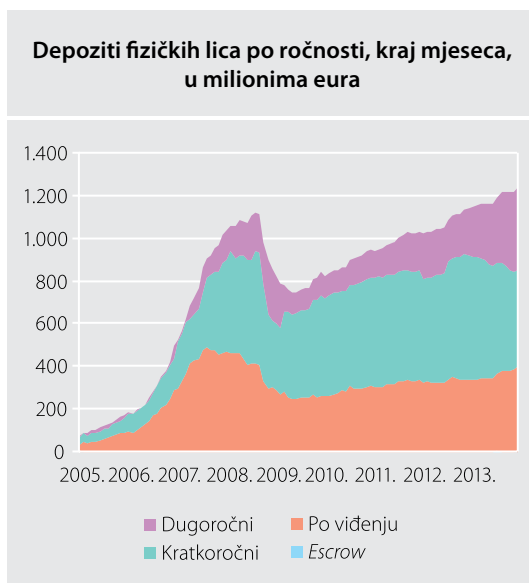


Izvor: CBCG

pozita po viđenju poraslo je 2,3 p.p. (na 32,2%) na uštrb oročenih depozita, ali uz dalji porast učešća dugoročnih (11,5 p.p., na 30,9%) i pad učešća kratkoročnih depozita (13,8 p.p., na 36,9%), najviše zbog rasta depozita ročnosti od jedne do tri godine, uz pad depozita ročnosti od tri mjeseca do jedne godine.

Strana aktiva i strana pasiva su dodatno uravnotežene tokom 2013, daljim rastom strane aktive i padom strane pasive. Na kraju septembra, na primjer, odnos neto strane aktive i ukupne aktive bio je

Grafik 3.3

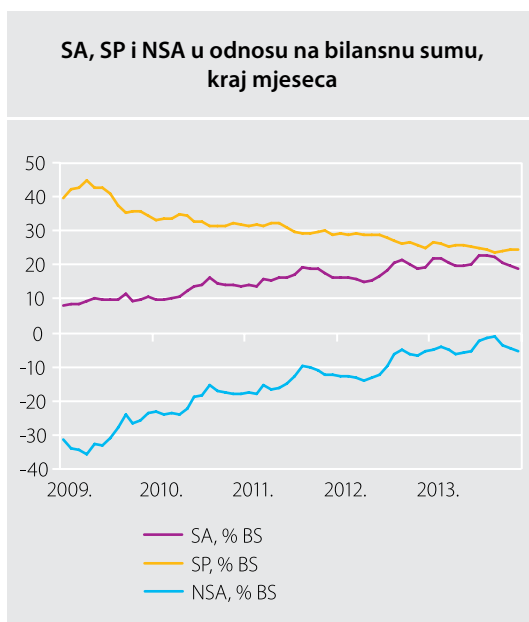


Izvor: CBCG

svega -1,2%, da bi se na kraju godine jaz donekle produbio, iznosivši -5,5%, uz učešće strane aktive od 18,9%, a strane pasive 24,4% u ukupnoj bilansnoj sumi. Radi se o najnižim nivoima neto strane aktive još od 2007. godine. Primjera radi, najveća neravnoteža zabilježena je na kraju aprila 2009. godine, kada je strana pasiva bila čak 44,6% ukupne pasive, a neto strana aktiva -35,5% u odnosu na bilansnu sumu.

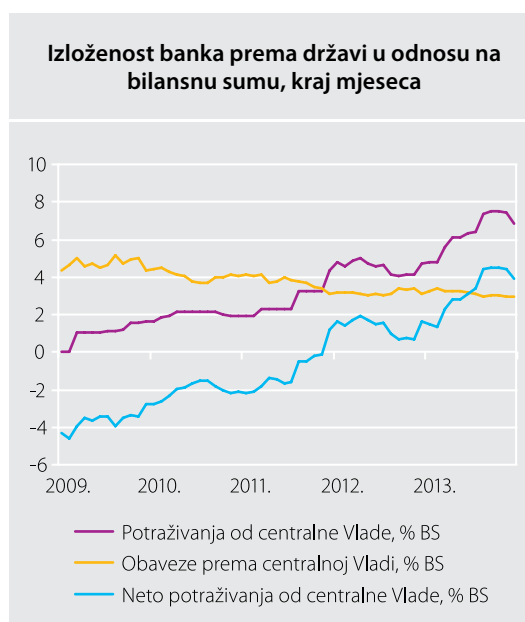
Banke su tokom 2013. postale još izloženije prema državi. Izloženost po kreditima i potraživanjima centralnoj Vladi porasla je sa 57,2 na 105,5 miliona eura tokom posljednja tri kvartala 2013, uz nastavak izloženosti i po hartijama od vrijednosti. Kako se, sa druge strane, obaveze banaka prema centralnoj Vladi nijesu bitnije promijenile, to su neto potraživanja banaka prema tom sektoru uvećana za više od 1,7 puta u istom periodu.

Grafik 3.4



Izvor: CBCG

Grafik 3.5



Izvor: CBCG

Boks 3.1 – MRS 39

Od 01.01.2013. godine, stupanjem na snagu nove Odluke o minimalnim standardima za upravljanje kreditnim rizikom u bankama i nove Odluke o kontnom okviru za banke, počela je primjena Međunarodnog računovodstvenog standarda 39, što je uslovalo veće ili manje neuporedivosti podataka iz perioda prije i poslije 2013. godine¹⁶.

Jedna od značajnih promjena odnosi se na uvođenje koncepta ispravki vrijednosti – u odnosu na raniji koncept rezervacija – koje banke same obračunavaju na osnovu svojih internih metodologija, dok su rezervacije bile zadate regulativom. U praksi, niži nivo ispravki vrijednosti u odnosu na rezervacije uslovio je i niže umanjeње vrijednosti aktive, i porast kapitala. Međutim, rezervacije se i dalje obračunavaju, a razlika između obračunatih rezervacija i ispravki vrijednosti je odbitna stavka od sopstvenih sredstava, čime je kreiran određeni prudencioni filter. Tako se ta promjena praktično neće odraziti na nivo koeficijenta solventnosti, tj. na adekvatnost kapitala.

Dalje, pandan ispravkama vrijednosti u bilansu uspjeha sada su troškovi obezvređenja i rezervisanja, koji su neuporedivi sa „troškovima za gubitke po stavkama aktive“ (koji su korespondirali rezervacijama), što je veoma važno istaći, tim prije što se radi o stavkama bilansa uspjeha koje u značajnoj mjeri opredjeljuju krajnji rezultat banaka u periodu nakon kreditnog buma.

Sljedeća krupna promjena se odnosila na vraćanje prethodno otpisanih kredita (i potraživanja) iz kategorije „E“, kao i njima pripadajućih rezervacija (tj. ispravki vrijednosti), iz vanbilansne evidencije u bilans, što je povećalo poziciju bruto (a u praksi i neto) kredita¹⁷. Time su i pokazatelji kvaliteta kreditnog portfolija dodatno pogoršani, tj. nijesu uporedivi u periodu prije i poslije 2013. godine.

Istovremeno, kreirana je nova pozicija na strani aktive – krediti i potraživanja, koja je između ostalog obuhvatila i depozite kod banaka i drugih finansijskih institucija¹⁸, dok kao najlikvidnija pozicija u tom smislu sada figuriraju „novčana sredstva i računi depozita kod centralnih banaka“. Konačno, MRS 39 zahtijeva prikazivanje kamata i vremenskih razgraničenja naknada uz kredite i potraživanja na koje se ove odnose, kao i, u bilansu stanja, prikazivanje stavki aktive netiranih pripadajućim ispravkama vrijednosti.

CBCG je rekonstruisala neke od serija iz perioda prije 2013. primjenom nove metodologije/prikaza „unazad“. Ipak, podaci o kreditima i potraživanjima, kao i o kapitalu – zbog vraćanja kredita i potraživanja kategorije „E“ u bilans i zbog uvođenja ispravki vrijednosti u odnosu na rezervacije – ostali su neuporedivi prije i poslije 2013, kao i sva racija koja se računaju korišćenjem tih veličina. Ispravke vrijednosti su neuporedive sa rezervacijama, a sa njima i koncepti troškova obezvređenja i rezervisanja i troškova za gubitke po stavkama aktive, čime su i finansijski rezultati prije i poslije 2013. godine neuporedivi, kao i sva izvedena racija. Sa druge strane, podaci o depozitima i pozajmicama (iz pasive) su uporedivi, kao i podaci o likvidnoj aktivni (usljed mogućnosti rekonstrukcije unazad), iako su nove odluke uslovile promjenu definicije likvidne aktive, „vještački“ izazvavši njen pad.

Upravo iz gore pomenutih razloga, poređenja u ovom dijelu izvještaja će se često odnositi samo na 2013. godinu, uz poređenje stanja sa kraja decembra sa stanjem na kraju marta 2013, kada su banke po prvi put Sektoru za kontrolu poslale izvještaje prema novom kontnom okviru. Gdje je to bilo moguće, ili gdje je oci-

¹⁶ Odluka o minimalnim standardima za upravljanje kreditnim rizikom u bankama („SL CG“ 22/2012, 55/2012 i 57/2013), Odluka o kontnom okviru za banke („SL CG“ 55/2012).

¹⁷ Za detalje vidjeti više u Uputstvu o načinu evidentiranja rezervacija za potencijalne kreditne gubitke, ispravki vrijednosti i otpisanih stavki bilansne aktive pri utvrđivanju početnog stanja u poslovnim knjigama banaka za 2013. godinu („SL CG“ 61/2012).

¹⁸ Krediti i potraživanja: krediti odobreni svim sektorima, depoziti kod banaka i ostalih depozitnih institucija i ostala potraživanja (faktoring i forfeting, potraživanja po neizmirenim akceptima, garancijama i mjenicama).

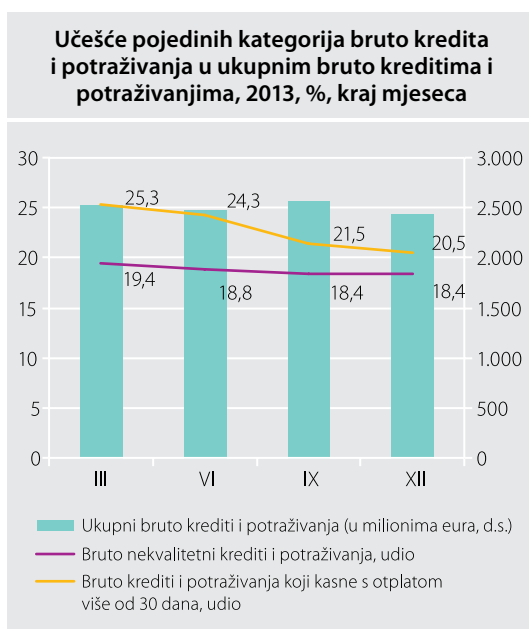
jenjeno da poređenje ipak ima smisla, makar i da bi se slikovito istakla neuporedivost nekih od pomenutih veličina – rađena su poređenja (i grafici) i u odnosu na period prije 2013. godine.

3.1.1. Kreditni rizik

Iako su glavni parametri kvaliteta kreditnog portfolija banaka generalno blago poboljšani tokom 2013, i nakon ove godine kreditni rizik ostao je ubjedljivo najznačajniji rizik sistema. U manjoj mjeri, banke su i u 2013. godini trpjele posljedice relaksiranih politika kreditiranja tokom kreditnog buma i dalje otpisujući i prodajući djelove svojih kreditnih portfolija. U 2014. godini, kretanje kvaliteta kredita će biti neizvjesno, prvenstveno zbog velike i rastuće nelikvidnosti crnogorske privrede. U svakom slučaju, nastavak politike krajnje obazrivog kreditiranja je praktično neizbježan.

U odnosu na kraj marta 2013, stanje bruto kredita i potraživanja¹⁹ smanjeno je za 3,3%, na 2.441,8 miliona eura, a situaciju nije moglo popraviti ni 807,6 miliona eura novoodobrenih kredita²⁰ tokom 2013. godine (635,4 miliona eura u posljednja tri kvartala 2013).

Grafik 3.6



Izvor: CBCG

Banke su 2013. godinu završile s učešćem bruto nekvalitetnih kredita i potraživanja u ukupnim bruto kreditima i potraživanjima od 18,4% (uz iznos od 448,7 miliona eura), tj. zabilježen je pad od 1 p.p. u odnosu na kraj marta²¹. Bruto krediti i potraživanja koji kasne s otplatom više od 30 dana takođe bilježe pad učešća, sa 25,3% na 20,5% (uz iznos od 501,2 miliona eura). Tokom godine, učešće bruto nekvalitetnih kredita i potraživanja je gotovo konstantno blago padalo, što je prije svega rezultat prodaje dijela kreditnog portfolija od strane nekih banaka. Banke su i tokom 2013. održavale značajan nivo portfolija restrukturiranih kredita, pa je na kraju 2013. učešće bruto restrukturiranih u ukupnim bruto kreditima iznosilo 21,1%, što je pad od 0,2 p.p. u odnosu na kraj marta. Ukupan iznos bruto restrukturiranih kredita je opao za 1,1%, sa 429,9 na 425,1 milion eura.

¹⁹ Bruto krediti i potraživanja čije se kretanje komentariše u ovom izvještaju uključuju i pripadajuća kamatna potraživanja i vremenska razgraničenja naknada (kamata), ukoliko nije drugačije naznačeno.

²⁰ Podatak o novoodobrenim kreditima se odnosi na ugovorene, a ne nužno i na isplaćene iznose, koji su zasigurno bili niži od ugovorenih. Takođe, određeni broj novoodobrenih kredita je bio upotrijebljen za refinansiranje/zatvaranje starih kredita. Naravno, treba imati u vidu da se promjena u stanju duuguje i otplatama glavnice tokom godine, kao i, u 2013. godini – prodaji određenog iznosa loših kredita od strane nekih banaka.

²¹ Nekvalitetni krediti i potraživanja obuhvataju kategorije C, D i E.

Racio pokrivenosti bruto nekvalitetnih kredita i potraživanja²², iako osjetno viši u odnosu na kraj marta (39,1% naspram 35,4%), i dalje je relativno nizak. Slično, iako je racio neto nekvalitetnih kredita i potraživanja prema kapitalu opao sa 79,9% na 68,7% na kraju 2013, i dalje je na visokom nivou.

Privreda i dalje predstavlja najveći izvor kreditnog rizika. Na kraju 2013. učešće bruto kredita koji kasne s otplatom više od 30 dana kod pravnih lica i dalje je vrlo visoko u poređenju sa sektorom stanovništva – 30,1% naspram 15,5%²³. Veći nivo kredita koji kasne kod privrede u odnosu na stanovništvo nije neuobičajena situacija, budući da je sektor stanovništva, zbog drugačijeg tipa obezbjeđivanja kredita, kao i zbog neraspologanja „ograničenom odgovornošću“, primoran da bude disciplinovaniji. Pored toga, u aktuelnom crnogorskom slučaju uzroke bi trebalo tražiti u strukturi privrede (orijentisanost na uvoz i crnogorsko tržište), tj. u problemima u određenim sektorima privrede čije se funkcionisanje u značajnoj mjeri zasnivalo na prilivima sa finansijskog računa platnog bilansa, a imajući u vidu da su ti tokovi u posljednjih pet godina u padu. S druge strane, značajan dio zaposlenih (stanovništva) radi u državnom sektoru, čija pozicija tokom istog perioda ipak nije bila toliko poljuljana, najviše zahvaljujući mogućnosti zaduživanja tog sektora iz inostranstva.

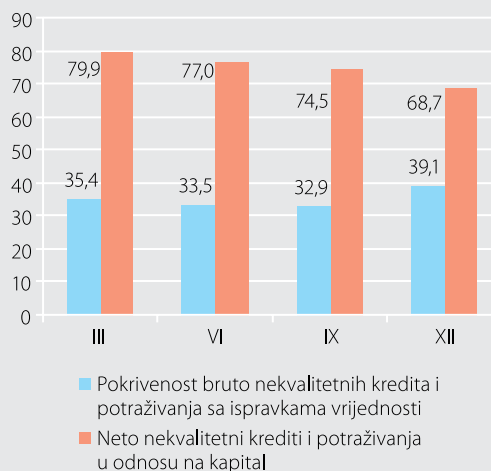
Stresno testiranje kreditnog rizika

Za testiranje kreditnog rizika korišćeni su sljedeći šokovi:

1. Prekompozicija strukture klasifikovanih kredita i potraživanja i primjenapropisanih,

Grafik 3.7

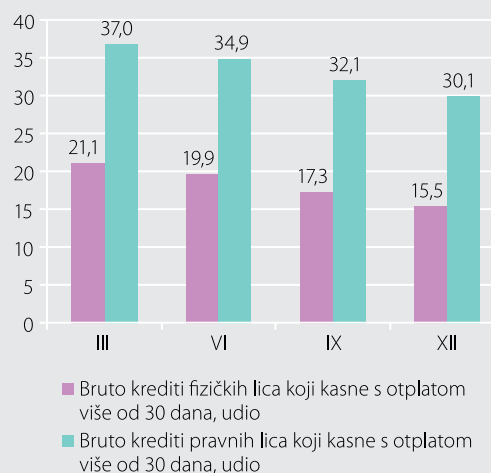
Određena racija kvaliteta bruto kredita i potraživanja, 2013, %, kraj mjeseca



Izvor: CBCG

Grafik 3.8

Učešće bruto kredita koji kasne s otplatom više od 30 dana, 2013, %, kraj mjeseca



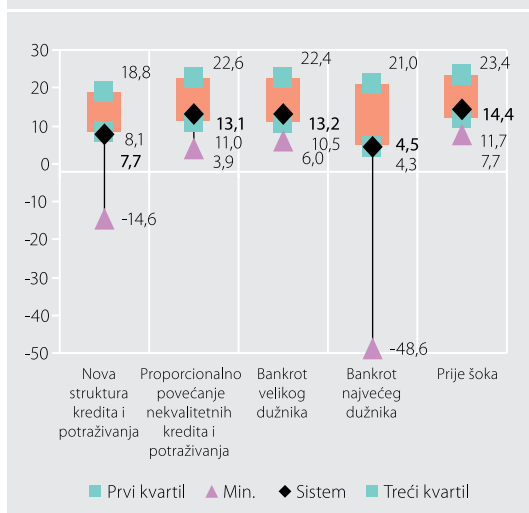
Izvor: CBCG

²² Odnos ispravki vrijednosti za gubitke po bruto nekvalitetnim kreditima i potraživanjima prema bruto nekvalitetnim kreditima i potraživanjima.

²³ Pravna lica ovdje obuhvataju i državni sektor, inače bi racio koji bi se odnosio striktno na privredu bio još viši.

Grafik 3.9

Testiranje kreditnog rizika, rezultati, 31.12.2013.



Izvor: CBCG

odnosno prosječnih ispravki vrijednosti, na sljedeći način:

- kategorija A (dobra aktiva) obračunata je u iznosu od 90%, a za iznos kredita i potraživanja od 10% iz kategorije A uvećana je kategorija B;
- kategorija B (aktiva sa posebnom napomenom) obračunata je u iznosu od 95% uvećane kategorije B;
- kategorija C (substandardna aktiva) obračunata je u iznosu od 5% iz kategorije B, a zadržano je 95% kategorije C;
- kategorija D (sumnjiva aktiva) obračunata je u iznosu od 5% iz kategorije C, dok je zadržano 95% kategorije D;
- kategorija E (gubitak), iznos je uvećan za 5% iznosa kategorije D.

Na ovako obračunate kategorije reklasifikovanih kredita i potraživanja primijenjene su propisane stope za kategorije A, B, D i E, odnosno prosječne ispravke vrijednosti za kategoriju C, i to:

- kategorija A - 1%,
 - kategorija B - 3%,
 - kategorija C - 30%,
 - kategorija D - 75%,
 - kategorija E - 100%.
2. Povećanje nekvalitetnih kredita i potraživanja (C, D, E) za 20% i, shodno tome, povećanje potrebnog nivoa ispravki vrijednosti od 30%;
 3. Neizvršenje obaveza od strane jednog zajmoprimca, čija je izloženost izračunata na bazi srednje vrijednosti 20 najvećih zajmoprimaca banke umanjene za iznos srednje vrijednosti ispravke vrijednosti po tom osnovu (tzv. realna izloženost);
 4. Neizvršenje obaveza od strane najvećeg zajmoprimca banke umanjene za iznos ispravke vrijednosti po tom osnovu (realna izloženost).

Generalno, testovi su potvrdili osjetljivost banaka na kreditni rizik, pri čemu su rezultati vrlo različiti po bankama²⁴. Stresno testiranje je pokazalo da su banke najosjetljivije na prvi i četvrti šok, gdje je koeficijent solventnosti na nivou sistema pao za 6,7 p.p., odnosno 9,9 p.p., iznosivši 7,7%, odnosno 4,5%. Pri tome, pet banaka nije prošlo prvi test, uz iznos nedostajućeg kapitala od 78,7 miliona eura, dok sedam banaka nije prošlo četvrti test, uz iznos nedostajućeg kapitala od 128,7 miliona eura. Kod prvog

²⁴ Na kraju 2013. godine jedna banka je imala koeficijent solventnosti ispod zakonskih 10%. (Banka je početkom 2014. dokapitalizovana, tako da je koeficijent solventnosti ponovo iznad regulatornog minimuma.) Ovdje napominjemo da se za svaki od šokova kod testiranja kreditnog rizika (a i kod testiranja tržišnih rizika, dalje u tekstu), formalno smatralo da ta banka nije prošla test, iako je ustvari njen koeficijent solventnosti i prije primjene šokova bio ispod regulatornog minimuma.

tj. četvrtog testa, kapital dvije, tj. jedne banke, bio bi potpuno „pojeden“ u slučaju prekompozicije kredita i potraživanja, tj. potpunog bankrota najvećeg dužnika, a koeficijent solventnosti bi im pao ispod nule. Drugi, odnosno treći test nijesu prošle dvije, tj. tri banke, uz iznose nedostajućeg kapitala od 16,1 milion eura za drugi, i 10,8 miliona eura za treći test.

3.1.2. Upravljanje rizikom likvidnosti

Relativno restriktivna kreditna politika banaka se i u 2013. godini odrazila na dalje povećanje novčanih sredstava banaka i, generalno, opšti nivo likvidnosti. Likvidna aktiva²⁵ je na kraju 2013. učestvovala sa 20% u ukupnoj aktivni, iznosivši 591,4 miliona eura, što je rast od 31,8% u odnosu na kraj 2012. godine. Pokrivenost kratkoročnih obaveza likvidnom aktivom zabilježilo je slično kretanje, i na kraju 2013. godine iznosilo je 32,2%. Nakon pada u prvom, likvidna aktiva je rasla tokom drugog i trećeg kvartala 2013, da bi opala u posljednjem kvartalu godine, najviše zbog pada stanja na računima kod banaka u inostranstvu (depoziti po viđenju), za preko 95 miliona eura.

Što se tiče dekadnog pokazatelja likvidnosti, on je tokom 2013. bio znatno iznad propisanog minimuma, uz, slično kao i likvidna aktiva, vrlo izražen rast u većem dijelu drugog i trećeg kvartala, i stagnaciju/pad u posljednjih nekoliko mjeseci godine.²⁶

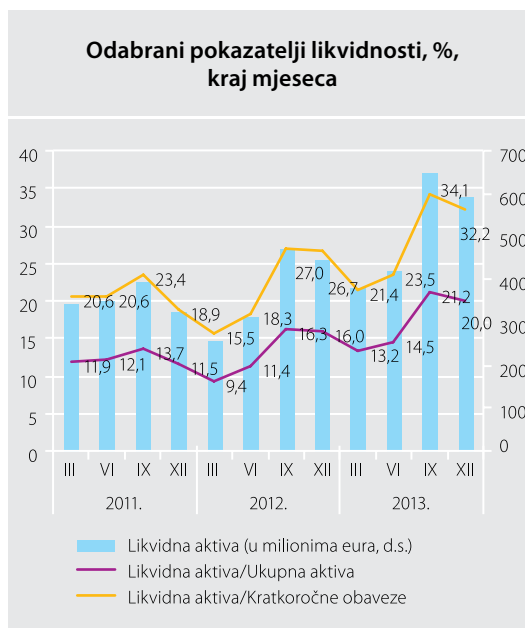
Stresno testiranje rizika likvidnosti

Odnos novčanih sredstava i računa depozita kod centralnih banaka (strana aktive) i depozita

²⁵ Konta br: 1001-4, 1007-10, 1012, 1122, 1126-27, 1130, 1134 i 1138 (vidjeti prilog uz Odluku o kontnom okviru za banke), plus 50% izdvojene obavezne rezerve.

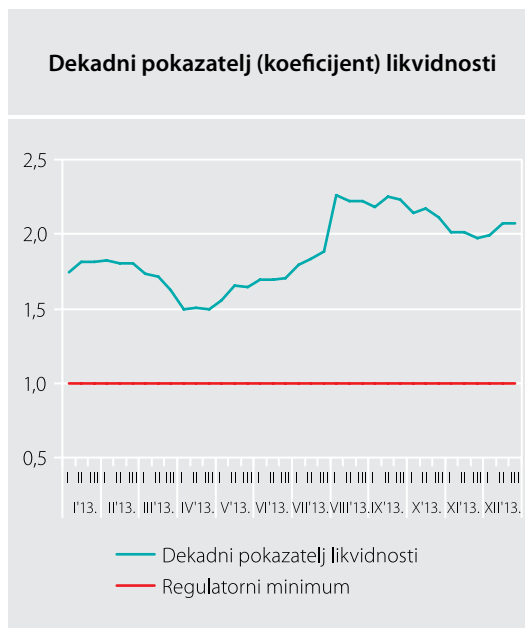
²⁶ Pokazatelj predstavlja odnos likvidnih sredstava i dospjelih obaveza, a minimalni dozvoljeni nivo na dekadnom nivou je 1, prema Odluci o minimalnim standardima za upravljanje rizikom likvidnosti u bankama („SL CG“ 60/2008). Definicija likvidnih sredstava i dospjelih obaveza data je u istoj Odluci. Napominjemo i da se definicija likvidnih sredstava nije mijenjala, kao i da se radi o tehnički različitoj kategoriji u odnosu na likvidnu aktivu, kao i u odnosu na slobodna likvidna sredstva i raspoloživa likvidna sredstva (kasnije u tekstu).

Grafik 3.10



Izvor: CBCG

Grafik 3.11



Izvor: CBCG

(strana pasive) je relativno nizak (na agregatnom nivou iznosi 18,5%), što će se negativno odraziti na rezultate testiranja odliva depozita za većinu banaka.

Sposobnost banaka da pokriju odlive različitih tipova depozita (po količini, ročnosti depozita i sektoru kome deponent pripada) testirala se preko iznosa:

1. slobodnih likvidnih sredstava (novčana sredstva i računi depozita kod centralnih banaka umanjani za kompletan iznos obavezne rezerve),
2. raspoloživih likvidnih sredstava, tj. slobodnih likvidnih sredstava uvećanih za 50% iznosa obavezne rezerve.

Tabela 3.1

Testiranje rizika likvidnosti – rezultati, 31.12.2013.							
Redni broj testa	Test / Pokrivenost (000 eura)	Slobodnim likvidnim sredstvima			Raspoloživim likvidnim sredstvima		
		Nedostajući iznosi (-), sistem	Broj banaka koje su pale na testu	Nedostajući iznosi (-) za banke koje su pale na testu	Nedostajući iznosi (-), sistem	Broj banaka koje su pale na testu	Nedostajući iznosi (-) za banke koje su pale na testu
1.	Povlačenje 30% ukupnih depozita	-440.052	11	-440.052	-341.603	11	-341.603
2.	Povlačenje 30% depozita po viđenju	-68.955	8	-107.679	+29.494	6	-35.230
3.	Povlačenje depozita po viđenju (20% stanovništvo, 30% pravna lica)	-29.094	7	-77.857	+69.355	4	-11.788
4.	Povlačenje oročenih depozita (30% stanovništvo, 30% pravna lica)	-168.984	10	-169.662	-70.535	8	-95.364
5.	Povlačenje depozita najvećeg deponenta	+39.038	6	-52.886	+137.487	3	-36.670
6.	50% povlačenje depozita 10 najvećih deponentata	-30.653	7	-92.514	+67.797	6	-48.837
7.	100% povlačenje državnih depozita*	-32.544	6	-77.133	+65.905	4	-33.448

* Gledano u najširem smislu, tako da se praktično radi o depozitima cijelog javnog sektora.

Izvor: CBCG

I pored vrlo pozitivnih kretanja opštih parametara likvidnosti na nivou sistema, stres testovi pokazuju da pozicija pojedinih banaka nije na zadovoljavajućem nivou sa aspekta rizika likvidnosti, tj. u slučaju eventualnih odliva depozita. Ipak, pojedini šokovi su veoma oštri, tj. njihova realizacija u praksi nije previše vjerovatna. Osim toga, u skladu sa novom definicijom slobodnih/raspoloživih likvidnih sredstava, u njihov sastav ne ulaze depoziti kod banaka i drugih finansijskih institucija, što utiče na srazmjerno gore rezultate na testovima. Međutim, i ta sredstva su izuzetno likvidna, i takođe bi se mogla koristiti u slučaju pomenutih šokova.

Bez korišćenja obavezne rezerve, sistem nije pao jedino na petom testu, dok bi i sa korišćenjem obavezne rezerve sistem svejedno pao na prvom i četvrtom testu. Banke su najgore prošle kod prvog, a najbolje kod petog testa. Prvi test je palo svih 11 banaka, a korišćenje 50% obavezne rezerve bi samo donekle amortizovalo problem. Na petom testu je palo šest banaka, pri čemu bi tri prevazišle problem korišćenjem 50% obavezne rezerve.

3.1.3. Upravljanje tržišnim rizicima²⁷

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

Kamatni spread²⁸ na nivou bankarskog sektora je tokom 2013. bio u neznatnom padu, što je rezultat relativno izraženijeg smanjenja odnosa prihoda po osnovu kamata i prosječne prihodonosne aktive. Na kraju 2013. godine, spread na nivou sistema je iznosio 4,05 p.p. (naspram 4,11 p.p. sa kraja marta), dok se po bankama značajno razlikovao, krećući se od 2,5 do 8,8 procentnih poena.

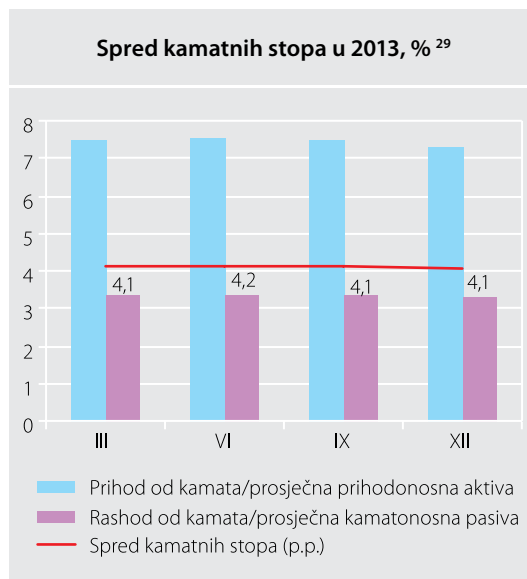
Na nizak devizni rizik najviše utiče eurizovanost ekonomije, ali i dobro upravljanje ovim rizikom. Agregatna neto otvorena pozicija bankarskog sektora u stranim valutama na kraju 2013. godine iznosila je 1,4 miliona eura ili 0,6% osnovnog kapitala³⁰. Najzastupljenija strana valuta je američki dolar (na obje strane bilansa stanja), dok se najveća neto otvorena pozicija agregatno gledano odnosi na švajcarski franak, pola miliona eura, ili 0,2% osnovnog kapitala.

Većina kredita je denominovana u eurima. Samo jedna banka u svom kreditnom portfoliju ima značajniji udio bruto kredita u stranoj valuti (17,2%) dok je na nivou sistema taj udio tek 1,6%.

Stresno testiranje tržišnog rizika

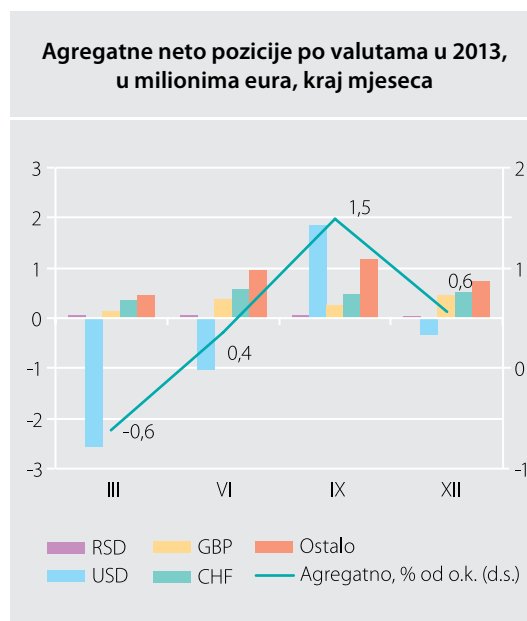
Osjetljivost pozicija aktive i pasive na rizik kamatne stope testirana je primjenom povećanog iznosa kamatne stope od 2 p.p. na kumulativnu

Grafik 3.12



Izvor: CBCG

Grafik 3.13



Izvor: CBCG

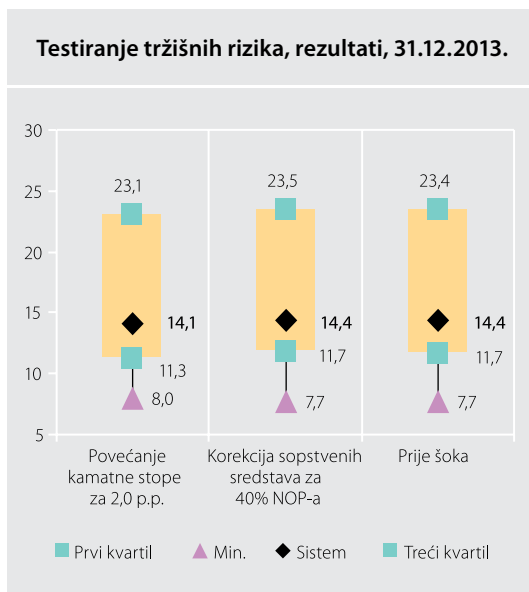
²⁷ Ovaj dio se odnosi na dva oblika tržišnog rizika: rizik promjene kamatne stope i devizni rizik.

²⁸ Kamatni spread je izračunat kao razlika između prihoda od kamata u odnosu na prosječnu prihodonosnu aktivu i rashoda od kamata u odnosu na prosječnu kamatonosnu pasivu.

²⁹ Prihodi/rashodi su dati u kumulativu od početka godine, pa se tako podaci za npr. VI 2013. godine odnose na tok od početka godine pa do kraja juna.

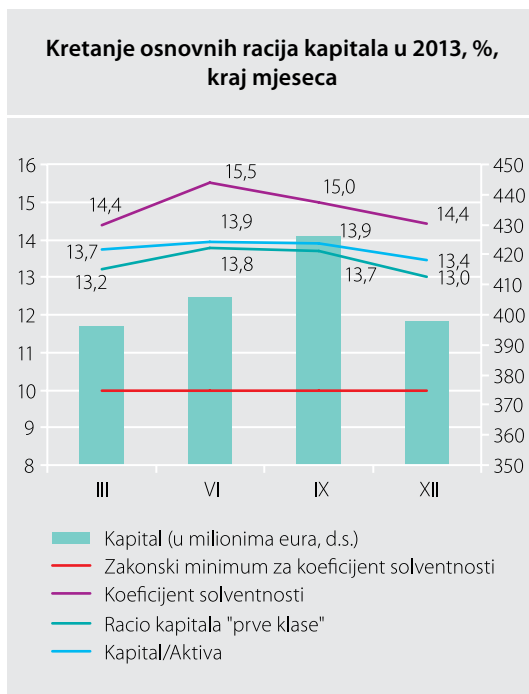
³⁰ O obuhvatu osnovnog kapitala vidjeti više u Odluci o adekvatnosti kapitala banaka („SL CG“ 38/2011 i 55/2012).

Grafik 3.14



Izvor: CBCG

Grafik 3.15



Izvor: CBCG

razliku (gep) pozicija aktive i pasive osjetljivih na promjenu kamatne stope.

Stresno testiranje direktnog deviznog rizika baziralo se na neto otvorenoj spot poziciji, odnosno na pretpostavci da će sopstvena sredstva biti korigovana za iznos od 40% vrijednosti neto otvorene pozicije.

Rezultati stres testova govore da banke nijesu značajno izložene riziku promjene kamatne stope i deviznom riziku. Na test za promjenu kamatne stope sistem reaguje padom koeficijenta solventnosti za 0,3 p.p., tj. 2,1%, uz „jače“ padove kod pojedinih banaka, ali i uz rast koeficijenta solventnosti kod dvije banke. Kod testa za devizni rizik javlja se neznatan pad koeficijenta solventnosti, od 0,03 p.p. tj. 0,2%, uz, takođe, nešto jače oscilacije kod pojedinih banaka, kao i rast koeficijenta solventnosti kod četiri banke. U slučaju oba testa koeficijent solventnosti je bio ispod regulatornog minimuma samo kod jedne banke.

3.1.4. Kapital bankarskog sektora

Kapital banaka je na kraju 2013. godine činio 13,4% bilansne sume, iznosivši 397,8 miliona eura, što je za 0,3 p.p. niže u odnosu na kraj marta, najviše kao rezultat većeg rasta aktive u odnosu na rast kapitala (2,4% naspram 0,4%). Dvije banke su izvršile dokapitalizaciju u posljednja tri kvartala 2013. godine, u ukupnom iznosu od 12,4 miliona eura³¹, ali je i pored toga ukupan kapital porastao za svega 1,5 milion eura, primarno kao posljedica finansijskog rezultata od -7,9 miliona eura u istom periodu, kao i negativne promjene na poziciji neraspoređene dobiti (3,3 miliona eura).

Koeficijent solventnosti bankarskog sektora na kraju 2013. godine neznatno je viši u odnosu na kraj marta, a iznosio je solidnih 14,4%. Kod svih banaka koeficijent je bio iznad propisanog mini-

³¹ Ukupna vrijednost dokapitalizacija u cijeloj 2013. formalno je bila 22,9 miliona eura i odnosila se na tri banke, od čega 10,5 miliona eura otpada na dokapitalizaciju jedne banke koja je zapravo sprovedena par dana prije kraja 2012. godine, ali je iz tehničkih razloga izvještajima obuhvaćena u januaru 2013. godine.

muma od 10%, osim kod jedne banke, a usljed revizije kvaliteta kredita i otpisa vrijednosti dijela kredita koji je uslijedio, i to u posljednjem kvartalu. Ta banka je bila dužna da se dokapitalizuje, što je i urađeno pred sam kraj 2013. (a što iz tehničkih razloga nije moglo biti obuhvaćeno izvještajima za tu godinu), čime je koeficijent solventnosti i te banke od tada ponovo iznad regulatornog minimuma.

3.1.5. Profitabilnost bankarskog sektora

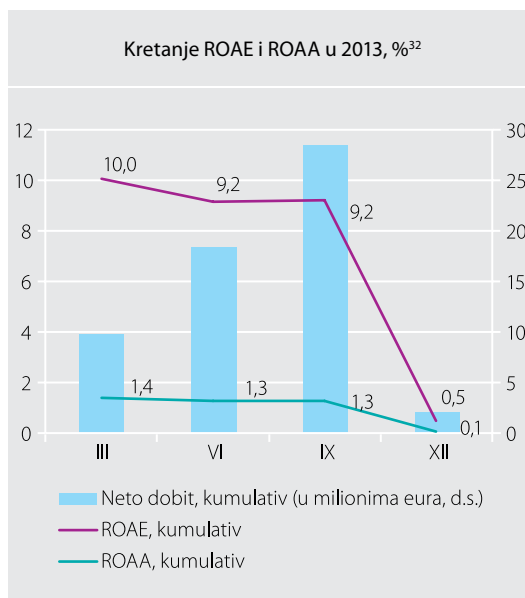
Bankarski sektor je ostvario pozitivan finansijski rezultat u 2013. godini, u iznosu od nešto više od dva miliona eura. Takođe, potrebno je napomenuti da je devet banaka 2013. godinu završilo s dobitkom, te da je gubitak koncentrisan kod dvije banke u sistemu – jedne veće, a druge srednje veličine, gledano po aktivu. Gubitak kod tih banaka posljedica je revizije kreditnog portfolija i značajnog otpisa vrijednosti dijela kredita, što je urađeno u četvrtom kvartalu, dok su inače obje banke bile profitabilne u prva tri kvartala godine. Povraćaj na prosječni kapital (ROAE) i povraćaj na prosječnu aktivu (ROAA) za 2013. iznosili su 0,5% i 0,1%, respektivno.

Ukoliko bi se zanemario jak uticaj vanrednih prihoda iz 2012. (33,6 miliona eura), prihodi u 2012. i 2013. godini bi bili na sličnim nivoima i sa sličnim strukturama. (Naravno, vanredni prihodi po definiciji nijesu tip prihoda sa kojima se može ozbiljno računati.) Od drugih promjena na strani prihoda, primjetan je porast prihoda od naknada i provizija, uz pad prihoda od kamata i sličnih prihoda. Što se tiče rashoda, ubjedljivo najveća promjena odnosi se na troškove obezvređenja i rezervisanja, koji su drastično manji u odnosu na staru kategoriju „troškovi za gubitke po stavkama aktive“. Da nije bilo te promjene, i nivo i struktura rashoda bili bi slični onima iz 2012. godine.

Što se tiče ostalih tendencija karakterističnih za godine nakon kreditnog buma, ističu se izražen pad prihoda od kamata i sličnih prihoda (uz, donekle, rast prihoda od naknada i provizija), kao i

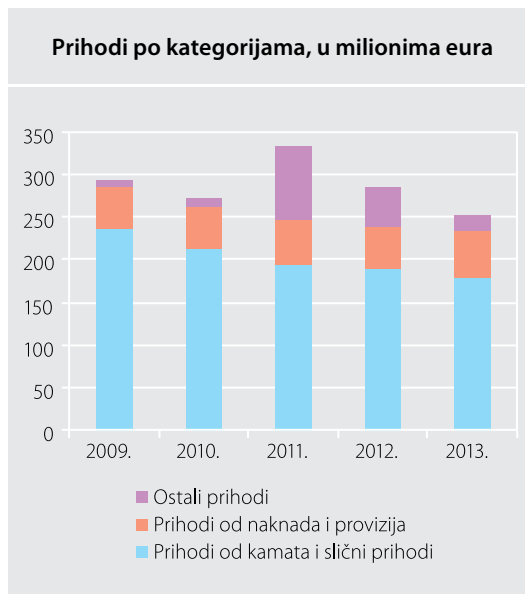
³² Kvartalni ROAE i ROAA su analizovani množenjem istih racija za prvi kvartal, prvo polugode i prva tri kvartala (po odgovarajućim kumulativima neto profita) sa 4, 2 i 4/3, respektivno.

Grafik 3.16



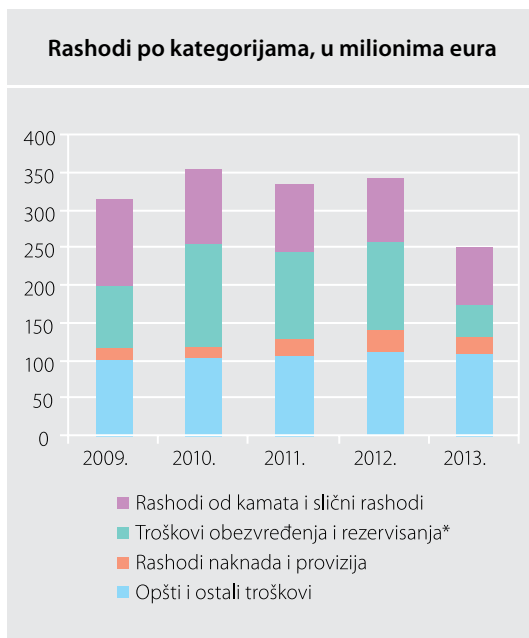
Izvor: CBCG

Grafik 3.17



Izvor: CBCG

Grafik 3.18



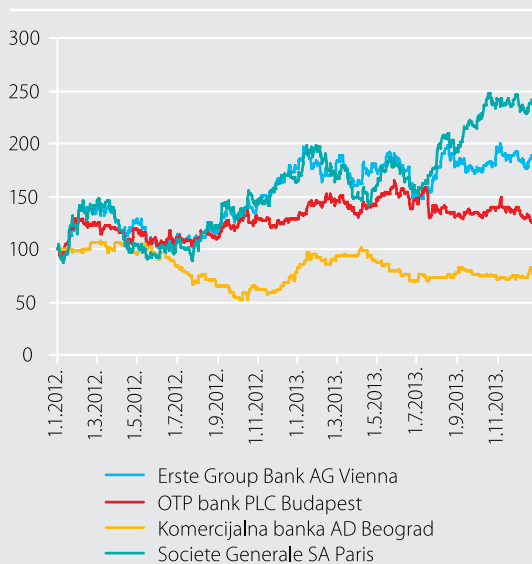
* Prije 2013. Troškovi za gubitke po stavkama aktive
 Izvor: CBCG

snažna prisutnost troškova obezvređenja i rezervisanja – obje kategorije primarno kao posljedica pogoršanja kvaliteta kreditnog portfolija i otpisivanja značajnog dijela kredita. Takođe, primjetan je i izražen pad rashoda od kamata i sličnih rashoda (kao posljedica kombinacije nižih pasivnih kamatnih stopa i pada kamatonosne pasive) i, u određenoj mjeri, rast rashoda od naknada i provizija (iako ne u 2013. u odnosu na 2012. godinu).

Boks 3.2 – Matične banke na finansijskim tržištima u 2013. godini

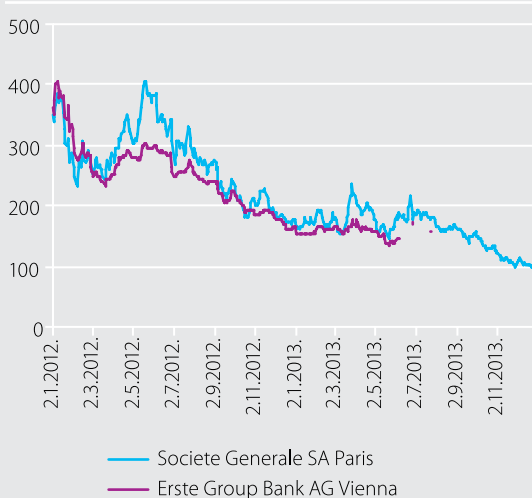
Grafik 1

Cijene akcija banaka čiji supsidijari posluju u Crnoj Gori, 2012-2013, 01.01.2012=100



Izvor: Bloomberg, kalkulacije CBCG

U Crnoj Gori posluje 11 banaka, od čega ih je devet sa većinskim učešćem nerezidenata u kapitalu. Od toga, šest banaka je u potpunom (ili gotovo potpunom) vlasništvu nerezidenata – većih bankarskih grupa iz: Austrije (dvije banke), Francuske, Mađarske, Slovenije i Srbije. Na sljedećim graficima i tabeli date su cijene akcija, CDS spreadovi i rejtinzi banaka, kao i rejtinzi zemalja u kojima se nalaze sjedišta tih banaka. (Određeni podaci nijesu dostupni.)

Grafik 2
CDS spreadovi banaka čiji supsidijari posluju u Crnoj Gori, 2012-2013, b.p.


Izvor: Blumberg

Tabela 1
Rejtinzi S&P-a za banke čiji supsidijari posluju u Crnoj Gori (prema abecednom redu) i za njihove matične zemlje, kraj 2013.

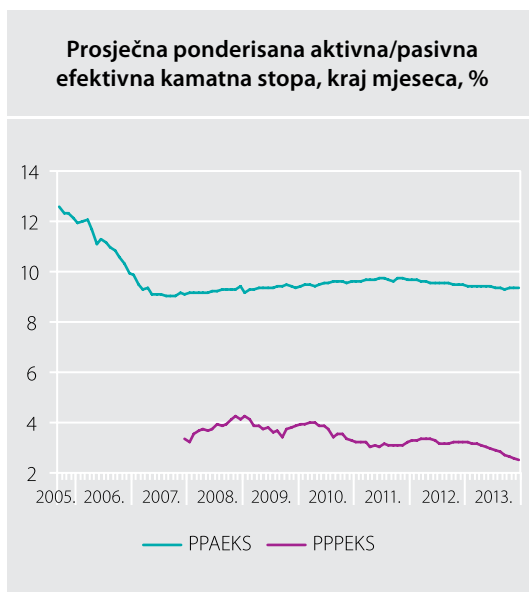
Banka	Rejting	Početak važenja	Zemlja	Rejting	Početak važenja
Erste Group Bank AG Vienna	A	25.01.2012.	Austrija	AA+	13.01.2012.
Hypo Alpe-Adria-Bank International AG Klagenfurt	bez rejtinga	03.01.2006. S&P 29.11.2011. Moody's			
Komercijalna banka a.d. Beograd	bez rejtinga	/	Srbija	BB-	07.08.2012.
Nova Ljubljanska banka d.d. Ljubljana	CCC	12.03.2013.	Slovenija	A-	12.02.2013.
OTP Bank Nyrt. Budapest	BB	27.11.2012.	Mađarska	BB	23.11.2012.
Société Générale S.A. Paris	A	23.01.2012.	Francuska	AA	08.11.2013.

Izvor: Blumberg

3.1.6. Kamatne stope

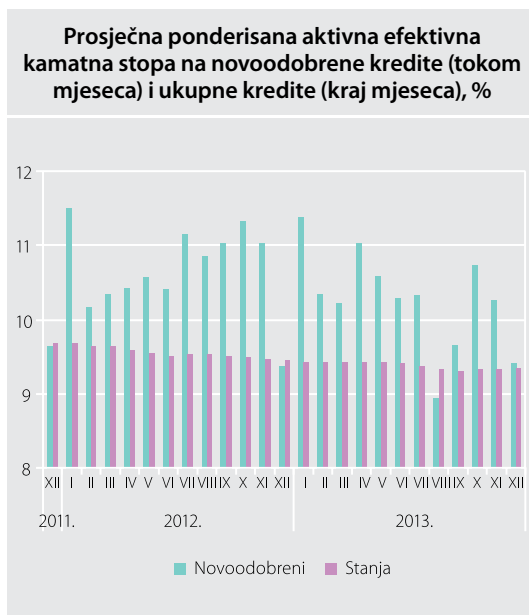
Prosječna ponderisana aktivna efektivna kamatna stopa (PPAEKS), na nivou sistema, na kraju 2013. godine, iznosila je 9,36%, i u odnosu na kraj 2012. niža je za 0,11 p.p. Gledano kroz prosjek 12 mjesečnih podataka (sa kraja mjeseca), PPAEKS je u 2013. u odnosu na 2012. godinu zabilježila pad od 0,17 p.p., sa 9,56% na 9,39%. U istom periodu, prosječna ponderisana pasivna efektivna kamatna stopa (PPPEKS) opala je sa 3,23% na 2,55%, odnosno, gledano kroz prosjek 12 mjesečnih podataka, PPPEKS je tokom 2013. u odnosu na 2012. bila niža za 0,35 p.p. (2,92% u odnosu na 3,26%).

Grafik 3.19



Izvor: CBCG

Grafik 3.20



Izvor: CBCG

Istorijski gledano, aktivne kamatne stope tokom 2013. godine tako nastavljaju tendenciju pada započetu poslije novembra 2011. godine, nakon što su prethodno, u periodu sredina 2007 - kraj 2011. godine porasle za oko 0,7 p.p. (rastući gotovo kontinuirano u tom periodu, sa oko 9% na oko 9,7%). Sa druge strane, kretanje pasivnih kamatnih stopa u 2013. godini označilo je nastavak tendencije pada započete nakon prvog kvartala 2010. godine, nakratko zaustavljene tokom 2012. Što se tiče promjena aktivnih i pasivnih stopa u 2013. u odnosu na 2012. godinu, jasno je da se radi o vrlo blagim promjenama aktivnih stopa, dok su pasivne kamatne stope pretrpjele značajnu korekciju naniže.

PPAEKS na novoodobrene kredite³³ je u decembru 2013. iznosila 9,42%, što je 0,04 p.p. više u odnosu na 9,38% iz decembra 2012. godine. Generalno, PPAEKS je bila niža tokom 2013. godine, 10,28% u odnosu na 10,69% po prostom prosjeku, tj. 10,12% u odnosu na 10,57% po ponderisanom prosjeku. U strukturi gledano, PPAEKS iz decembra 2013. je niža u odnosu na onu iz ostatka godine prije svega zbog kredita odobrenih privredi i državnom sektoru, koji su odobreni i uz niže kamatne stope i u većem iznosu u odnosu na prosjek iz ostatka 2013. godine.

Iako se podaci o kamatnim stopama na nove kredite/depozite ne mogu upoređivati, jer još uvijek ne postoji statistika kamatnih stopa na nove depozite, na osnovu postojećih parametara čini se da ima prostora za dalji pad kamatnih stopa na kredite. Treba imati u vidu da je kamatna stopa na kredit rezultat djelovanja više faktora. U osnovi, banke moraju da plate kamate na depozite i pozajmice, a i da pokriju operativne troškove. Takođe, banke trenutno značajan dio aktive preusmjeravaju u inostranstvo, gdje ostvaruju mnogo niže kamatne stope nego u Crnoj Gori. Na kraju, margina koja se odnosi na profit reflektuje nagra-

³³ Iznosi novoodobrenih kredita (koji u krajnjem imaju ulogu pondera za određivanje agregatnih kamatnih stopa) predstavljaju ugovorene, a ne stvarno realizovane/isplaćene iznose, koji su obično manji od ugovorenih iznosa. Takođe, i činjenica da se značajan broj novih kredita odobrava za refinansiranje tj. „zatvaranje“ starih kredita kod druge ili iste banke poziva na oprez u interpretaciji podataka o kamatnim stopama na nove kredite, kao i podataka o samim iznosima novih kredita.

du za rizik koji su vlasnici banke (uglavnom strane bankarske grupe) preuzeli u smislu osnovne investicije, akionarskog kapitala. Kako je crnogorska privreda i dalje rizičnija od prosjeka EU28, normalno je očekivati da zahtijevana/očekivana margina bude relativno veća.

Ipak, iako bi prema teoriji 11 banaka trebalo da bude dovoljno za efikasno djelovanje tržišta i konkurentsko formiranje kamatnih stopa, stiče se utisak da konkurentske snage koje bi dalje oborile nivo kamatnih stopa na kredite ne djeluju na odgovarajući način, i da su te stope makar dijelimično „neopravdano“ više od kamatnih stopa na depozite. To nije poželjna situacija u kontekstu finansijske stabilnosti, budući da više aktivne stope odbijaju tražnju za kreditima, koji su neophodni za rast. Takođe, one opterećuju finansije i funkcionisanje subjekata koji su zaključili kreditne aranžmane, uz moguće negativne posljedice na same banke koje su dale kredite, ukoliko dođe do problema u naplati. CBCG stoga budno prati kretanja kamatnih stopa, te će, u skladu sa instrumentima koji joj stoje na raspolaganju, i u budućnosti reagovati ukoliko ocijeni da bi intervencija vodila ka optimalnom rješenju.

3.2. Mikrokreditne finansijske institucije

Ukupna aktiva mikrokreditnih finansijskih institucija (MFI) na kraju 2013. godine iznosila je 34,6 miliona eura, i smanjena je za 4% u odnosu na kraj marta.

U strukturi aktive MFI dominantno učešće ostvarili su neto krediti i potraživanja (90,1%), novčana sredstva i računi depozita kod centralnih banaka činili su 4,3%, a neto ostala aktiva 5,6% ukupne aktive MFI na kraju 2013.

Bruto krediti i potraživanja MFI iznosili su 37,2 miliona eura i bilježe pad od 7,3% u odnosu na kraj marta. Učešće bruto nekvalitetnih kredita i potraživanja, tj. bruto nekvalitetnih kredita i potraživanja koji kasne s otplatom više od 30 dana iznosilo je 16,4%, odnosno 17,7%, i padu je u odnosu na kraj marta za 0,8 p.p., odnosno 1,5 p.p.

Gledano po institucionalnim sektorima, gotovo svi bruto krediti i potraživanja MFI odnose se na fizička lica, dok su, gledano po namjeni, u strukturi kreditnog portfolija MFI dominantno učešće ostvarili bruto krediti i potraživanja za nabavku osnovnih sredstava (26,9%), krediti za likvidnost-obrtna sredstva (12,8%) i gotovinski-nenamjenski krediti (11,4%)³⁴. U ročnoj strukturi bruto kredita MFI, dominirali su dugoročni krediti (63,6%).

U strukturi pasive MFI većinsko učešće ima kapital (58,6%), koji je na kraju 2013. iznosio 20,3 miliona eura. Od ukupnog iznosa kapitala, 69,5% odnosilo se na donirani kapital, neraspoređena dobit činila je 13%, akcijski kapital 9,1%, a dobit iz tekuće godine 8,4% ukupnog kapitala. Sa druge strane, obaveze su činile 41,4% pasive, odnosno 14,3 miliona eura.

MFI su 2013. godinu završile sa pozitivnim finansijskim rezultatom od 1,7 miliona eura (uz pozitivan rezultat u svakom kvartalu godine), pri čemu je samo jedna MFI, najmanja po veličini, ostvarila gubitak u 2013. godini.

³⁴ Ova učešća ne uzimaju u obzir kamatna potraživanja i vremenska razgraničenja naknada (kamata).

Kamatne stope po kojima MFI odobravaju kredite imale su opadajuću tendenciju tokom 2013. godine, uz niži nivo u odnosu na 2012. Na kraju 2013. godine, prosječna ponderisana aktivna efektivna kamatna stopa (PPAEK) iznosila je 26,38%, i u odnosu na kraj prethodne godine niža je za 2,1 procentni poen. Što se tiče stopa na novoodobrene kredite, PPAEK stopa je iznosila 26,03% na kredite odobrene u decembru 2013, što je 2,87 p.p. niže od iste kamatne stope na kredite odobrene u decembru 2012. godine.

MFI ostvaruju vrlo skromno učešće u ukupno odobrenim kreditima i uopšte, u aktivni finansijskog sektora, te je stoga mali i rizik koji one nose po finansijsku stabilnost. Ovo utoliko prije što nemaju zakonsku mogućnost primanja depozita, pa ne postoji opasnost od ugrožavanja njihove finansijske pozicije preko odliva depozita, niti opasnost od efekta „širenja panike“.

3.3. Tržište kapitala

Negativna kretanja na tržištu kapitala su obilježila i 2013. godinu. Promet je pao za 5,8% u odnosu na 2012. godinu, i iznosio je svega 30,8 miliona eura, što je najniži nivo godišnjeg prometa od 2002. godine. Glavni indeks Montenegroberze, MONEX 20, na kraju 2013. u odnosu na kraj 2012. godine ostao je praktično nepromijenjen, i bio je na nivou s kraja 2005. godine, a u odnosu na kraj aprila 2007. godine (vrhunac aktivnosti na Berzi) niži je za gotovo 80%.

Tabela 3.2

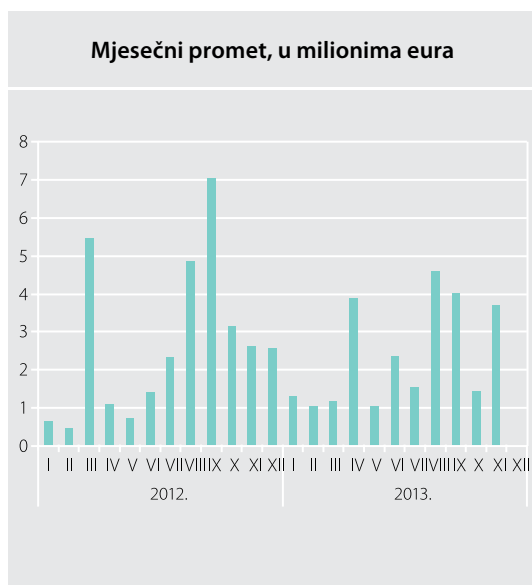
Osnovni pokazatelji kretanja na Montenegroberzi u 2013. godini	
MONEX 20, 31.12.2013.	9.850,18
Godišnja promjena indeksa	0,0%
Ukupan promet u 2013. godini, u eurima	30.771.603
Promet, 2013. na 2012.	-5,8%
Tržišna kapitalizacija, u eurima, 31.12.2013.	2.838.968.101
Godišnja promjena tržišne kapitalizacije	-2,2%

Izvor: Montenegroberza

Prosječni mjesečni promet u 2013. godini je iznosio svega 2,6 miliona eura (u odnosu na 2,7 miliona eura iz 2012. godine). Indeks MONEX PIF, sa druge strane, tokom 2013. godine je pao za 0,9%, zadržavši se na nivoima iz 2005. godine.

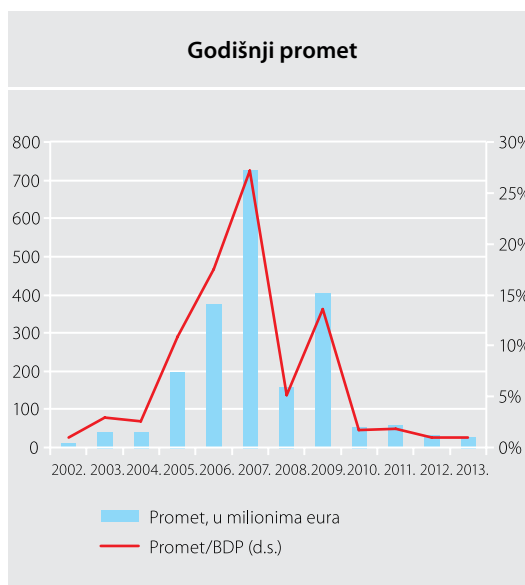
Crnogorsko tržište kapitala i dalje karakterišu brojne slabosti, od kojih su najizraženije vrlo niska likvidnost (dubina) i loša zaštita vlasničkih prava, posebno u domenu prava manjinskih akcionara i poštovanja osnovnih principa korporativnog upravljanja. Posebno pitanje je pitanje pružanja tačnih i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

Grafik 3.21



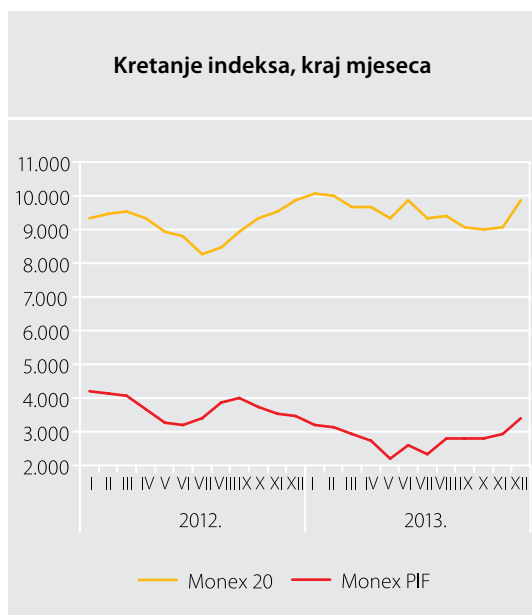
Izvor: Montenegroberza

Grafik 3.22



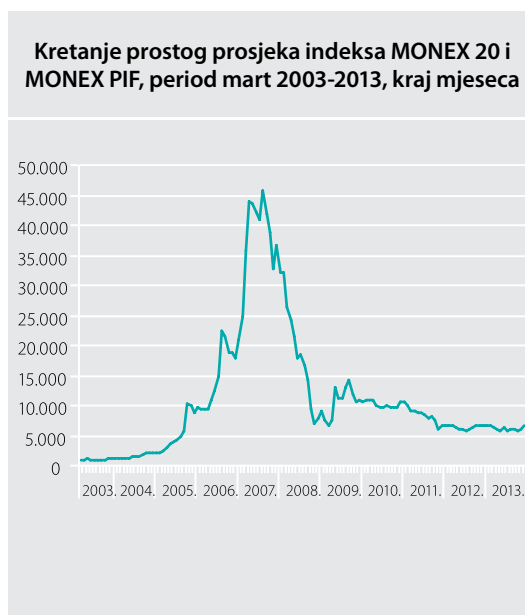
Izvor: Montenegroberza, Monstat

Grafik 3.23



Izvor: Montenegroberza

Grafik 3.24



Izvor: Montenegroberza, kalkulacije CBCG

Tržište kapitala u Crnoj Gori, u odnosu na banke, tradicionalno ima relativno malu ulogu u finansiranju privrede, tj. prikupljeni iznosi kapitala preko emisija akcija u Crnoj Gori zanemarljivo su mali u odnosu na kapital koji privreda u vidu kredita pozajmljuje od banaka. Ipak, neophodno ga je razvijati, te ispravljati gore navedene nedostatke i slabosti, kako bi i ono davalo veći doprinos u povezivanju onih koji imaju viškove finansijskih sredstava (štediše, investitori) sa subjektima kojima finansijska

sredstava nedostaju. Cijeli finansijski sektor/sistem bi tako bio likvidniji i razvijeniji, uz mnogo više prostora za ekonomski rast.

3.4. Sektor osiguranja³⁵

Rast bruto fakturisane premije osiguranja, povećanje ukupne aktive sektora osiguranja i uvećan finansijski rezultat obilježili su kretanja u crnogorskom sektoru osiguranja u 2013. godini.

Ukupna bruto fakturisana premija ostvarena u sektoru osiguranja u toku 2013. godine iznosila je 72,8 miliona eura, što je 8,7% više u odnosu na onu ostvarenu u 2012. godini. U strukturi premije osiguravajućih kompanija, dominantno učešće ostvaruje premija neživotnih osiguranja (85,1%), u ukupnom iznosu od 61,9 miliona eura. Premija životnog osiguranja iznosi 10,9 miliona eura, i u odnosu na 2012. godinu bilježi porast od 14,8%, uz blagi porast učešća premije životnih osiguranja u ukupnoj premiji.

Posmatrajući strukturu premije neživotnih osiguranja u 2013. godini, većinsko učešće ostvaruju obavezna osiguranja (55,7%), čije je učešće u odnosu na 2012. smanjeno za 1,9 procentnih poena³⁶. U premiji životnih osiguranja najveće učešće bilježi osiguranje života, sa 87,3%, koje, zajedno sa dopunskim osiguranjem lica, čini 99,4% ukupno premije životnih osiguranja.

U 2013. godini poslove osiguranja na crnogorskom tržištu osiguranja obavljalo je 11 društava, od čega se životnim osiguranjem bavilo šest, a poslovima neživotnog osiguranja pet društava, uz dominantno učešće stranog kapitala. Prema Hiršman-Herfindalovom indeksu po bruto fakturisanim premijama, koncentracija na tržištu osiguranja je tokom 2013. godine smanjena, na 2.209,34 poena, sa 2.333,80 poena na kraju 2012.

Margina solventnosti društava za osiguranje iznosila je 16,1 milion eura, a kapital 35,3 miliona eura³⁷. Tako je na nivou sektora osiguranja u Crnoj Gori odnos kapitala i margine solventnosti iznosio 2,2 (1,8 na kraju 2012), što pokazuje da je solventnost osiguravajućih društava bila na veoma zadovoljavajućem nivou. Pri tome, ukupan akcijski kapital društava za osiguranje iznosio je 49,8 miliona eura na kraju 2013. godine. Koeficijent likvidnosti (likvidna sredstva prema kratkoročnim obavezama) iznosio je 4,2, i viši je u odnosu na kraj 2012. godine, kada je iznosio 4,0.

Finansijski rezultat na nivou sektora osiguranja bio je pozitivan i iznosio je 3,7 miliona eura (u odnosu na 2,1 milion eura iz 2012. godine).

Iz svega navedenog možemo zaključiti da se sektor osiguranja dodatno konsolidovao tokom 2013. godine, te da u tom smislu iz ovog sektora trenutno nema većih prijetnji finansijskoj stabilnosti.

Naravno, sektor osiguranja ne može imati preveliki uticaj zbog svoje veličine (156,7 miliona eura ukupne aktive na kraju 2013. godine). Međutim, 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

³⁵ Svi podaci sektora osiguranja koji se odnose na 2013. godinu su preliminarne prirode.

³⁶ Obavezna osiguranja ovdje su osiguranja od odgovornosti zbog upotrebe motornih vozila, vazduhoplova i plovni objekata.

³⁷ Kapital je ovdje veličina obračunata prema regulativi, a ne kategorija iz bilansa stanja.

sistemu, budući da su osiguravajuće kuće tip subjekata koji dobar dio kapitala dalje plasiraju, najčešće prema drugim finansijskim posrednicima (obično bankama), ili direktno na tržište, a uz sve to pružajući nezaobilazan tip finansijske usluge. Kao najznačajniji razlozi zašto tržište osiguranja nije veće, prirodno se nameću nizak nivo dohotka stanovništva i vrlo teško stanje u privredi, kao i nedostatak shvatanja o značaju usluge koju ovaj sektor pruža.

4. FINANSIJSKA INFRASTRUKTURA

Finansijsku infrastrukturu čini set institucionalnih aranžmana/sistema koji obezbjeđuju okvir za efikasno i sigurno obavljanje finansijskog posredovanja. Ovdje će se razmotriti dva bitna segmenta finansijske infrastrukture u Crnoj Gori: platni sistem i regulatorni kreditni registar.

4.1. Platni sistem

Centralna banka Crne Gore operater je međubankarskog platnog sistema, koji se sastoji od dva pod-sistema, RTGS i DNS sistema³⁸. Osnovni ciljevi poslovanja u ovom domenu su sigurnost i efikasnost funkcionisanja platnog sistema, čime se obezbjeđuje odgovarajuća podrška kako procesu finansijske intermedijacije, tako i otpornosti ostalih dijelova finansijskog sistema.

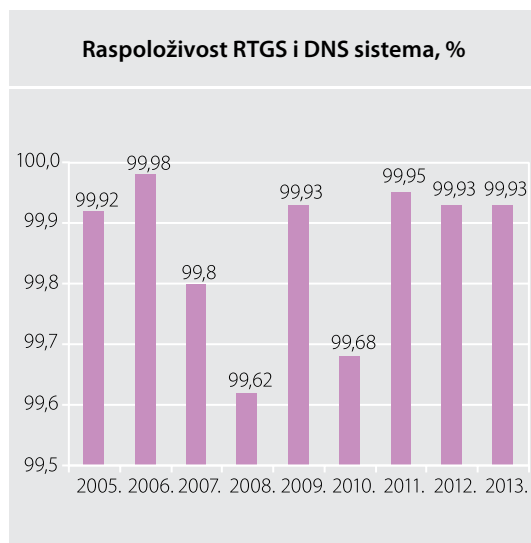
Tabela 4.1

Raspoloživost RTGS i DNS sistema							
Period	Radni			Produženje u min.	Produkcija u min.	Zastoj u min.	Raspoloživost sistema, u %
	Dani	Sati	Minuti				
2007.	254	2.159		96	129.636	261	99,80
2008.	254	2.159		462	130.002	491	99,62
2009.	254	2.159		37	129.577	96	99,93
2010.	256	2.176		6	130.566	414	99,68
2011.	255	2.165	30	29	129.959	62	99,95
2012.	255	2.167	30	15	130.065	86	99,93
2013.	254	2.159			129.540	85	99,93
I 2013.	21	178	30		10.710		100,00
II 2013.	20	170			10.200		100,00
III 2013.	21	178	30		10.710		100,00
IV 2013.	22	187			11.220	47	99,58
V 2013.	19	161	30		9.690		100,00
VI 2013.	20	170			10.200		100,00
VII 2013.	22	187			11.220	38	99,66
VIII 2013.	22	187			11.220		100,00
IX 2013.	21	178	30		10.710		100,00
X 2013.	23	195	30		11.730		100,00
XI 2013.	21	178	30		10.710		100,00
XII 2013.	22	187			11.220		100,00

Izvor: CBCG

³⁸ Osnovne karakteristike: RTGS sistem – plaćanja se procesuiraju pojedinačno, u realnom vremenu, na bruto osnovi po FIFO principu, koristi se za velika plaćanja (plaćanja iznad 1.000 eura); DNS sistem – koristi se za mala plaćanja, podrazumijeva multilateralnu šemu svođenja obaveza na neto nivo, a poravnanje neto pozicija se vrši preko RTGS sistema. (Tri su klirinška ciklusa u danu.)

Grafik 4.1



Izvor: CBCG

U 2013. godini ukupna produkcija međubankarskog platnog sistema, odnosno RTGS i DNS sistema, iznosila je 129.540 minuta, sa evidentiranih 85 minuta zastoja u radu, tako da je raspoloživost sistema iznosila 99,93%, čime je nastavljena serija izuzetno visoke raspoloživosti iz prethodnih godina.

U 2013. godini, vrijednost ukupnog realizovanog platnog prometa u zemlji iznosila je 22,3 milijarde eura, odnosno 7,2% više u odnosu na 2012. S druge strane, broj transakcija je porastao za 8%, na blizu 26 miliona transakcija. Situacija je najbolja u posljednjih pet godina, ali je gora u odnosu na period 2007-2008, tako da ovi pokazatelji ukazuju na i dalje prisutne posljedice krize i nesiguran oporavak ekonomije, što se sve odražava i na novčane tokove u platnom sistemu.

Tabela 4.2

Uporedni pokazatelji vrijednosti platnog prometa, u eurima						
	2013.	2012.	2011.	2010.	2009.	2013/2012.
Međubankarski	10.123.092.075	9.103.468.406	9.069.817.107	8.673.777.093	8.900.719.570	111,2
RTGS	9.552.596.535	8.553.655.836	8.519.229.139	8.140.415.076	8.392.787.439	111,7
DNS	570.495.540	549.812.570	550.587.969	533.362.017	507.932.131	103,8
Interni	12.180.126.932	11.710.512.566	12.009.464.651	11.733.587.598	13.132.500.623	104,0
Bezgotovinski	8.998.002.178	8.682.132.662	8.952.110.113	8.741.589.307	9.993.633.299	103,6
Gotovinski	3.182.124.754	3.028.379.904	3.057.354.538	2.991.998.291	3.138.867.324	105,1
Ukupno	22.303.219.007	20.813.980.972	21.079.281.758	20.407.364.691	22.033.220.193	107,2

Izvor: CBCG, poslovne banke

Tabela 4.3

Uporedni pokazatelji obima platnog prometa, broj transakcija						
	2013.	2012.	2011.	2010.	2009.	2013/2012.
Međubankarski	7.865.980	7.405.773	7.780.970	8.809.445	8.644.923	106,2
RTGS	3.678.688	3.520.051	3.999.616	5.136.534	5.099.093	104,5
DNS	4.187.292	3.885.722	3.781.354	3.672.911	3.545.830	107,8
Interni	18.113.762	16.648.750	15.862.001	16.483.085	17.215.483	108,8
Bezgotovinski	12.549.144	11.602.066	10.805.920	11.275.833	11.895.934	108,2
Gotovinski	5.564.618	5.046.684	5.056.081	5.207.252	5.319.549	110,3
Ukupno	25.979.742	24.054.523	23.642.971	25.292.530	25.860.406	108,0

Izvor: CBCG, poslovne banke

Osim što i dalje postoji prostor da se operativni rizik platnog sistema dodatno smanji, uspostavljanjem lokacije za oporavak od katastrofe (vanrednih okolnosti) i usavršavanjem tehnološke/IT platforme za rad sistema, drugi rizici koji bi mogli proisteci iz platnog sistema minimizirani su tehničkim i zakonskim rješenjima.

4.2. Regulatorni kreditni registar

U Centralnoj banci Crne Gore od 2008. godine funkcioniše kreditni registar, čija je osnovna namjena sakupljanje relevantnih podataka o kreditima odobrenim građanima i privredi, a sve u cilju pružanja informacija kojima se doprinosi boljoj procjeni i upravljanju kreditnim rizikom u bankama. U početku, informacije dobijane od banaka koristile su se u Centralnoj banci sa ciljem sprovođenja efikasnijih kontrola, dok su kasnije podaci stavljani na raspolaganje svim bankama i mikrokreditnim finansijskim institucijama, a od 2010. godine i Investiciono-razvojnog fondu. Pored informacija o kreditima, banke su u obavezi da dostave informacije i o odobrenim garancijama, kreditnim karticama, lizing aranžmanima, prekoračenjima i ostalim kreditnim potraživanjima po kojima je banka izložena kreditnom riziku.

U izvještaju koji se dobija iz baze podataka kreditnog registra navedene su sve obaveze koje pravno ili fizičko lice ima po osnovu kredita kod svih banaka u Crnoj Gori, stanje po osnovu kamate i redovnost u otplati, odnosno kvalitet servisiranja obaveze. Na osnovu izvještaja mogu se utvrditi i potencijalna zaduženja klijenta, koja se ogledaju u garancijama ili jemstvima koja je klijent izdao za druga pravna ili fizička lica.

Tabela 4.4

Stanje broja klijenata po aktivnim kreditima, kraj godine						
	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Fizička lica	133.961	117.047	107.414	104.158	102.212	104.948
Pravna lica	5.603	5.207	5.031	4.830	4.771	5.241
Ukupno	139.564	122.254	112.445	108.988	106.983	110.189

Izvor: CBCG

Tabela 4.5

Stanje broja klijenata po ukupnim potraživanjima (kredit, lizing, kreditne kartice i minusi po tekućim računima), kraj godine						
	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Fizička lica	184.872	171.153	160.161	146.132	150.260	142.311
Pravna lica	6.137	5.787	6.483	6.261	6.355	6.926
Ukupno	191.009	176.940	166.644	152.393	156.615	149.237

Izvor: CBCG

Tabela 4.6

Broj pretraga za dati period					
IX-XII 2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
26.910	119.576	188.165	198.722	143.990	136.949

Izvor: CBCG

Zakonom o Centralnoj banci iz 2010. godine uspostavljen je pravni osnov za dalji razvoj kreditnog registra, čije je funkcionisanje kasnije bliže regulisano Odlukom o kreditnom registru³⁹. Implementacijom ove Odluke, kojom je od 1. novembra 2011. godine, pored mjesečnog, uvedeno i dnevno izvještavanje o novoodobrenim kreditima i drugim izloženostima kreditno-garantnih institucija, dodatno je povećan kvalitet informacija koje se dobijaju iz kreditnog registra i, istovremeno, omogućeno izdavanje izvještaja rezidentima – pravnim i fizičkim licima – o njihovoj tekućoj i potencijalnoj zaduženosti.

Pored 11 banaka, šest MFI i Investiciono-razvojnog fonda (IRF), a na osnovu zaključenog ugovora sa Centralnom bankom, u sistem izvještavanja mogu se uključiti i drugi subjekti iz finansijskog sektora (lizing kompanije, društva za osiguranje), kao i pravna lica izvan finansijskog sektora kod kojih postoje značajna zaduženja pravnih i fizičkih lica (kompanije za distribuciju električne energije, poreski organi i dr.).

Konačno, kako se kroz kreditni registar povećava informisanost kreditno-garantnih institucija o kreditno-garantnoj istoriji i poziciji (potencijalnih) klijenata, i time utiče na bolje upravljanje kreditnim rizikom kao glavnim rizikom u sistemu, to kreditni registar posljedično daje vrlo značajan doprinos stabilnosti finansijskog sistema Crne Gore.

³⁹ Do tada je učesće u registru bilo isključivo regulisano ugovorima. Zakon: „SL CG“ 40/2010, 46/2010 i 6/2013. Odluka: „SL CG“ 27/2011 i 64/2012.

5. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Razmatranja određenih opasnosti i ranjivosti u ovom poglavlju, kao i u ostatku Izvještaja, podrazumijevaju *ukazivanje* na rizike po stabilnost finansijskog sistema. To *ne znači* da će se rizici nužno i realizovati.

Međunarodno okruženje

Pritisci po pitanju evropske dužničke krize su nesporno oslabili, dok je situacija na svjetskim finansijskim tržištima drastično bolja. Ipak, stanje na globalnoj ekonomskoj sceni i dalje karakteriše određena neizvjesnost, i oporavak i dalje nije potpun (prije svega u naprednim ekonomijama). Ovo, nažalost, važi i za region koji okružuje Crnu Goru.

Kako se u Evropi predviđa tek blagi rast ekonomske aktivnosti u 2014. (posljednja zvanična prognoza MMF-a za Eurozonu je 1%), to se za malu i otvorenu crnogorsku privredu, direktno ili indirektno vrlo povezanu sa Evropom, po tom osnovu ne može očekivati visok rast u 2014. godini, kao ni za ostatak regiona. Što se tiče kanala uticaja, a imajući u vidu postojeći model funkcionisanja sistema, najznačajniji kanal je finansijski račun platnog bilansa (pad priliva kapitala/odlivi kapitala). Pri tome, i državni i privatni sektor su prilično ranjivi i zavisni, kako po osnovu dužničkih, tako i po osnovu vlasničkih ulaganja.

Domaće makroekonomsko okruženje

U periodu 2009-2013. crnogorska ekonomija je praktično ostvarila nulti realni rast, dok je pad ekonomske aktivnosti primarno izbjegnut zbog novog zaduživanja državnog sektora (emisije euroobveznica i bilateralni kreditni aranžmani), i naravno, stranih direktnih investicija. U 2013. godini je zabilježena pozitivna stopa rasta, ali položaj privrede se nije bitno promijenio na bolje – ostali su zabrinjavajući problemi sa slabom likvidnošću. Ni za sektor stanovništva se ne može reći da je u boljoj situaciji nego što je bio prije godinu dana.

Drugim riječima, rast iz 2013. je više predstavljao određeno anuliranje posljedica krize s kraja 2008. i 2009. godine, kao i recesione 2012. godine, nego što se izašlo na put dugoročno održivog, stabilnog oporavka. Domaće tržište kapitala možda najbolje potvrđuje pomenuto. Ukupan promet za cijelu 2013. bio je svega 30,8 miliona eura, a indeks MONEX 20, kao indikator očekivanja, na istom je nivou na kraju 2013. u odnosu na kraj 2012, a u padu je od blizu 80% u odnosu na period buma iz proljeća 2007. godine (u situaciji kada se mnogi globalni indeksi potpuno vraćaju na pretkrizne vrijednosti, ili ih čak preskaču).

Mjereno preko indeksa potrošačkih cijena, cijene su tokom 2013. godine porasle za 0,3%, što je značajno niže u odnosu na 5,1% iz 2012, i ispod rasta cijena u Eurozoni (0,8%). U strukturi gledano, rast cijena je uglavnom posljedica povećanja cijena duvana (usljed povećanja akciza) i električne energije,

dok je kategorija „hrana i bezalkoholna pića“, iako uz raznolika kretanja njenih komponenti, zbirno imala najveći uticaj na opadanje stope inflacije.

Što se tiče očekivanja za 2014. godinu, Crna Gora će svakako biti izložena globalnim promjenama cijena, a najznačajniji uticaj, uobičajeno, imaće cijene hrane i nafte. Ipak, prognoze MMF-a govore da će globalni inflacioni pritisci popustiti u 2014, tako da taj tip opasnosti trenutno nije toliko izražen, iako su prognoze ovog tipa nezahvalne i mogu omanuti.

Kao što je već istaknuto, platno-bilansna kretanja su pokazatelj možda i najznačajnijih neravnoteža crnogorske ekonomije. U 2013. deficit tekućeg računa bio je osjetno niži u odnosu na 2012. godinu (deficit bilježi pad od 17,1%, a učešće u BDP-u mu opada za 4,1 p.p.), dok je pokrivenost uvoza izvozom blago porasla, za 1,2 p.p., na i dalje slabih 23,2%. U strukturi, smanjenje deficita se najviše duguje smanjenju robnog deficita i rastu suficita na računu usluga, dok su promjene na saldima ostalih podračuna tekućeg računa bile neznatnog uticaja. Naravno, iza svega je nastavak pada priliva od kapitala: neto SDI su ostvarile pad od blizu 30%, uz pad u odnosu na BDP za pet p.p., na 9,7%.

Procjena je da je budžetski deficit u 2013. godini iznosio 3,8% BDP-a, što je u najvećoj mjeri posljedica ranjivosti iz prethodnog perioda (aktiviranja garancija i isplata po sudskim odlukama). Dodatno, otplata duga je iznosila 241,8 miliona eura (to je iznos koji ne ulazi u deficit), tako da su ukupno nedostajuća sredstva za 2013. godinu iznosila 370,1 milion eura, ili 11,1% BDP-a. Deficit iz 2013. godine, generalno, predstavlja nastavak kretanja iz perioda 2009-2012, pa je prosjek deficita u periodu 2009-2013. bio na nivou oko 4,9% BDP-a. Planirani deficit za 2014. godinu je 2% BDP-a.

Deficit je, posljedično, povećavao državni dug, koji je na kraju 2013. iznosio preko 1,9 milijardi eura, od čega se na spoljni dug odnosilo preko 1,4 milijarde eura. Dodatno, iznos izdatih garancija (stranih i domaćih) bio je 303,6 miliona eura. Državni dug još uvijek nije previsok u odnosu na BDP, ali ono što zabrinjava je nastavak tendencije povećanja duga i otežane mogućnosti nalaženja izvora za njegovu otplatu. Tokom perioda 2008-2013. učešće državnog duga u BDP-u je povećano za 30,5 p.p. (sa 27,5% na 58%), a učešće garancija na 9,1% BDP-a⁴⁰. Na ovo sve treba dodati visok nivo ranjivosti privatnog sektora, čijim se oporezivanjem dolazi do sredstava za otplatu duga.

Sigurno je da je zaduživanjem države značajno spriječena kontrakcija ekonomske aktivnosti u periodu 2009-2013, ali se budžet mora što prije uravnotežiti i rast duga se mora zaustaviti, ili će se problem samo odložiti i biti neuporedivo bolniji za apsorpciju kasnije. Upravo to uravnoteženje, sa kojim se postepeno već počelo, povratno će se odraziti na finansijsku poziciju svih domaćih sektora, što će vršiti pritisak na finansijski sistem (banke).

Prema Monstatu, prosječna cijena kvadratnog metra novogradnje bila je 1.152 eura, tj. 3,2% viša u odnosu na 2012. godinu (1,6% u Podgorici), dok je broj prodatih stanova novogradnje porastao za čak 53,2% (21,9% u Podgorici). Prema anketi CBCG (obuhvata i nove i stare nekretnine, pri čemu dominiraju starije nekretnine), prosječna cijena nekretnina u Podgorici je u padu od 8,5% u junu u odnosu na mart 2013, pa onda i dodatnih 9% u februaru 2014. u odnosu na jun 2013, uz pad prometa agencija u 2013. u odnosu na 2012. godinu. Imajući u vidu izgled kretanja crnogorske ekonomije i obazrivu i prilično restriktivnu kreditnu politiku banaka, nije nerealno da u 2014. uslijedi dalja korekcija cijena

⁴⁰ Prema osnovnom scenariju iz Pretpristupnog ekonomskog programa (Ministarstva finansija), dug će na kraju 2014. iznositi 2.001,3 miliona eura, ili 56,9% BDP-a

naniže. To bi izazvalo dodatni pritisak na građevinski sektor (prema kome su banke osjetno izložene) i potencijalno aktiviranje novih hipoteka, a iznad svega i pad tržišne vrijednosti kolaterala za značajan dio kredita banaka (što datih građevinskim firmama, što stanovništvu). Međutim, u kontekstu realizacije kapitalnih i infrastrukturnih projekata, procjene su da taj rizik nije previše izražen, posebno u novogradnji.

Finansijski sistem

Iako u donekle manjoj mjeri, u bankarskom sektoru je i 2013. godina protekla u znaku posljedica vrlo relaksiranih kreditnih politika u periodu kreditnog buma i napete situacije u privredi koja je uslijedila, pa su banke nastavile sa umanjnjem vrijednosti i prodajom kredita, uz nastavak obazrivog kreditiranja i daljeg gomilanja likvidnosti. Ukupna aktiva je tako porasla za svega 2,4%, dok su bruto krediti i potraživanja u padu od 3,3% na kraju 2013. u odnosu na kraj marta. Kod šest manjih/srednjih banaka stanje bruto kredita i potraživanja je poraslo za 66,3 miliona eura u odnosu na kraj marta (tj. za 6,7%), ali su prevagu odnijeli otpisi/prodaje kod većih banaka u sistemu. Dobit na nivou sistema iznosila je dva miliona eura, uz značajne gubitke kod dvije banke.

Primarno je kao rezultat prodaje dijela loših kredita/potraživanja, učešće bruto loših kredita i potraživanja, tj. bruto kredita i potraživanja koji kasne s otplatom više od 30 dana u ukupnim bruto kreditima i potraživanjima, manje u odnosu na kraj marta 2013. Odnos ispravki vrijednosti za bruto loše kredite i potraživanja prema bruto lošim kreditima i potraživanjima, iako bolji u odnosu na kraj marta, iznosio je i dalje niskih 39,1% na kraju 2013. Takođe, neto loši krediti i potraživanja i dalje su visoki u odnosu na kapital, 68,7%. Konačno, stresno testiranje je pokazalo da su pojedine banke i dalje vrlo osjetljive na kreditni rizik.

Bankarski sistem karakteriše zadovoljavajući nivo likvidnosti. Stresno testiranje je kod više banaka ukazalo na neadekvatnu likvidnost u slučaju eventualnog visokog odliva depozita, ali treba imati u vidu da su korišćeni testovi prilično rigorozni, kao i da je pri testiranju korišćena relativno uža definicija slobodnih/raspoloživih likvidnih sredstava kojima bi ti odlivi bili pokriveni.

Takođe, stresno testiranje je pokazalo da su kamatni i devizni rizik zanemarljivi, kako na nivou sistema, tako i na nivou pojedinačnih banaka.

Na tržištu kapitala, 2013. je bila možda i gora od 2012. godine. Ukupan promet je bio 5,8% manji u odnosu na 2012. godinu i iznosio je 30,8 miliona eura, a predstavljao je najniži nivo godišnjeg prometa još od 2002. godine. Indeks MONEX 20 je ostao na istom nivou, dok je MONEX PIF blago opao tokom 2013. Na tržištu su ostali prisutni određeni krupni nedostaci, a pored toga, kretanja su svakako bila određena relativno slabim očekivanjima za privredu. Ipak, čini se da je izvjestan broj akcija sada potcijenjen, što nije poželjno sa aspekta finansijske stabilnosti. Između ostalog, i percepcija pojedinaca o ličnom bogatstvu je tako nerealno potcijenjena, što utiče na kontrakciju njihove potrošnje, i posljedično, na opšti nivo ekonomske aktivnosti.

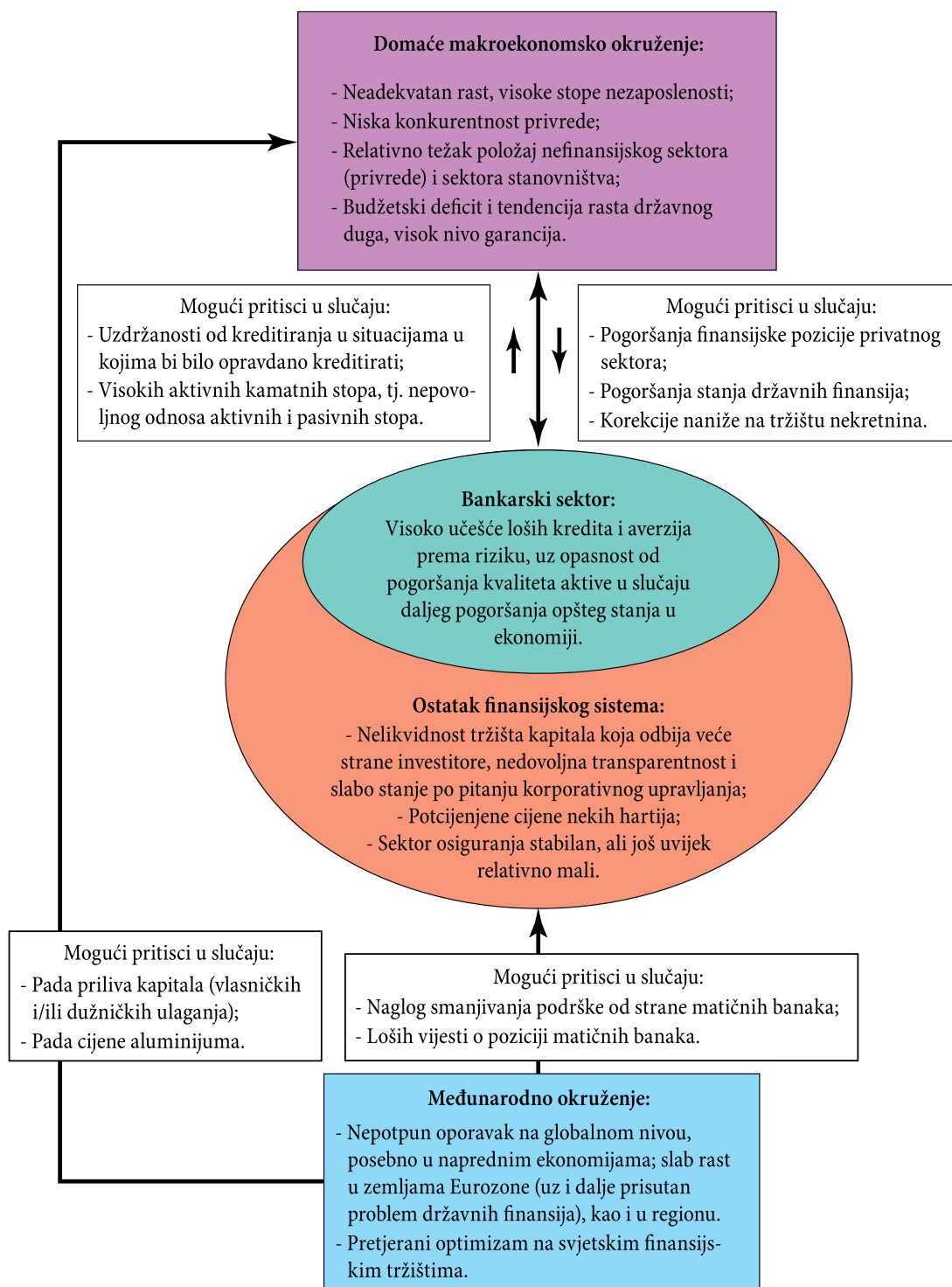
Što se tiče pozicije osiguravajućih društava, preliminirani rezultati poslovanja pokazuju da je u 2013. došlo do dalje stabilizacije tog sektora. Relativna veličina ovog sektora i dalje ograničava njegov potencijalni uticaj na ostatak finansijskog sistema, tj. na realnu ekonomiju. Ipak, bilo bi poželjno da sektor bude još jači i veći: to bi značilo još više kapitala u finansijskom sistemu.

Ključni rizici su prikazani u tabeli 5.1.

Tabela 5.1

Ocjena ključnih rizika u sistemu		
Vrsta rizika	Nivo rizika	Smjer kretanja
Međunarodno okruženje	Umjeren	Stabilan do opadajući
Fiskalna održivost	Umjeren do visok	Stabilan
Kreditni rizik	Umjeren do visok	Stabilan
Rizik likvidnosti	Umjeren	Opadajući
Tržišni rizik	Nizak	Stabilan
Finansijska infrastruktura	Nizak	Stabilan
Sektor osiguranja	Nizak	Stabilan
Tržište kapitala	Umjeren do visok	Stabilan

Šema 5.1: Ključni rizici i smjerovi uticaja



5.1. Politike za očuvanje finansijske stabilnosti

Realni sektor / platni bilans

Realni/privatni sektor je i dalje izuzetno ranjiv. Samo jak i konkurentan privatni sektor omogućava stabilne finansije države, ne ugrožava bankarski sektor (koji je prema njemu izložen) i omogućava posao i lične dohotke sektoru stanovništva. Jasno, državni i bankarski sektor mogu i sami biti dio problema, što dijelom i jeste slučaj u Crnoj Gori, tj. jak realni sektor nije *dovoljan*, ali svakako jeste *potreban* uslov za dobru poziciju i države i banaka.

Neophodno je raditi na izgradnji privatnog sektora na zdravim, konkurentskim osnovama, i na principu komparativnih prednosti. Crna Gora ima komparativne prednosti za razvoj turizma, poljoprivrede/prehrambene industrije i energetike – i ti sektori bi trebalo da ostvaruju značajan višak u razmjeni sa inostranstvom. Na taj način bi se išlo ka uravnoteženju tekućeg računa, što je, stiče se utisak iz tekuće globalne krize, poželjno i normalno stanje u odnosu na održavanje ekonomske aktivnosti zaduživanjem ili prilivima u nekretnine. Prvo, jer su tokovi kapitala vrlo osjetljivi na pojavu nestabilnosti, i drugo, jer prilivi kapitala (bilo dužnički bilo vlasnički) ne mogu trajati u nedogled.

Dug ne mora u svim okolnostima da bude loš, ali vještačko održavanje standarda preko duga je nepoželjno. Slično je i sa prilivima kapitala: najbolji su oni kojima se stvari suštinski mijenjaju na bolje, i gdje se kapital upotrebljava u produktivne, a ne potrošne svrhe. To do sada nije bila dominantna praksa u Crnoj Gori po pitanju kapitalnih priliva, kako u dijelu koji se odnosi na prodaju nekretnina (stanovništvo), tako i u dijelu koji se odnosi na prodaju državnih firmi (privatizacije). Nesporna glad za kapitalom/višim standardom kod sektora stanovništva i određeni realni problemi sa kojima se država suočavala samo djelimično opravdavaju takvo stanje. Jedan od oblika vlasničkog ulaganja koji je Crnoj Gori prijeko potreban jesu „grinfild“ investicije (idealno u izvozno orijentisane djelatnosti), koje su do sada bile zanemarljivo zastupljene.

Iako privatni sektor treba i sam da se transformiše prema gore pomenutim djelatnostima, podrška države je nezaobilazna. Država mora obezbijediti stabilan i predvidiv ambijent (pravni, administrativni, sudski) i u komunikaciji sa privatnim sektorom izraditi krovnu strategiju privrednog razvoja, koja će nakon toga polako početi da se sprovodi u djelo.

Budžetski deficit (suficit) / državni dug

Državni sektor je značajan rizik i u 2014. godini. U tom smislu, veoma ohrabruju mjere fiskalne konsolidacije iz 2013. i s početka 2014. godine: uvođenje progresivnog oporezivanja na dohodak fizičkih lica, snižavanje određenih rashoda za materijal i usluge, kao i mjere za bolju naplatu poreza i doprinosa, tj. za smanjenje sive ekonomije. Iako su takve mjere često bolne i sa izraženim negativnim uticajem na nivo životnog standarda, svako njihovo odlaganje imalo bi značajno veće troškove u budućnosti. U našem bliskom okruženju i zemljama EU, možemo vidjeti kako prekomjerni državni dug postaje faktor ograničavanja rasta i prosperiteta.

Budžetski deficit u 2014. godini bi morao biti na nižem nivou u odnosu na prethodnu godinu, i niži od nivoa predviđenog Mاستrihtskim kriterijumima. Bilo bi poželjno i zaustavljanje tendencije rasta državnog duga, ali to nije lako sprovodivo ni u 2014. godini. Treba težiti da državni dug trajno ostane

ispod 60% BDP-a, kao kritične zone. Nužno je uvođenje i fiskalnih pravila, a najbolje bi bilo primijeniti nova fiskalna pravila dijela zemalja EU na dobrovoljnoj osnovi⁴¹.

Nagli rast državnog duga i visok budžetski deficit mogu biti protumačeni od strane finansijskih tržišta kao faktori koji mogu ugroziti redovno finansiranje državnih obaveza. U takvim uslovima prekida se ili značajno smanjuje priliv kapitala, dolazi do povlačenja portfolio investitora, raste premija rizika (poskupljuje finansiranje državnog duga), pogoršava se kreditni rejting, ugrožava se poslovanje bankarskog sistema i dr. Pitanju samog duga se nezaobilazno priključuje i pitanje garancija: izdavanje novih garancija se mora zaustaviti, što je u 2012. i 2013. godini bilo veoma dobro implementirano.

Bankarski sektor i ostatak finansijskog sistema

Bankarski sektor je stekao bolno, ali dragocjeno iskustvo iz vremena kreditnog buma i perioda saniranja posljedica. Međutim, taj period još uvijek nije okončan, pa banke moraju nastaviti s iščišćavanjem bilansa svim raspoloživim sredstvima: prodajom, restrukturiranjem, i u konačnom, otpisom. Naravno, pravilna politika formiranja ispravki vrijednosti ostaje nezaobilazna kod upravljanja kreditnim rizikom. Takođe, za slučaj da bude neophodno, moraju se unaprijed razraditi sve mogućnosti za zaduživanja i dokapitalizacije. Sve će to budno pratiti Centralna banka, koja će u okviru svojih mogućnosti nastaviti da podržava bankarski sektor⁴². Kako je manevarski prostor CBCG sužen zbog eurizacije, najznačajnija poluga uticaja je, bez dileme, supervizija banaka. Iako je koncept finansijske stabilnosti i makroprudencione kontrole drugačiji u odnosu na mikroprudencioni pristup, efikasna supervizija banaka je ključ za ostvarivanje stabilnosti finansijskog sistema, jer je preventiva najbolja politika.

Što se tiče tržišta kapitala, mora se težiti većoj transparentnosti (posebno u dijelu redovnog objavljivanja tačnih finansijskih izvještaja emitenata, ali i informacija o poslovanju svih drugih učesnika na tržištu: berze, brokera itd.), jačoj zaštiti vlasničkih prava (prije svega, prava manjinskih akcionara) i promociji, podršci i zaštiti bazičnih principa korporativnog upravljanja. I u sektoru osiguranja je potrebno povećati nivo transparentnosti i pojačati superviziju. Takođe, potrebno je intenzivirati promociju značaja usluga koje pružaju osiguravajuća društva.

Usvajanjem pojedinačnih planova nadležnih institucija i nacionalnog plana za djelovanje u situacijama finansijskih kriza značajno je ojačana sposobnost regulatora i države za apsorpciju i prevenciju potencijalnih šokova. Planovi se redovno ažuriraju, a u oktobru/novembru 2013. godine, u saradnji sa Svjetskom bankom, uspješno je sprovedeno testiranje plana CBCG.

⁴¹ Novi organski zakon o budžetu (tzv. Zakon o budžetu i fiskalnoj odgovornosti, trenutno u formi prijedloga) je solidan korak u tom smjeru.

⁴² U okviru aktuelnog programa restrukturiranja nekvalitetnih kredita banaka, koji se radi u saradnji sa ekspertima iz Svjetske banke, CBCG ima medijatorsko-katalizatorsku ulogu, uz angažman na izradi Zakona o dobrovoljnom finansijskom restrukturiranju, trenutno u formi nacрта.

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

336

IZVJEŠTAJ o stabilnosti finansijskog sistema u 2013. godini. - 2010- . - Podgorica
(Bulevar Sv. Petra Cetinjskog br. 6) : Centralna banka Crne Gore, 2014 (Podgorica: DPC
d.o.o.). - 28 cm

Godišnje

ISSN 1800-8887 = Izvještaj o stabilnosti finansijskog sistema u ... godini
COBISS.CG-ID 18007568