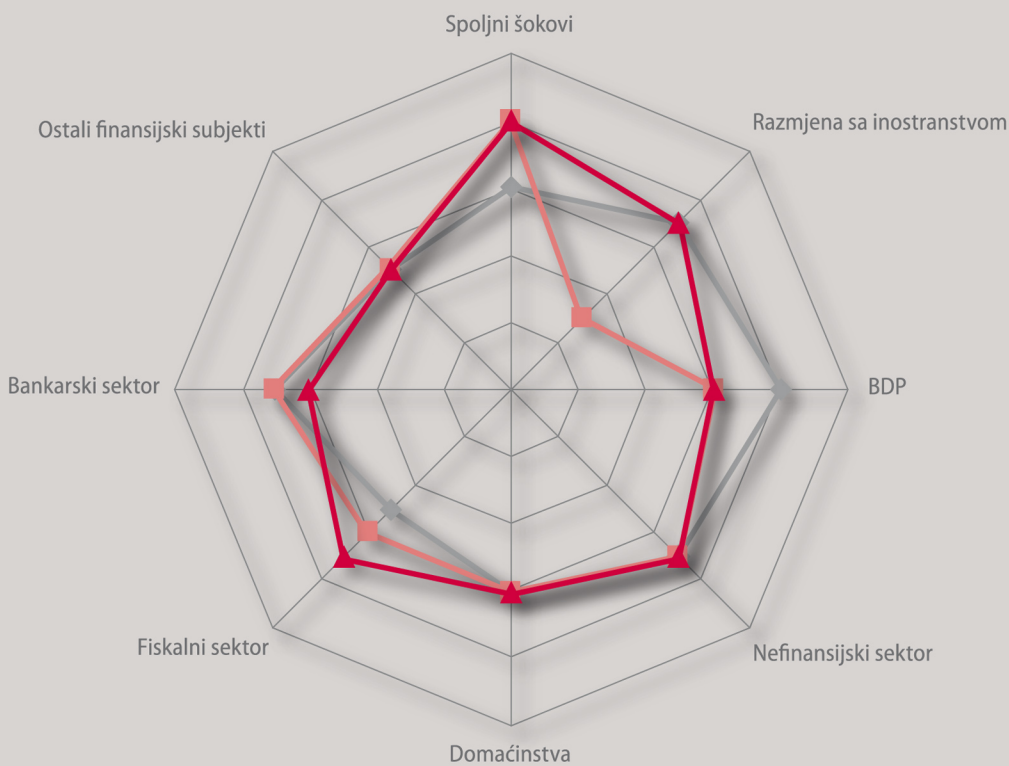


Savjet za finansijsku stabilnost



Izvještaj o radu Savjeta za finansijsku stabilnost

2014

Savjet za finansijsku stabilnost

**IZVJEŠTAJ O RADU
SAVJETA ZA FINANSIJSKU STABILNOST
2014. GODINA**

Podgorica, 2015. godine

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

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

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

SEKRETAR
SAVJETA: Dr Marijana Mitrović Mijatović

GRAFIČKA Andrijana Vujović
PRIPREMA: Nikola Nikolić

LEKTURA: Bojana Šupeljak

ŠTAMPA: AP PRINT d.o.o. Podgorica

TIRAŽ: 150 primjeraka

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

SPISAK UPOTRIJEBLJENIH SKRAĆENICA

AIFS	Agregatni indeks finansijske stabilnosti
ARIMA	Autoregressive Integrated Moving Average (autoregresioni integrisani model sa pokretnim prosjecima)
ANO	Agencija za nadzor osiguranja
BDP	Bruto domaći proizvod
CBCG	Centralna banka Crne Gore
CDS	Credit Default Swap (Osiguranje od kreditnog rizika)
CG	Crna Gora
CRD	Capital Requirements Directive (Direktiva o kapitalnim zahtjevima)
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development (Evropska banka za obnovu i razvoj)
EBU	European Banking Union (Evropska bankarska unija)
ECB	Evropska centralna banka
EFSF	European Financial Stability Facility (Evropsko tijelo za finansijsku stabilnost)
EFSM	European Financial Stabilisation Mechanism (Evropski mehanizam za finansijsku stabilnost)
EK	Evropska komisija
EONIA	Euro OverNight Index Average (evropska efektivna prekonoćna stopa)
ESFS	European System of Financial Stability (Evropski sistem finansijske supervizije)
ESM	European Stability Mechanism (Evropski stabilizacioni mehanizam)
ESRB	European Systemic Risk Board (Evropski odbor za sistemski rizik)
EU	Evropska unija
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate (eurska međubankarska stopa)
KHOV	Komisija za hartije od vrijednosti
LIBOR	London Interbank Offered Rate (londonska međubankarska stopa)
MMF	Međunarodni monetarni fond
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NPL	Non-performing loans (nekvalitetni krediti)
NSA	Neto strana aktiva
PDV	Porez na dodatnu vrijednost
p.p.	Procentni poen
PPAEKS	Prosječno ponderisana aktivna efektivna kamatna stopa
PPPEKS	Prosječno ponderisana pasivna efektivna kamatna stopa
ROA	Return of Assets (povraćaj na aktivu)
ROE	Return of Equity (povraćaj na kapital)
SA	Strana aktiva
SAD	Sjedinjene Američke Države
SDI	Strane direktne investicije
SFS	Savjet za finansijsku stabilnost
SP	Strana pasiva
SRM	Single Resolution Mechanism (Jedinstveni mehanizam za sanaciju i likvidaciju banaka)
SSM	Single Supervisory Mechanism (jedinstveni supervizorski mehanizam)
USD	United States Dollar (američki dolar)
UN	United Nations (Ujedinjene nacije)
WEO	World Economic Outlook (Svjetski ekonomski pregled)

SADRŽAJ

1. UVODNE NAPOMENE	9
2. SAVJET ZA FINANSIJSKU STABILNOST	12
3. AKTIVNOSTI SAVJETA U 2014. GODINI	14
3.1. Devetnaesta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost.....	15
3.2. Dvadeseta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost	15
3.3. Dvadeset prva sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost	17
3.4. Dvadeset druga sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost	17
3.5. Dvadeset treća sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost	18
4. FINANSIJSKA STABILNOST U CRNOJ GORI	20
4.1. Značaj finansijske stabilnosti	20
4.2. Aranžmani Evropske unije za prevenciju i očuvanje finansijske stabilnosti nakon 2010. godine.....	20
4.3. Finansijska stabilnost u Crnoj Gori, odabrani indikatori stabilnosti u 2014. godini	23
4.3.1. Međunarodno okruženje	23
4.3.2. Makroekonomska kretanja u zemlji	27
5. JAZ KREDITI-BDP I AIFS	42
5.1. Jaz krediti-BDP	42
5.2. Agregatni indeks finansijske stabilnosti	43
6. OCJENA STABILNOSTI FINANSIJSKOG SISTEMA	45
6.1. Ocjena stabilnosti finansijskog sistema.....	45
6.2. Indikatori finansijske stabilnosti	48
6.2.1. Sektor inostranstvo	48
6.2.1.1. Međunarodno okruženje.....	48
6.2.1.2. Razmjena robe, usluga i kapitala sa inostranstvom	49
6.2.2. Realni sektor	50
6.2.2.1 Realni sektor	50
6.2.2.2. Nefinansijski sektor	52
6.2.2.3. Domaćinstva	53
6.3. Fiskalni sektor	55
6.4. Finansijski sistem.....	56
6.4.1. Bankarski sektor	56
6.4.2. Ostali finansijski subjekti	57
7. ZAKLJUČAK.....	58
PRILOG 1: Pregled finansijskog tržišta u Crnoj Gori	59
PRILOG 2: Analiza fiskalnih rizika u 2014. godini	61

U Izvještaju je dat pregled aktivnosti rada Savjeta u 2014. godini. Izvještaj, ukratko, daje opis osnovnih pojmova i definicija koje se odnose na finansijsku stabilnost, aktivnosti Savjeta u okviru sjednica Savjeta, koje su održane u izvještajnoj godini. Takođe, u Izvještaju su izdvojeni indikatori rizika na bazi kojih je urađena ekspertska procjena nivoa rizika finansijske stabilnosti u Crnoj Gori za 2014. godinu. U prilogu ovog Izvještaja data je Analiza fiskalnih rizika u 2014. godini, koja je urađena po Zaključku Odbora za ekonomiju, finansije i budžet. Izvještaj se, shodno Zakonu o finansijskoj stabilnosti, dostavlja Skupštini Crne Gore.

1. UVODNE NAPOMENE

Višegodišnji, kontinuirani uticaj finansijske i ekonomske krize ostavio je posljedice na finansijske sisteme, kako u razvijenim, tako isto i u zemljama u razvoju, širom svijeta. Veliki broj ekonomija, koje su u potpunosti ili djelimično bile ograničene u vođenju monetarne politike, pokazale su manji ili veći stepen otpornosti. Jačina uticaja i razvoja krize u ovim zemljama je, uglavnom, zavisila od finansijskog prostora u fiskalnoj sferi, odnosno od mogućnosti saniranja neravnoteža u finansijskom i realnom sektoru fiskalnim deficitom i javnim dugom. Zajedničko svim privredama je da je u ovom periodu došlo do negativnog uticaja na fiskalnu poziciju i privredni rast, odnosno, došlo je do pojave deficita i opadanja ili usporavanja privrednog rasta.

Krajem 2014. godine, pozitivni signali o rastu Eurozone i objave u SAD o završetku finansijske krize ukazuju na mogućí period dinamičnijeg oporavka, ali i na neophodnost daljeg opreza u vođenju monetarnih i ekonomskih politika usljed još uvijek nedovoljnog optimizma po pitanju realnog rasta. Oporavak od krize se odvija sporo, na snazi su i dalje politike prilagođavanja aktivirane u kriznom periodu, a sve to ukazuje na snažan uticaj i prelivanje negativnih posljedica, globalno.

Makroekonomski pokazatelji u 2014. godini ukazuju da je došlo do smanjivanja intenziteta uticaja kriznih faktora, ali su procjene o rastu, a naročito u regionu Jugoistočne Evrope, do samog kraja godine bile neizvjesne. Na povećanje neizvjesnosti uticalo je, između ostalog, povećanje rizika usljed političke situacije u Ukrajini i Rusiji, problemi u Eurozoni zbog pada vrijednosti eura, kao i politička zbivanja u Grčkoj. Razvoj događaja na međunarodnoj, političkoj i ekonomskoj sceni odrazio se na finansijska i ekonomska tržišta privreda ovog regiona. Kreatori politika su bili usmjereni ka očuvanju stabilnosti, kontroli razvoja ovih uticaja u privredama, kao i pronalaženju novih podsticaja za rast. Prioritet u politikama, koje su kreirane u ovako nestabilnomokruženju je i tokom 2014. godine bilo smanjenje ranjivosti realnog i fiskalnog sektora, kako bi se očuvala konkurentnost, stabilnost finansijskog i ukupnog ekonomskog sistema. Finansijska kriza je ukazala na značaj očuvanja stabilnosti u vremenu pada privredne aktivnosti, kao i na neophodnost vođenja preventivnih i vremenski dobro dimenzioniranih politika kako bi se očuvao rast i stvorio prostor za oporavak privrede.

Finansijska stabilnost je ključni segmet ekonomskih politika i funkcionisanja finansijskog i ekonomskog sistema u zemljama širom svijeta, pa tako i Crne Gore. U sistemu pune eurizacije stabilan finansijski sistem je uslov uspostavljanja i očuvanja stabilnog ekonomskog sistema. Finansijska stabilnost podrazumijeva stanje umjerenog djelovanja svih rizika, kao i odsustvo kriznih elemenata, koji mogu destabilizovati tržište i prouzrokovati „domino“ efekat nestabilnosti. Politika očuvanja stabilnog stanja postaje kontinuirani proces, koji zahtijeva stalno praćenje i analiziranje razvoja rizika i ranjivosti. Stabilnim finansijskim sistemom smatra se onaj sistem koji je sposoban da identifikuje potencijalne rizike koji mogu

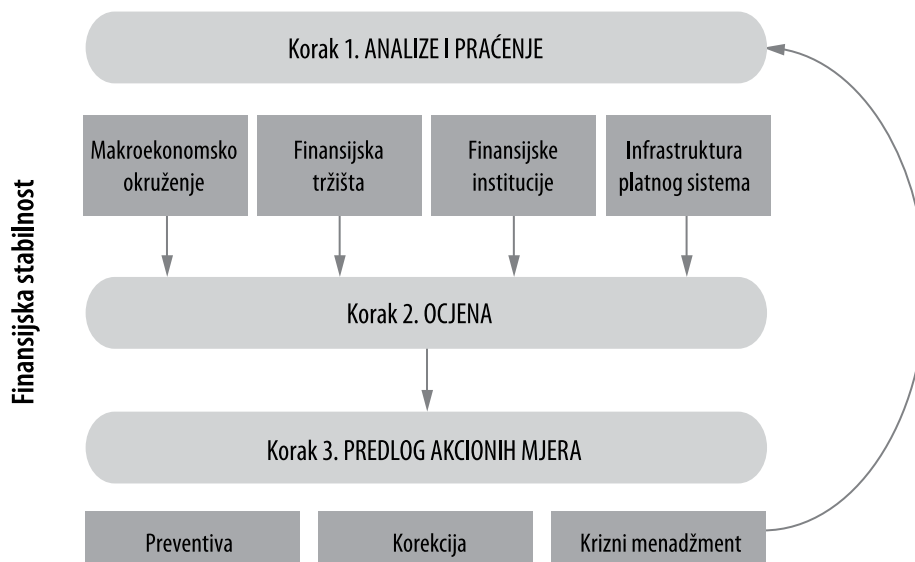
ugroziti stabilnost pojedinih učesnika, ali i sistema kao cjeline. Takođe, sistem mora biti kreiran tako da može biti i dovoljno otporan u regulatornim i tržišnim mehanizmima, da u slučaju pojave kriznih elemenata apsorbuje i sanira negativne šokove.

U osnovi politika okrenutih ka očuvanju stabilnosti finansijskog sistema je stalna analiza tekućih trendova, koji u budućem periodu mogu povećati ranjivosti i otvoriti probleme. U fokusu ovih politika su, između ostalog, problemi sa međunarodnog tržišta i njihov intenzitet prelivanja na nacionalni nivo, usporavanje nacionalnog ekonomskog rasta, promjene u strukturi privrednog rasta, rast nezaposlenosti, smanjenje agregatne potrošnje, rast javnog duga i državnog deficita, kvalitet aktive bankarskog sektora i ostalih posrednika na finansijskom tržištu.

Pristup očuvanju finansijske stabilnosti, implementiran, regulatorno i institucionalno, u Crnoj Gori podrazumijeva dvije dimenzije aktivnosti na njenom očuvanju: mikro dimenziju, koja posmatra rizike s aspekta pojedinačnih finansijskih institucija i specijalizovanih regulatora/supervizora na tom tržištu i makrodimenziju, koja posmatra rizike s aspekta cjelokupnog finansijskog sistema kroz rad Savjeta za finansijsku stabilnost. Cilj dvodimenzionalnog pristupa jeste da se dobro procijeni sistemski rizik, odnosno rizik da se problem nelikvidnosti ili solventnosti proširi sa nivoa pojedinačne institucije na čitav sistem. Sam proces kontrole rizika obavlja se, kako u pojedinačnim regulatornim tijelima, tako i u samom Savjetu za finansijsku stabilnost, tijelu zakonski određenom za ovo pitanje. Kontinuirano se nadgleda tržište, tržišne infrastrukture i događaji u privredi kako bi se indentifikovale ranjivosti i blagovremeno sprovelo njihovo saniranje.

Slika br. 1 prikazuje komponente finansijske stabilnosti i proces upravljanja sistemskim rizikom, na nivou regulatora pojedinačno i na nivou Savjeta, takođe.

Slika br. 1 - Komponente finansijske stabilnosti i proces upravljanja sistemskim rizikom



Izvor: Banka Francuske, Focus No. 9 (2013)

Osnovni principi upravljanja aktivnostima u očuvanju finansijske stabilnosti su sljedeći:

- U fazi prevencije: obezbijediti najraniju moguću identifikaciju simptoma krize.
- U slučaju stvarne krizne situacije: sanacija krize sa ciljem smanjenja štete, mjerene troškovima sredstava poreskih obveznika i potencijalnog gubitka nacionalnog proizvoda zbog interakcije krize sa realnom ekonomijom.

Sa ciljem obezbjeđivanja najranije moguće identifikacije simptoma krize, nadležna tijela u Crnoj Gori, shodno zakonskoj obavezi, analiziraju finansijski status institucija koje kontrolišu, na individualnom i nivou sistema u cjelini, kako bi blagovremeno prepoznali problematičnog učesnika, njegovu sposobnost da se odupre preuzetim rizicima, mogući negativni efekat na druge segmente sistema i reagovali odgovarajućim instrumentima kako bi se potencijalno neutralisala prijetnja.

Nakon urađenih analiza i identifikacije eventualnih problema koji mogu kreirati sistemski rizik, aktivnosti se usmjeravaju na utvrđivanje potreba za obezbjeđenje dodatnih likvidnih sredstava različitim finansijskim učesnicima, što se u bankocentričnim sistemima, kao što je crnogorski, uglavnom svodi na banke. Takođe, u sljedećem koraku procjenjuje se potencijalna opasnost i izloženost drugih učesnika i presijecaju se potencijalni lanci nestabilnosti, kada je to moguće.

Krajnji cilj, u eventualnom upravljanju krizom je sanacija problema. U ovoj, posljednjoj fazi, nadležna tijela dužna su da:

- podrže različite oblike obezbjeđivanja likvidnosti (injekcija kapitala, krediti za likvidnost, izdavanje garancije, preuzimanje obaveza i drugi vidovi finansijske pomoći);
- donose odluke i motivišu tržišna rješenja bez ili uz minimalno učešće javnih finansijskih resursa;
- donose odluke u tijesnoj međusobnoj saradnji;
- transparentno izvještavaju javnost. Komunikaciona strategija treba da bude bazirana na principima smanjenja širenja panike i na usaglašenosti svih nadležnih tijela (da svi pričaju „istim jezikom” i da daju istu poruku) i dr.

Ovakav pristup implementiran je u principima rada Savjeta za finansijsku stabilnost Crne Gore i akcionim planovima za dejstvo u finansijskoj krizi.

2. SAVJET ZA FINANSIJSKU STABILNOST¹

Savjet za finansijsku stabilnost (SFS) u Crnoj Gori osnovan je u julu, a počeo je sa radom u oktobru 2010. godine. Ovo tijelo predstavlja efikasnu platformu za konsultacije o pitanjima finansijske stabilnosti. Aktivnosti u okviru rada Savjeta, već petu godinu za redom, usmjerene su na sprečavanje ili ublažavanje sistemskog rizika u finansijskom sistemu Crne Gore kao cjeline, kako bi se obezbijedilo očuvanje stabilnosti finansijskog sistema i smanjili uticaji faktora, koji bi mogli ugroziti stabilnost privrede.

SFS čine guverner CBCG (koji predsjedava SFS), ministar finansija, predsjednik Komisije za hartije od vrijednosti i predsjednik Savjeta Agencije za nadzor osiguranja. Shodno zakonskoj obavezi, Savjet se sastaje najmanje jednom u tri mjeseca i razmatra pitanja koja su od značaja za finansijsku stabilnost.

Ocjenjivanje stabilnosti finansijskog sistema Savjet sprovodi djelovanjem u pravcu ranog otkrivanja nestabilnosti i ranjivosti u sistemu, kako bi sve nadležne institucije u svojim domenima pravovremeno reagovala i razvile regulatorne, supervizorske i druge politike u interesu očuvanja i podsticanja finansijske stabilnosti, ali i stavljanja potencijalnih izvora nestabilnosti pod kontrolu regulatora. Ovim putem se nastoji da se, na prvom mjestu, spriječi nagomilavanje finansijskih neravnoteža i izgradnja odbrambenih mehanizama za brzo i oštro djelovanje u sprečavanju razvijanja recesivnih uticaja i efekata na realnu ekonomiju. Takođe, na drugom mjestu, dolazi do identifikacije i adresiranja zajedničke izloženosti, koncentracije rizika, veza i međuzavisnosti pojedinih događaja koji mogu biti izvor „zaraze” i prenošenja rizika (tzv. *contagion and spillover efekat*). Akcenat je stavljen na sve uticaje koji mogu ugroziti poslovanje sistema kao cjeline.

Zajedničkim radom, nadgleda se sistemski rizik i kreiraju mehanizmi zaštite od uticaja dešavanja koji mogu ugroziti stabilnost. Na ovaj način trošak „sanacije“ problema je manji. Različite vrste rizika zahtijevaju različite reakcije. Veličina i frekvencija pojavljivanja rizika koji nastaju endogeno u okviru finansijskog sistema mogu biti delimično kontrolisani od strane finansijskih autoriteta kroz regulaciju, superviziju i krizni menadžment. Sa druge strane, eksterne rizike je mnogo teže kontrolisati i predvidjeti. Reakcija kreatora ekonomske politike u slučaju egzogenih rizika se uglavnom svodi na povećanje sposobnosti sistema da apsorbuje šokove.

Finansijski sistem obuhvata niz međusobno povezanih komponenti: infrastrukturu (pravni sistem, platni promet, računovodstveni sistem i dr.), institucije (banke, osiguravajuće kompanije, posrednike

¹ Savjet za finansijsku stabilnost je osnovan Zakonom o Savjetu za finansijsku stabilnost, koji je stupio na snagu 7. avgusta 2010. godine („Sl. list CG”, br 44/10) sa ciljem praćenja, identifikacije, sprečavanja i ublažavanja potencijalnih sistemskih rizika u finansijskom sistemu Crne Gore kao cjeline, radi obezbjeđivanja očuvanja stabilnosti finansijskog sistema i izbjegavanja uticaja faktora koji bi mogli dovesti do nastupanja finansijske krize širih razmjera.

na tržištu kapitala, institucionalne investitore i dr.) i tržišta koja su povezana kanalima transmisije. Svi ovi elementi se u okviru rada Savjeta analiziraju i na osnovu identifikacije potencijalnog problema preuzimaju aktivnosti.

Pored redovnih sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost, povećanju informisanosti i identifikaciji izvora rizika služi i razmjena informacija² među članovima Savjeta za finansijsku stabilnost. Ona se odvija kontinuirano, na mjesečnom nivou počev od 2011. godine. Na redovnim sjednicama, te razmjenom informacija i podataka procjenjivano je stanje finansijske stabilnosti i u 2014. godini, analizirani su uslovi razvoja finansijskog sistema, ekonomska situacija i identifikacije rizika u sistemu. Dodatno su analizirani trendovi na međunarodnim finansijskim tržištima koji imaju značajan uticaj na stanje stabilnosti u Crnoj Gori. Koordinacija aktivnosti na nivou Savjeta predstavlja način za efikasno očuvanje adekvatnog nivoa finansijske stabilnosti.

² Na drugoj sjednici Savjeta (24.12.2010. godine) usvojena je Odluka o prikupljanju i razmjeni podataka i informacija neophodnih za rad Savjeta, kao i Odluka o davanju odobrenja na spisak lica koja su odgovorna za dostavljanje podataka i informacija Savjetu za finansijsku stabilnost, kojima je obezbijeđeno kontinuirano izvještavanje po odabranim indikatorima od značaja za očuvanje finansijske stabilnosti. Podaci se razmjenjuju na mjesečnom i kvartalnom nivou.

3. AKTIVNOSTI SAVJETA U 2014. GODINI

Savjet je u 2014. godini održao pet sjednica, na kojima je od najvećeg značaja bilo procjenjivanje stanja finansijske stabilnosti, kao i identifikovanje rizika koji su mogli ugroziti stabilnost sistema.

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

Savjet je:

1. razmatrao pet dokumenata:
 - tri redovna Pregleda indikatora i analiza o stanju tekuće finansijske stabilnosti (kvartalne)
 - informaciju o implementaciji Direktive 2003/41/EC o aktivnostima i nadzoru institucija za penziono osiguranje pod pokroviteljstvom poslodavca u crnogorsko zakonodavstvo;
 - informaciju o Izvještaju EK o analitičkom pregledu usklađenosti zakonodavstva (Screening Report) za poglavlje 17;
2. razmatrao rezultate zahtijevane analize:
 - Analiza indikatora inflacije u Crnoj Gori i izabranim zemljama, u periodu 2009 – 2014. godina
3. usvojio Izvještaj:
 - Izvještaj o radu Savjeta za finansijsku stabilnost u 2013. godini.

Savjet je redovno upoznavan sa preduzimanjem mjera za suzbijanje sive ekonomije sa aspekta uticaja na stanje fiskalne i finansijske stabilnosti i predlagao aktivnosti u okviru ovog rješenja.

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

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

Tokom 2014. godine Savjet je zaključio da je stabilnost sistema bila očuvana, da je bila pod stalnim pritiscima pojedinih rizika naročito iz realnog sektora, da su se ti rizici prelivali na fiskalni sektor i bili pojačani iz međunarodnog okruženja.

3.1. Devetnaesta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Devetnaesta sjednica Savjeta održana je 31. marta 2013. godine. Na ovoj sjednici, Savjet je razmatrao tekuće stanja finansijske stabilnosti i indikatore rizika u 2013. godini. Takođe, u okviru analize stabilnosti u ovom periodu, Savjet je konstatovao da su prisutni rizici, kako sa domaćeg, tako i iz međunarodnog okruženja i da poslovni ambijent u Crnoj Gori još nije pokazivao indikatore snažnijeg oporavka. Rizici koji su proizilazili iz realnog sektora su i dalje bili izraženi.

Savjet je zaključio da su prioritetna područja za usmjeravanje pažnje:

1. pitanje likvidnosti i solventnosti realnog sektora,
2. dalja naplata poreskog duga i smanjenje „sive” ekonomije.

3.2. Dvadeseta sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Dvadeseta sjednica Savjeta održana je 16. juna 2014. godine. Na ovoj sjednici Savjeta razmatran je sljedeći materijal: Izvještaj o radu Savjeta za finansijsku stabilnost u 2013. godini, Informacija o stanju finansijske stabilnosti za I kvartal 2014. godine, Informacija o implementaciji Direktive 2003/41/EC o aktivnostima i nadzoru institucija za penziono osiguranje pod pokroviteljstvom poslodavca u crnogorsko zakonodavstvo, Izvod iz Izvještaja EK o analitičkom pregledu usklađenosti zakonodavstva (Screening Report) za poglavlje 17.

U Izvještaju o radu za 2013. godinu konstatovano je da je tokom 2013. godine očuvana stabilnost finansijskog sistema i da je sistemski rizik ocijenjen umjerenim nivoom. Takođe, u sklopu Izvještaja razmatrani su faktori koji su uticali na sistemsku stabilnost, a koji dolaze iz međunarodnog i domaćeg okruženja i mogu biti izvori nestabilnosti, a potencijalno mogu uticati na crnogorsku privredu i finansijski sistem. Na osnovu analize stanja, urađene sa raspoloživim podacima iz 2013. godine, zaključeno je da u crnogorskoj privredi postoje signali oporavka od uticaja krize, koji umjereno utiču na smanjenje rizika i ranjivosti u finansijskom sistemu, ali isto tako, da su rizici koje proizvode fiskalni pritisci i slab oporavak međunarodnog okruženja i dalje prisutni.

Analizirane su i procjene kredibilnih finansijskih institucija, takođe. Prema procjenama MMF-a, svjetska ekonomija je nastavila sa rastom u 2013. godini, zabilježivši stopu rasta od 3%. Rast je bio relativno neujednačen i procjenjuje se da su napredne ekonomije rasle po stopi od 1,3%, a ekonomije u usponu/razvoju po stopi od 4,7%. Sa ovog aspekta, ocijenjeno je da postoji blagi pozitivni uticaj kada su u pitanju prelijanja signala na rast crnogorske privrede koji dolaze iz međunarodnog okruženja. Na slične tendencije ukazuju i vodeći berzanski indeksi sa pojedinih tržišta, dok su centralne banke vodile politiku niskih referentnih kamatnih stopa.

U Izvještaju je konstatovano da su kretanja u crnogorskoj ekonomiji, uglavnom, pozitivna. Prema posljednjoj procjeni Monstata, godišnji rast BDP-a u 2013. iznosio je 3,5%, uz BDP u nominalnom iznosu od 3.335,9 miliona eura.

Stanje u budžetu je tokom 2013. godine bilo stabilnije po pitanju deficita, ali uz izražene promjene u strukturi prihoda i rashoda. Pad garancija pokriven je većim приходima, boljom naplatom i uštedama na materijalnim troškovima. Implementirane mjere za suzbijanje sive ekonomije su dale pozitivne rezultate. Državni dug je dodatno porastao i sada je na nivou od 58,5% BDP-a. Podaci za 2013. godinu ukazuju na određenu konsolidaciju bankarskog sektora. Međutim, kvalitet aktive i dalje nije zadovoljavajući.

Jaz krediti prema BDP-u ukazuje na i dalje prisutno recesivno stanje u privredi i potrebu za novim i zdravim izvorima finansiranja, kako bi se likvidnost privrede povećala. Takođe, na osnovu ovog kretanja može se zaključiti da institucije sistema i dalje treba da podstiču oporavak privrede i da stimulatивно djeluju na poslovni ambijent.

Agregatni indeks finansijske stabilnosti (AIFS) ukazuje na osjetno poboljšanje stanja systemske stabilnosti tokom 2013. godine. Na osnovu navedenog, Savjet je zaključio da finansijska stabilnost nije ugrožena, da su prisutni rizici koji se i dalje moraju kontinuirano i pažljivo pratiti, ali i da postoji blagi optimizam kada je privredni oporavak u pitanju.

Pored godišnjeg Izvještaja, Savjet je razmatrao Informaciju o stanju finansijske stabilnosti za I kvartal 2014. godine. U razmatranom dokumentu istaknuto je da iz međunarodnog okruženja, naročito sa emittivnih tržišta, postoje negativna dešavanja koja se mogu odraziti na privrednu aktivnost u Crnoj Gori, usljed znatnog učešća broja turista i visokog priliva investicija iz ovih zemalja. Analiza pokazuje da u domaćem okruženju postoje blagi nagovještaji oporavka i da se u 2014. godini može očekivati pozitivni rast. Bankarski sektor je ocijenjen kao stabilan. Stanje na tržištu kapitala i osiguranja takođe. Stanje u fiskalnom sektoru pokazuje i povećanje pritiska naročito kada je javni dug u pitanju, ali isto tako i veoma pozitivne signale kada su fiskalni prihodi u pitanju. Savjet je zaključio da je rizik u prvom kvartalu 2014. godine umjeren po stanje finansijske stabilnosti.

Savjet je upoznat sa Informacijom o implementaciji Direktive 2003/41/EC o aktivnostima i nadzoru institucija za penziono osiguranje pod pokroviteljstvom poslodavca u crnogorsko zakonodavstvo. KHOV je za Savjet pripremila Informaciju o implementaciji Direktive 2003/41/EC o aktivnostima i nadzoru institucija za penziono osiguranje pod pokroviteljstvom poslodavca u crnogorsko zakonodavstvo. Savjet je razmotrio pitanje implementacije Direktive 2003/41/EC i ministar finansija je iznio svoj stav da nema sredstava za traženi vid obaveznog osiguranja kod poslodavaca i predložio da se nastave razgovori o ovom pitanju kako bi se došlo do rešenja za imlementaciju Direktive. Savjet je zaključio da će se ovim pitanjem baviti i u narednom periodu, kao i da će se tražiti odgovor EK po ovom pitanju kako bi se pristupilo daljoj primjeni Direktive.

Savjet se upoznao sa materijalom iz Izvještaja EK o analitičkom pregledu usklađenosti zakonodavstva (Screening Report) za poglavlje 17 i konstatovao da je prisutan pozitivan signal u razgovorima sa EU predstavnicima kada je korišćenje eura u pitanju. Takođe, Savjet je konstatovao da postoje zahtjevi u usklađivanju regulative kada je pravna tekovina EU iz ovog poglavlja u pitanju i podržao aktivnosti na tom putu. Savjet je zaključio da će podržati sve aktivnosti po pitanju ispunjenja zahtjeva koji proizilaze iz poglavlja 17.

3.3. Dvadeset prva sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Dvadeset prva sjednica Savjeta održana je 11. jula 2014. godine. Na ovoj sjednici, Savjet je razmatrao Analizu indikatora inflacije u Crnoj Gori i izabranim zemljama, u periodu 2009–2014. godina. U Analizi je konstatovano da je inflacija tokom petogodišnjeg perioda imala određene fluktuacije, koje su se kretale od značajnog rasta do značajnog pada, sa izrazitim međugodišnjim promjenama.

Petogodišnji prosjek inflacije izabranih zemalja EU i regiona se kreće u rasponu od 1,2% u Letoniji do 7,7% u Srbiji. U Crnoj Gori je prosječna stopa inflacije na skoro istom nivou kao i u Evropskoj Uniji (2,1%), s tim što postoji određeno vremensko kašnjenje u prilagođavanju stope inflacije između analiziranih zemalja.

U analizi je prikazano da su ključni indikatori inflacije, koji su uzrokovali ovakvo kretanje cijena, ne samo u Crnoj Gori, već šire u regionu i EU, poljoprivredno-prehrambeni proizvodi usljed kretanja na međunarodnom tržištu, i kategorija prevoz, na koju dominantno utiču cijene nafte. Kada je u pitanju inflacija u Crnoj Gori, upravo zbog visoke uvozne zavisnosti za prehrambenim proizvodima, svaka značajnija promjena cijena hrane, bilo da je u porastu ili padu, odražava se na ukupan nivo inflacije. Kada je u pitanju tražnja u Crnoj Gori, kao faktor kretanja cijena, istraživanje pokazuje da nema značajnijeg uticaja i snažnije korelacije tražnje i cijena.

U periodu od 2010. do 2013. godine inflacija, iako različitim intezitetom, u većini zemalja bilježi rast, dok je osjetan pad godišnje inflacije, evidentiran tokom 2013. godine, nastavljen i u prvim mjesecima 2014. godine. Najveći rast inflacije, u posmatranom periodu, Crna Gora bilježi na kraju 2012. godine (5,1%). Ovako visoka stopa rezultat je zakašnjelog prilagođavanja cijena određenih kategorija proizvoda, povećanja akciza i uvođenja novih taksu, povećanja kontrolisanih cijena, promjena u strukturi potrošačke korpe. Od 2013. godine postoji dezinflacioni trend u kretanju godišnje stope inflacije, pri čemu je godišnja stopa od 4,2% iz januara svedena na svega 0,3% u decembru 2013. Od početka 2014. godine godišnja inflacija imala je negativan predznak i u maju je iznosila -1,3%.

Savjet je, shodno Analizi, zaključio da se, i pored negativne stope inflacije, Crna Gora ne nalazi u recesiji. Konstatovano je da Crna Gora ne raspolaže monetarnim instrumentima kojima bi uticala na inflaciju. Takođe, jedan od faktora, koji doprinosi ograničenju mogućnosti Centralne banke da utiče na kretanje cijena jeste i činjenica da u režimu eurizacije nema emisione funkcije i posljedično, veoma je teško procijeniti novčanu masu. Takođe, konstatovano je da je metodologija u kojoj deflacija vodi recesiji prije svega razvijena za zemlje sa sopstvenom valutom, jer u takvim uslovima dolazi do promjena u novčanoj masi i referentnim kamatnim stopama, reakciji centralne banke kroz operacije na otvorenom tržištu, što je sve neprimjenjivo u eurizovanoj ekonomiji.

3.4. Dvadeset druga sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Dvadeset druga sjednica Savjeta održana je 3. novembra 2014. godine. Na ovoj sjednici, Savjet je razmatrao Informaciju o stanju finansijske stabilnosti za II kvartal 2014. godine i tekuću situaciju u privredi. U razmatranom dokumentu, istaknuto je da iz međunarodnog okruženja, naročito sa tržišta sa kojima je Crna Gora povezana turizmom, postoje negativna dešavanja koja se mogu odraziti na privrednu ak-

tivnost u Crnoj Gori. Takođe, ekonomska situacija u zemljama EU nije previše optimistična. Ekonomska aktivnost Eurozone u drugom kvartalu 2014. u odnosu na prvi kvartal 2014. godine je stagnirala (EU28 je ostvarila rast od 0,2%), pri čemu ni jedna od tri najveće članice bloka nije ostvarila rast BDP-a. Analiza je pokazala da u domaćem okruženju postoje blagi nagovještaji oporavka i da se u 2014. godini može očekivati pozitivni rast privredne djelatnosti. Uprkos ovim tendencijama, Savjet je zaključio da postoje rizici koji mogu uticati da se projektovana stopa BDP- a u potpunosti ne ostvari. Zabilježen je veći robni deficit za prvih pola godine, što ukazuje na nisku konkurentnost, i posljedično, značajan rizik crnogorske ekonomije po tom osnovu. Bankarski sektor je stabilan. Stanje na tržištu kapitala i osiguranja takođe. Stanje u fiskalnom sektoru pokazuje pozitivne rezultate u naplati prihoda, ali su tekući rashodi i dalje visoki. Savjet je razmatrao fiskalne rizike, naročito sa aspekta očekivane, povećane investicione potrošnje države i zaključio da se u narednom periodu mora nastaviti sa racionalnom potrošnjom u ovom sektoru. Takođe, Savjet je podržao strukturne reforme u javnom sektoru, kao način kojim će se dodatno smanjiti fiskalni rashodi. Savjet je podržao i najavljene mjere planirane fiskalne politike za 2014. godinu kojim se nastavlja politika snaženja fiskalnih prihoda, kroz aktivnosti na suzbijanju sive ekonomije. U skladu sa ovakvom politikom, Savjet je podržao aktivnosti na pronalaženju novih izvora finansiranja budžeta, kojima se neće negativno uticati na rast i konkurentnost privrede.

Savjet je zaključio da je tekuće stanje finansijske stabilnosti na adekvatnom nivou i ne ukazuje na povećanje sistemskog rizika.

3.5. Dvadeset treća sjednica Savjeta za finansijsku stabilnost

Na dvadeset trećoj sjednici Savjet je razmatrao rizike prisutne u 2014. godini i Pregled indikatora o stanju finansijske stabilnosti za treći kvartal 2014. godine. U razmatranom dokumentu, analizirani su svi faktori koji mogu imati uticaja na sistemsku stabilnost u zemlji. Istaknuto je da iz međunarodnog okruženja ne postoji snažan nagovještaj oporavka, naročito sa tržišta sa kojima je Crna Gora ekonomski povezana, a koja se mogu odraziti na privrednu aktivnost u Crnoj Gori.

Ekonomska situacija u zemljama EU nije previše optimistična, na šta ukazuje i činjenica da je Evropska centralna banka, na osnovu ekonomskih i monetarnih analiza tekuće situacije, uključujući posljednje makroekonomske projekcije, dodatno snizila referentnu kamatnu stopu tokom septembra ove godine za 0,1 p.p na 0,05% . Prethodna promjena u kamatnoj stopi ECB bila je u junu 2013. godine na 0,15%. Ekonomska aktivnost Eurozone u trećem kvartalu 2014. u odnosu na drugi kvartal 2014. godine je blago povećana za 0,2%.

Analize koje su urađene pokazuju da u domaćem okruženju nema snažnijih nagovještaja za dinamičan rast privredne djelatnosti. Revidirana je prognoza rasta crnogorske ekonomije za 2014. godinu od strane Vlade i međunarodnih finansijskih institucija kako u svjetlu uticaja preliivanja negativnih uticaja iz međunarodnog okruženja, tako i ranjivosti domaće ekonomije. Savjet je upoznat da bi, prema posljednjim prognozama, realna stopa rasta za 2014. godinu mogla biti ispod očekivane.

Ostvaren je veći robni deficit za prvih devet mjeseci 2014 (1.027,7 miliona eura) u odnosu na isti period 2013 (996,2 miliona eura), a rezultat je pada izvoza, dok je uvoz ostao gotovo na istom nivou. Bilans usluga je u uporednom periodu bio veći u 2014. godini. Ohrabrujuće dijeluje da SDI bilježe značajan rast.

Bankarski sektor je stabilan. Stanje na tržištu kapitala i osiguranja takođe.

Stanje u fiskalnom sektoru pokazuje pozitivne rezultate u naplati prihoda, ali su tekući rashodi i dalje visoki. Savjet je razmatrao fiskalne rizike i zaključio da se u narednom periodu mora nastaviti sa racionalizacijom u ovom sektoru. Takođe, Savjet je podržao strukturne reforme u javnom sektoru, kao način kojim će se dodatno smanjiti fiskalni rashodi.

Savjet je zaključio da je finansijska stabilnost na zadovoljavajućem nivou, a rizici umjereni. Takođe, Savjet je zaključio da se i u 2015. godini mora voditi ekonomska politika usmjerena na rast i oporavak, nastaviti sa racionalizacijama u tekućoj potrošnji u javnom sektoru i izvršiti strukturne reforme, kako bi se oslobodili potencijali rasta privrede.

4. FINANSIJSKA STABILNOST U CRNOJ GORI

4.1. Značaj finansijske stabilnosti

Značaj očuvanja i zaštite finansijske stabilnosti je mjereno koristima koje društvo ima u nesmetanom funkcionisanju tržišta. To je osnovni razlog zbog kog se danas ovaj cilj smatra javnim dobrom cijele nacije. Koristi koje društvo ima od adekvatnog nivoa stabilnosti finansijskog sistema zavise od načina na koji finansijski sistem podstiče efikasnu alokaciju resursa i rizika u ekonomiji. Usmjeravajući alokaciju resursa u najproduktivniju upotrebu i disperziju rizika ka onima koji će najbolje upravljati njime, finansijski sistem kreira rast i podstiče proces stvaranja vrijednosti, rast privrede i veći životni standard stanovništva. Posmatrano kroz ovu prizmu finansijska stabilnost je preduslov zdravog i održivog rasta i razvoja ekonomije.

4.2. Aranžmani Evropske unije za prevenciju i očuvanje finansijske stabilnosti nakon 2010. godine

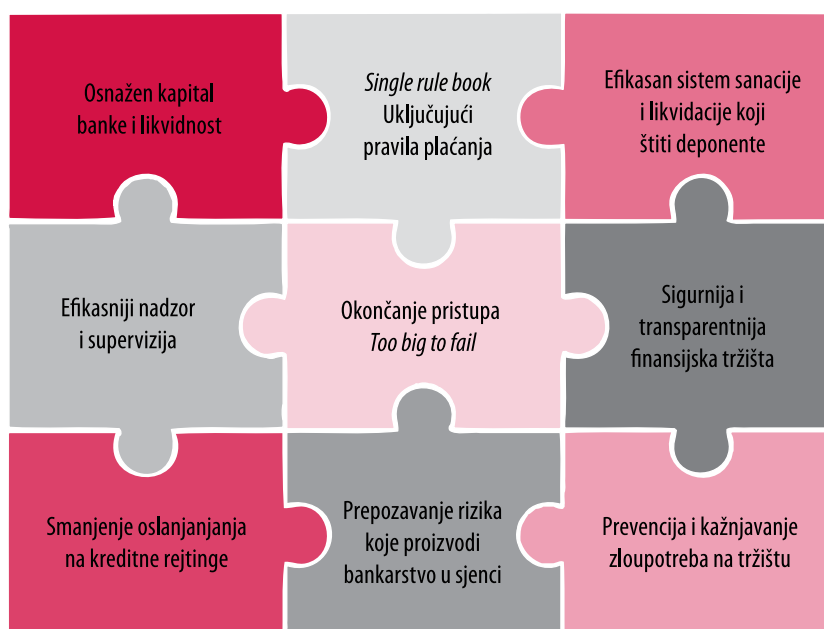
Do izbijanja krize vjerovalo se da se problemi u bankama i generalno na finansijskom tržištu mogu rješavati na nacionalnom nivou, primjenom postojeće regulative. Međutim, finansijska kriza je pokazala da su problemi u pojedinim banakama predstavljali ozbiljne prijetnje stabilnosti finansijskog sistema, te da je potrebno sprovesti strukturne promjene kako bi se pojačala zaštita i otpornost sistema na potencijalne rizike. Kao odgovor na posljedice krize, države članice EU su usvojile niz mjera za očuvanje stabilnosti finansijskog sistema. Ove mjere razlikovale su se od države do države. Kriza je ukazala na manjkavosti djelovanja pojedinih mehanizama u bankama koje su poslovale u više zemalja EU. Stoga se javila potreba za većom finansijskom integracijom između zemalja članica EU, kojom bi se obezbijedila bolja povezanost odgovornih institucija kreiranjem zajedničkog regulativnog okvira i sprovođenjem zajedničkih aktivnosti. U tom kontekstu zemlje članice EU formirale su brojne aranžmane za prevenciju i očuvanje finansijske stabilnosti u Eurozoni i EU.

Kao odgovor na finansijski krizu EU je u decembru 2010. godine osnovala Evropski odbor za sistemski rizik (European Systemic Risk Board - ESRB) sa ciljem očuvanja finansijske stabilnosti i to kao nezavisno tijelo odgovorno za kontrolu finansijskog sistema u okviru Evropske Unije. Ključni zadatak Odbora je makroekonomska supervizija cijelog finansijskog sistema EU sa ciljem sprečavanja ili ublažavanja sistemskih rizika za finansijsku stabilnost u Uniji, koji proizilaze iz kretanja u finansijskom sistemu, pri tom vodeći računa o makroekonomskim kretanjima kako bi se izbjeglo širenje finansijskih poremećaja. Odbor je dio Evropskog sistema finansijske supervizije (European System of Financial Stability - ESFS)

koji su članice Eurozone osnovale 2010. godine, sa ciljem očuvanja finansijske stabilnosti u Evropi, pružanjem finansijske pomoći zemljama članicama.

Evropski stabilizacioni mehanizam (European Stability Mechanism - ESM) je izuzetno važan element strategije Evropske unije, kreiran u funkciji očuvanja finansijske stabilnosti u Eurozoni. Evropski stabilizacioni mehanizam pruža finansijsku podršku članicama Eurozone koje upute zahtjev za potrebnom finansijskom pomoći i to onda kada se suočavaju sa velikim finansijskim poteškoćama koje bi mogle ugroziti finansijsku stabilnost Eurozone. ESM je osnovan 2012. godine, a u julu 2013. godine je preuzeo sve aktivnosti koje su obavljali Evropsko tijelo za finansijsku stabilnost (European Financial Stability Facility - ESFS) i Evropski mehanizam za finansijsku stabilnost (European Financial Stabilisation Mechanism - EFSM). Sve države Eurozone su članice ESM-a, prema tome svaka zemlja koja pristupi Eurozoni postać će član ESM-a. ESM usko saraduje sa Međunarodnim monetarnim fondom po pitanju obezbjeđivanja finansijske pomoći. Aktivna uloga MMF-a je potrebna na finansijskom i tehničkom nivou. Od zemlje članice koja aplicira za pomoć od ESM-a, očekuje se da sličan zahtjev uputi i MMF-u za pružanje finansijske podrške. ESM može pružati različite oblike pomoći: direktno pozajmljivanje sredstava zemljama koje se nalaze u finansijskim problemima, otkupljivanje njihovih dugova na primarnom i sekundarnom tržištu i odobravanje kreditnih linija.

Slika br. 2 - Ključni djelovi finansijske reforme u EU



Izvor: European Commission (2015, March 9) MEMO, EC, Brussels

Evropska bankarska unija (European Banking Union – EBU) jedan je od ključnih odgovora EU na krizu u finansijskom sektoru. Zajedno sa ostalim regulatornim okvirom Bankarska unija predstavlja značajan pomak u ekonomskim i monetarnim integracijama EU. Osnivanje Bankarske unije je od velikog značaja za prevenciju fragmentacije tržišta i intenziviranje integracije procesa bankarske supervizije sa ciljem jačanja Unije, obnavljanja finansijske stabilnosti i ekonomskog oporavka. Time se stavlja tačka na eru ma-

sovnog spašavanja banaka novcem poreskih obveznika, kada su vlade država pružale podršku sistemski značajnim bankama, da bi sačuvale bankarski sistem i ublažile efekte krize. Bankarska unija podrazumijeva formiranje jedinstvenog regulatornog okvira, jedinstvenog nadzora nad bankarskim sektorom i jedinstvenog pristupa rješavanju loših kredita. Formiranjem Unije ECB će kao nadnacionalna institucija vršiti superviziju velikih finansijskih institucija. Na ovaj način biće centralizovane ključne odgovornosti za upravljanje problemima u svim bankama Eurozone ili ostalih članica EU, koje su potpisnice Bankarske unije.

Novi jedinstveni regulatorni okvir predstavlja tzv. *Single rulebook*, koji je počeo sa primjenom 1. januara 2015. godine. Ovakav regulatorni okvir sastoji se od seta pravnih dokumenata koji je obavezujući za sve finansijske institucije u EU (njih oko 8300). Ova pravila odnose se na povećane kapitalne zahtjeve za banke, veću zaštitu deponenata, regulisanje preventivnih akcija i upravljanje problemima u bankama. Primjena jedinstvenog regulatornog okvira čini evropski bankarski sektor znatno transparentnijim.

Uspostavljanju Bankarske unije prethodilo je formiranje odgovarajućih mehanizama za njeno funkcionisanje. Prvi veliki korak na tom putu predstavlja Jedinstveni supervizorski mehanizam (Single Supervisory Mechanism), kojim se ECB-u daje odgovornost za obavljanje supervizije svih 6000 banaka u Eurozoni, kao i onih koje su van Eurozone, ali su pristupile SSM-u. ECB direktno sprovodi superviziju najvećih banaka, dok nacionalni supervizori nastavljaju da kontrolišu sistemski manje značajne banke, s tim da ECB u svakom trenutku može odlučiti da izvrši direktnu superviziju takvih finansijskih institucija. Djelovanje nacionalnih kontrolora integrisano u okviru SSM odvijaće se tako što ECB daje instrukcije nacionalnim supervizorima, a oni su dužni da obavijeste ECB o supervizorskim odlukama koje proizvede materijalne posljedice. Jedinstveni supervizorski mehanizam uspostavljen je u oktobru 2013. godine, a zvanično je počeo sa primjenom u novembru 2014. godine.

Evropski Savjet je u svojim zaljučcima iz decembra 2012. godine konstatovao da je neophodno da se supervizija banaka i rješavanje problema sprovodi na istom nivou, zbog čega je donesena odluka o osnivanju Jedinstvenog mehanizma za sanaciju i likvidaciju banaka (Single Resolution Mechanism) za Bankarsku uniju, koji zajedno sa SSM-om, predstavlja jedan od ključnih elemenata Evropske bankarske unije. SRM je stupio na snagu 1. januara 2015. godine. Funkcije sanacije i likvidacije primjenjivaće se od 1. januara 2016. godine. Regulatorni okvir SRM-a se neće primjenjivati prije nego što međudržavni dogovor bude pravosnažan, a isti će stupiti na snagu kada ga budu ratifikovale države članice SSM/SRM, čije zajedničko učešće u jedinstvenom fondu iznosi preko 80%. U okviru ovog mehanizma osnovan je jedinstveni odbor³ za sanaciju i likvidaciju, kao i jedinstveni fond za sanaciju i likvidaciju. Odbor raspolaže širokim spektrom mogućnosti za rješavanje problema u bankama. Osnivanje jedinstvenog fonda za sanaciju i likvidaciju je od velikog značaja zato što se finansira sredstvima banaka. Na ovaj način, umjesto novca poreskih obveznika, za spašavanje ugroženih banaka, koristiće se novac koji banke uplaćuju fondu. Primjena SRM-a predstavlja implementaciju novih pravila unutar EU uspostavljenih Direktivom o oporavku i sanaciji banaka (Bank Recovery and Resolution Directive), koja je usvojena u proljeće 2014. godine. Direktiva sadrži niz pravila za spašavanje banaka i velikih investicionih kompanija u zemljama EU. Od banaka se očekuje da pripreme planove za sanaciju i likvidaciju banaka u slučaju finansijskih poremećaja, dok nadležne institucije takođe raspolažu setom prava kojima mogu da intervenišu u aktivnostima banaka kako bi spriječili njihovo propadanje. U toku finansijske krize vlade su pružale podršku sistemski

³ Odbor čine izvršni direktor, četiri stalna člana i predstavnici nacionalnih institucija iz svih zemalja učesnica.

značajnim bankama (*too big to fail*⁴) kako bi sačuvala bankarski sistem i ublažile efekte krize. Na ovaj način podsticalo se nezadovoljstvo poreskih obveznika, jer je njihov novac umjesto za rješavanje javnih pitanja upotrebljavan za rješavanje problema u ugroženim bankama. Shodno ovoj Direktivi i Regulativi 806/2014 o utvrđivanju jedinstvenih prava i jedinstvenog postupka za sanaciju kreditnih institucija, banke su obavezne da uplaćuju svoj udio u Jedinствени fond za sanaciju i likvidaciju. Što je banka veća i rizičnijeg profila, to će udio koji treba da uplaćuje fondu biti veći.

Direktiva o kapitalnim zahtjevima IV (Capital Requirements Directive IV - CRD IV) se odnosi na primjenu strožih kriterijuma za procjenu kvaliteta kapitala, na obavezu značajnog izdvajanja za kapitalne rezervacije i likvidnost. Direktiva je stupila na snagu u julu 2013. godine, a primjenjuje se od 1. januara 2014. godine i predstavlja implementaciju Bazela III. Direktiva je obavezujuća za sve zemlje članice, koje su u obavezi da je inkorporiraju u svoje regulatorne okvire, a koja je svakako sadržana u Single rulebook. Primjenom CRD IV banke u EU će postati otpornije na rizike i spremnije da apsorbuju gubitke, koji mogu nastati u poslovanju. Potpuna implementacija Bazela III očekuje se do 1. januara 2019. godine.

Bankarstvo iz sijenke (shadow banking) uzelo je maha posljednjih godina, nakon izbijanja krize i s obzirom da ono može predstavljati prijetnju finansijskoj stabilnosti EU preduzima mjere za povećanje transparentnosti i nadzora u obavljanju sekjuritizovanih transakcija. Bankarstvo iz sijenke čine fondovi i finansijske kompanije koje posluju kao banke, ali van bankarskog sistema. One primaju novac od investitora i pozajmljuju ga kao banke. Ove institucije su u usponu, s obzirom na to da je povrat na uložena sredstava veći nego kod banaka, pa investitori rado ulažu u njih. S obzirom na to da se poslovanje ovih institucija povećava, neophodno je pojačati nadzor nad njima.

4.3. Finansijska stabilnost u Crnoj Gori, odabrani indikatori stabilnosti u 2014. godini

Uvažavajući razvijena teorijska i praktična iskustva u procjeni finansijske stabilnosti, kao i raspoloživost podataka, procjena rizika finansijske stabilnosti tokom 2014. godine rađena je na osnovu analize međunarodnog i domaćeg okruženja. Analizirani su rizici i potencijalni izvori ranjivosti za privredu Crne Gore.

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

4.3.1. Međunarodno okruženje

Svjetska ekonomija je u 2014. nastavila sa sličnim rastom kao i u 2013. godini, zabilježivši stopu rasta od 3,3%⁵. Rast je bio relativno neujednačen i tokom 2014, pa tako MMF procjenjuje da su napredne ekonomije rasle po stopi od 1,8%, a ekonomije u usponu/razvoju po stopi od 4,4%.

⁴ *Too big to fail* - preveliki da bi propali - pristup se odnosi na banke koje imaju globalno sistemski značaj i čiji bi krah imao katastrofalne posljedice po finansijsku stabilnost. Zbog svog značaja one se stavljaju pod poseban nadzor ECB.

⁵ Prema MMF-ovom izvještaju Izgledi globalne ekonomije (World Economic Outlook), ažuriranom januara 2015.

Tabela br. 1 – Pregled glavnih globalnih indikatora, godina na godinu, %

Indikator	2013.	2014.	Prognoza		Razlike u odnosu na prognoze iz oktobra 2014, p.p.	
			2015.	2016.	2015.	2016.
Rast BDP-a						
Svijet	3,3	3,3	3,5	3,7	-0,3	-0,3
Napredne ekonomije	1,3	1,8	2,4	2,4	0,1	0,0
Ekonomije u usponu/razvoju	4,7	4,4	4,3	4,7	-0,6	-0,5
SAD	2,2	2,4	3,6	3,3	0,5	0,3
Eurozona	-0,5	0,8	1,2	1,4	-0,2	-0,3
Njemačka	0,2	1,5	1,3	1,5	-0,2	-0,3
Francuska	0,3	0,4	0,9	1,3	-0,1	-0,2
Italija	-1,9	-0,4	0,4	0,8	-0,5	-0,5
Španija	-1,2	1,4	2,0	1,8	0,3	0,0
Japan	1,6	0,1	0,6	0,8	-0,2	-0,1
UK	1,7	2,6	2,7	2,4	0,0	-0,1
Kanada	2,0	2,4	2,3	2,1	-0,1	-0,3
Napredne ekonomije van G7 i Eurozone	2,2	2,8	3,0	3,2	-0,2	-0,1
Evropske ekonomije u usponu/razvoju	2,8	2,7	2,9	3,1	0,1	-0,2
Rusija	1,3	0,6	-3,0	-1,0	-3,5	-2,5
Kina	7,8	7,4	6,8	6,3	-0,3	-0,5
Indija	5,0	5,8	6,3	6,5	-0,1	0,0
Latinska Amerika i Karibi	2,8	1,2	1,3	2,3	-0,9	-0,5
Bliski istok, Sjeverna Afrika, Avganistan i Pakistan	2,2	2,8	3,3	3,9	-0,6	-0,5
Supsaharska Afrika	5,2	4,8	4,9	5,2	-0,9	-0,8
Obim globalne trgovine (robe i usluge)	3,4	3,1	3,8	5,3	-1,1	-0,2
Potrošačke cijene						
Napredne ekonomije	1,4	1,4	1,0	1,5	-0,8	-0,4
Ekonomije u usponu/razvoju	5,9	5,4	5,7	5,4	0,1	0,2

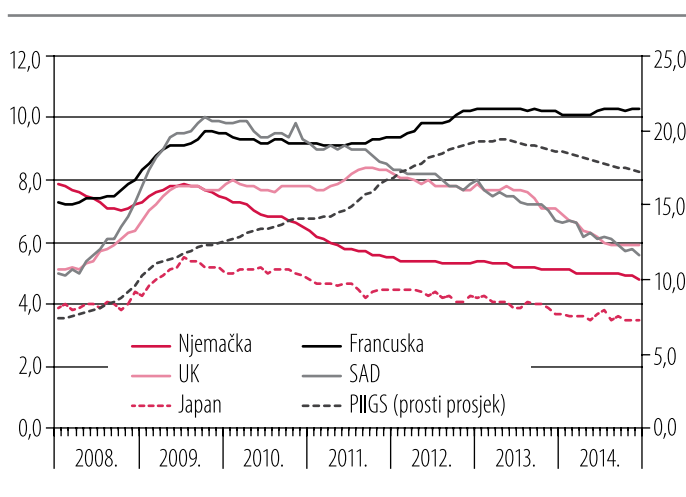
Izvor: Preuzeto iz MMF-ovih „Izgleda globalne ekonomije“ (WEO), izdanje ažurirano januara 2015.

Međutim, imajući u vidu dosta različite rezultate po zemljama/regionima, probleme u državnim finansijama i usporeni rast ekonomija EU, poteškoće sa državnim finansijama u SAD, te i dalje relativno visoke stope nezaposlenosti (posebno u EU), može se reći da svjetska ekonomija još uvijek nije na putu stabilnog rasta. To se posebno odnosi na napredne ekonomije (sa djelimičnim izuzetkom SAD), dok su ekonomije u usponu/razvoju u još boljoj poziciji u odnosu na pretkrizni period. Na primjer, procjena je da je Kina u 2014. godini postala najveća svjetska ekonomija gledano prema paritetu kupovne moći, tj. kada se pri poređenju BDP-a eliminišu razlike u cijenama.

Godinu 2014. obilježila su deflatorska i deflatorska kretanja u Eurozoni/EU. Godišnja stopa inflacije opadala je sa 0,8% u januaru, na -0,2% u decembru, primarno pod uticajem pada cijena energenata. Društvom riječima, stopa inflacije se tokom cijele godine udaljavala od srednjoročnog cilja monetarne politike Eurosystema, tj. stope inflacije u visini ispod, ali blizu 2%.

Tokom 2014. godine u gotovo svim zemljama Eurozone došlo je do pada stopa nezaposlenosti⁶. Stope nezaposlenosti su opale u Grčkoj, Španiji, Portugalu i Irskoj, iako iznose i dalje visokih 10,5% i 13,4% u Irskoj i Portugalu, i ekstremno visokih 23,7% i 25,8% u Španiji i Grčkoj. Sa druge strane, stopa nezaposlenosti je dodatno porasla u Italiji (0,3 p.p.), pa je na kraju 2014. iznosila 12,9%. Slovenija je takođe zabilježila poboljšanje (-0,2 p.p.), a stopa nezaposlenosti na kraju 2014. iznosila je 9,7%. Nakon Grčke i Italije, najgoru poziciju u EU zauzimaju Hrvatska i Kipar, čije su stope nezaposlenosti na kraju 2014. iznosile 16,4%, a nakon poboljšanja od 0,7 p.p. i 0,1 p.p. tokom godine.

Grafik br. 1 – Stope nezaposlenosti odabranih zemalja, 2008-2014, LFS, % (PIIGS, desna skala: Portugal, Irska, Italija, Grčka i Španija)



Izvor: Eurostat, kalkulacije CBCG

Deficiti tekućeg računa zemalja periferije Eurozone, koji su dostigli najviše nivoe u periodu 2007-2008, uglavnom su nastavili da opadaju, odnosno da prelaze u suficite. Procjenjuje se da su praktično sve zemlje periferije, osim Grčke (-2,8% BDP-a), ostvarile suficit tekućeg računa u 2014 – Španija i Italija zabilježile su blage suficite, dok je suficit tekućeg računa Irske bio 5,5% BDP-a.

Što se tiče kretanja državnih finansija zemalja Eurozone, jasno je da je i dalje u toku proces fiskalnog prilagođavanja, i da su deficiti budžeta, nakon što su po izbivanju 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 nivou državnog duga pojedinih zemalja izuzetno visoki.

U 2014. godini značajan geopolitički događaj bila je ukrajinska kriza, koja i dalje traje. Kriza je izazvala zaoštavanje odnosa između SAD i EU s jedne strane, i Rusije, sa druge strane, uz uvođenje određenih sankcija i pada stepena ekonomske saradnje. To se djelimično negativno odrazilo na rast država EU, a čini se mnogo više na poziciju ruske ekonomije, imajući u vidu pad ruske rublje u odnosu na dolar, i sve

⁶ Za decembarske stope nezaposlenosti u 2014. uzeti su posljednji raspoloživi mjesečni podaci u vrijeme pisanja ovog dijela Izvještaja.

probleme koje je to dalje prouzrokovalo. Procjenjuje se da je ruska ekonomija u 2014. porasla svega 0,6%, dok se za 2015. predviđa pad od čak 3%.

Tokom 2014. većina zemalja periferije Eurozone imala je pristup finansijskim tržištima, a prinosi na njihove obveznice generalno su značajno opali u odnosu na kraj 2013. godine, posebno na obveznice sa kraćim rokom dospelja. Paralelno, i CDS spreadovi na državni dug tih zemalja opali su u 2014. godini.

Prinosi na američke, njemačke i švajcarske desetogodišnje državne obveznice su drastično opali tokom 2014, na 2,2%, 0,5% i 0,3% respektivno, a kao posljedica pozitivne percepcije i očekivanja finansijskih tržišta u vezi sa pomenutim hartijama od vrijednosti i njima alternativnim finansijskim instrumentima. Cijena zlata je bila prilično stabilna tokom 2014. godine, a opala je za svega 1,4%, na 1.184 dolara za finu uncu na kraju godine. Treba reći da je padu prinosa na državne hartije od vrijednosti u EU tokom 2014. u značajnoj mjeri doprinijela politika ECB-a – kako kretanje kamatne stopa ECB-a, tako i programi kupovine hartija od vrijednosti.

Berzanski indeksi razvijenih privreda su na višem nivou u odnosu na kraj 2013. godine. MSCI indeks razvijenih tržišta na kraju 2014. godine bio je za 2,9% viši u odnosu na kraj 2013, dok je u istom periodu MSCI indeks koji obuhvata sva tržišta ostvario nešto niži rast, od 2,1%, a usljed pada MSCI indeksa tržišta u usponu od 4,6%.

Iako uz određene oscilacije, pokazatelji volatilnosti finansijskih tržišta (npr. VIX), kao i pokazatelji kreditnog i rizika likvidnosti na tržištima novca (kakvi su TED spread i LIBOR-OIS spread) tokom 2014, slično kao i tokom 2013. godine, istorijski gledano, bili su na prilično niskim nivoima.

Euro je tokom 2014. godine nominalno deprecirao u odnosu na glavne svjetske valute, osim u odnosu na japanski jen. U odnosu na dolar, funtu i franak, euro je deprecirao za 12% (sa 1,3742 na 1,2098 USD za jedan euro), 6,4% i 2%, respektivno, dok je aprecijacija u odnosu na jen iznosila svega 0,1%, nakon snažne aprecijacije tokom 2013. godine. Treba pomenuti i dalji pad eura u odnosu na franak na početku 2015, a nakon objave Švajcarske nacionalne banke da više neće braniti jačanje franka u odnosu na euro, počev od sredine januara 2015. godine.

U situaciji i dalje neubjedljivog ekonomskog rasta, a posebno uzimajući u obzir očekivanja, centralne banke vodećih ekonomija su nastavile sa politikom rekordno niskih kamatnih stopa i u 2014. godini. Savjet ECB-a je usljed deflatornih pritisaka i intenziviranja rizika od pada ekonomske aktivnosti u dva navrata snižavao referentnu kamatnu stopu – na sjednici sa početka juna sa 0,25% na 0,15% i na sjednici sa početka septembra sa 0,15% na 0,05%, što je rekordno nizak nivo. I referentne međubankarske stope, posljedično, bile su na rekordno niskim nivoima; EONIA se kretala se na nivou od oko 0,1% (od septembra 2014. godine bila je uglavnom negativna), tromjesečni EURIBOR oko 0,21%, a šestomjesečni LIBOR na američki dolar 0,33%.

Sa djelimičnim izuzetkom Eurosystema, pomenute centralne banke su u 2014. 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 ekonomiji. Primarno kao posljedica toga, tokom 2014. ukupna aktiva Sistema federalnih rezervi porasla je za 11,5%, a Banke Japana za 33,9%. Sa druge strane, ECB se pripremala za ekspanzivno djelovanje, time što je uvela ciljne dugoročne operacije refinansiranja,

kao i program kupovine hartija od vrijednosti *podržanih aktivom* i treći program kupovine *pokrivenih obveznica*. Pored toga, na sjednici iz januara 2015. je odlučeno da će ECB od marta 2015. godine početi sa kupovinom eurskih državnih hartija od vrijednosti na sekundarnom tržištu, što će predstavljati kvantitativno popuštanje u pravom smislu riječi, a što je kao mogućnost bilo najavljeno odavno, još u avgustu 2012. godine.

Prema MMF-ovom indeksu cijena berzanskih roba (koji isključuje plemenite metale), one su u decembru 2014. bile niže za čak 29,2% u odnosu na isti mjesec 2013. godine, dok su gledano kroz prosjek 12 mjesčnih indeksa opale za 6,3%, s obzirom na to da su cijene daleko najviše opale u posljednjem kvartalu 2014. Iako su cijene hrane i pića opale za 6,4%, a cijene industrijskih materijala za 13,6%, na kretanje godišnje promjene zbirnog indeksa u decembru 2013. godine presudno je uticao pad cijena energenata (39%), jer MMF-ov indeks cijena roba energentima dodjeljuje najveći ponder. Posmatrano kroz prosjek, cijene energenata su tokom 2014. u odnosu na 2013. godinu bile niže za 7,5%.

4.3.2. Makroekonomska kretanja u zemlji

Indikatori koji opredjeljuju ukupan ekonomski rast u Crnoj Gori, generalno posmatrano, ispoljili su blago pozitivna kretanja u 2014. godini.

Tabela br. 2 – Kretanje odabranih djelatnosti, 2014/2013, %

Trgovina na malo, promet (stalne cijene)	3,8
Turizam	
Broj dolazaka	1,7
Broj noćenja	1,5
Prerađivačka industrija, fizički obim	-6,7
Građevinarstvo	
Vrijednost izvršenih radova	2,0
Izvršeni efektivni časovi	-4,6
Snabdijevanje električnom energijom, gasom i parom	-19,6
Vađenje ruda i kamena, fizički obim	14,4
Šumarstvo, fizički obim (ponderisano kroz indeks)	17,9

Izvor: Monstat

Procijenjeni realni rast BDP-a u 2014. godini iznosio je oko 1,5%. Prema procjenama MMF-a crnogorska ekonomija je u 2014. godini rasla po stopi od 2%, po procjenama Evropske komisije 1,4%⁷, a po procjenama EBRD po stopi od 1,3%.

Prethodnu godinu karakteriše rast i broja zaposlenih (1,2%) i registrovanih nezaposlenih lica (3,4%), kao i blagi pad bruto i neto zarada, od 0,4% odnosno 0,5%. Očigledno je da se radi o vrlo blagim pomjeranjima na tržištu rada i da je opšta pozicija sektora stanovništva i dalje relativno krhka. Tome treba dodati i

⁷ Prema *Winter forecast 2015* (februar 2015).

podatke sa tržišta rada prema Monstatovoj anketi o radnoj snazi, po kojima stopa nezaposlenosti i dalje ostaje na visokom nivou, od oko 19%.

Tabela br. 3 – Osnovni indikatori tržišta rada (godišnji prosjek)

	2013.	2014.	Promjena (2014/2013), %
Zaposleni	171.474	173.595	1,2
Nezaposleni	32.190	33.284	3,4
Zarade, bruto, €	726	723	-0,4
Zarade, neto, €	479	477	-0,5

Izvor: Monstat, Zavod za zapošljavanje

Ključni problem privrede i u 2014. godini je bio značajna nelikvidnost. Gledano kroz pokazatelje prinudne naplate, pozicija privrede bila je pogoršana u odnosu na 2013. godinu. Učešće broja lica⁸ u blokadi u ukupnom broju lica koja obavljaju djelatnost tokom 2014. je opalo, iznosivši na kraju 2014. godine 21,8%. Međutim, blokirani iznosi bili su osjetno veći. Tako je na kraju 2014. godine blokirani iznos subjekata koji su neprekidno bili u blokadi duže od godinu dana bio 437,7 miliona eura (9% više), dok je ukupan blokirani iznos bio 496,1 milion eura, uz rast od 13,5%.

U dokumentu *Program ekonomskih reformi Crne Gore 2015-2017*, koji je u januaru 2015. godine objavila Vlada, urađena su dva makroekonomska scenarija, gdje se po osnovnom scenariju predviđa realni rast BDP-a od 3,5% u 2015. godini, dok se po scenariju nižeg rasta predviđa rast od 2,1%.

Prema modelskoj projekciji CBCG, u 2015. godini stopa rasta BDP-a će iznositi 3,25%. Radi testiranja centralne projekcije BDP-a urađena je i procjena BDP-a po potrošnoj metodi. Po potrošnoj metodi, u 2015. godini BDP će ostvariti stopu rasta od 3,3% do 3,6%, što ukazuje da je vrijednost modelske projekcije rasta BDP-a bliža donjoj granici raspona BDP-a po potrošnoj metodi.

Ponderacija procjena rasta realnog BDP-a od strane međunarodnih institucija i instituta ukazuje da bi rast crnogorskog BDP-a u 2015. godini trebalo da bude na nivou od 3,26%.

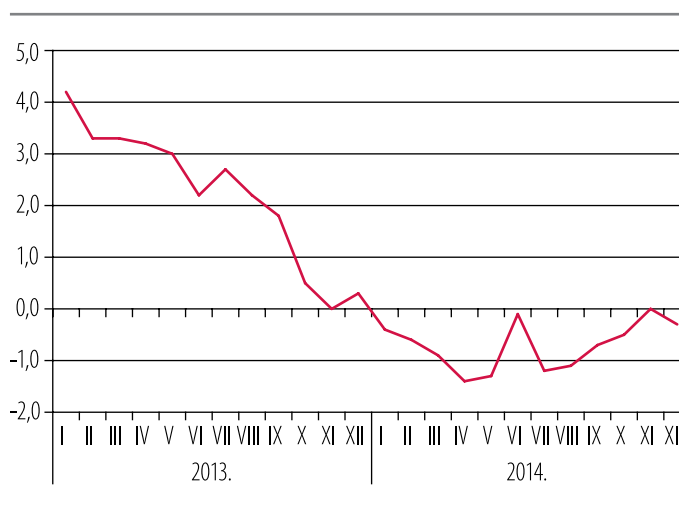
Inflacija

Nakon što je tokom cijele godine bila negativna, godišnja stopa inflacije u decembru 2014. iznosila je -0,3%, u odnosu na 0,3% iz decembra prethodne godine. Na rast cijena je prije svega djelovalo povećanje cijena iz kategorije *hrana i bezalkoholna pića*, za 0,8% (zbog viših cijena hljeba i žitarica i povrća) i kategorije *zdravlje*, za 3,6% (zbog poskupljenja farmaceutskih proizvoda).

Na opadanje stope inflacije prevashodno je uticao pad cijena proizvoda iz kategorije *prevoz*, za 4,7%, zbog pada cijena goriva i maziva za 11,1% i kategorije *komunikacije*, za 3,5%, zbog pada cijena telefonske i telefaks opreme, telefonskih i telefaks usluge. Gledano na nivou užih grupa proizvoda/usluga, negativnoj stopi inflacije su najviše doprinijeli još pad cijena ulja i masti za 11,7%, kao i pad cijena električne energije, za 2,7%.

⁸ Obuhvata pravna lica i preduzetnike.

Grafik br. 2 – Potrošačke cijene, godišnja stopa rasta, %



Izvor: Monstat

Grafik fena inflacije (*fan chart*) Crne Gore, baziran na procjeni ARIMA modela, za 2015. 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%. Pritom, za kraj 2015. godine se projektuje inflacija u rasponu od 0% do 2%. Naime, sa rastom vremenskog horizonta za projektovanje, raste i neizvjesnost, a samim tim se širi i raspon prognoze. Centralna projekcija modela ukazuje da će prosječna inflacija u 2015. godini iznositi 0,57%. S druge strane, ekspertska procjena je vrlo slična modelskoj, prema kojoj će inflacija u 2015. godini biti u rasponu od -0,5% do 2%.

Budžetski deficit, državni dug i garancije

Iako možemo konstatovati da je fiskalna konsolidacija ostvarila značajne pozitivne rezultate, i u 2014. godini crnogorski budžet je karakterisao veći nivo deficita od planiranog, primarno usljed otplate obaveza iz prethodnog perioda, kapitalnih izdataka u tekućem budžetu i otplate garancija. Sa druge strane, bolja naplata PDV-a i doprinosa u odnosu na plan, uz određene uštede, omogućila je ublažavanje efekta povećanih rashoda i spriječila veći budžetski deficit.

Tabela br. 4 – Kretanje budžetskog deficita/suficita

Opis/Period	2010.	2011.	2012.	2013. ⁹	Procjena 2014.	Projekcija 2015.
Izvorni prihodi, u milionima eura	1.140,4	1.129,1	1.121,0	1.243,4	1.351,9	1.329,2
Izdaci, u milionima eura	1.252,6	1.318,8	1.333,9	1.444,8	1.454,4	1.565,0
Deficit/suficit, u milionima eura	-112,2	-189,7	-212,9	-215,8	-102,6	-235,8
Deficit/suficit, kao % učešća u BDP-u	-3,6	-5,9	-6,8	-6,5	-3,0	-6,6

Izvor: Ministarstvo finansija

⁹ Deficit uključuje i neto povećanje obaveza, u iznosu od 14,4 miliona eura

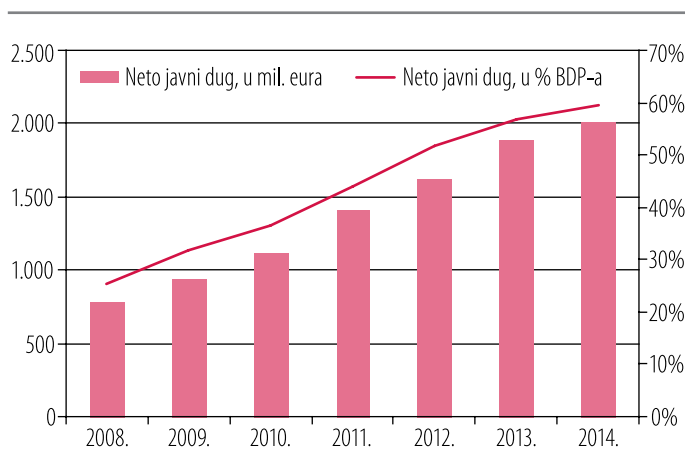
Izvorni prihodi budžeta u 2014. godini iznosili su 1,35 milijardi eura ili 39,8% procijenjenog BDP-a¹⁰. U odnosu na plan, ovi prihodi su bili viši za 5,9%, najviše kao rezultat višeg ostvarenja prihoda od PDV-a (za 41,6 miliona eura, ili 9,1%) i doprinosa za penzijsko-invalidsko osiguranje (za 35,2 miliona eura, ili 15%). U odnosu na 2013. godinu, izvorni prihodi zabilježili su rast od 8,7%.

Izdaci¹¹ budžeta u 2014. godini iznosili su 1,45 milijardi eura, što čini 42,9% procijenjenog BDP-a. Ostvareni izdaci u odnosu na 2013. godinu zabilježili su rast od 0,7%. Gledano u odnosu na plan, izdaci su viši za 9,6% (za 126,9 miliona eura), a odstupanje je u najvećoj mjeri rezultat pomenute otplate obaveza iz prethodnog perioda (u iznosu od 65,3 miliona eura) i većih kapitalnih izdataka u tekućem budžetu (za 54 miliona eura).

Prema procjeni Ministarstva finansija, budžet Crne Gore je u 2014. godini ostvario deficit u iznosu od 102,6 miliona eura, ili 3% BDP-a, što je 1,5 p.p. BDP-a više od planiranog. Ovo je šesta godina za redom u kojoj je zabilježen deficit budžeta, a prosječan nivo deficita tokom posljednjih šest godina iznosio je 4% BDP-a.

Državni dug Crne Gore na kraju 2014. godine iznosio je 1.942,9 miliona eura ili 57,2% BDP-a, od čega je unutrašnji dug 381,2 miliona eura ili 11,2% BDP-a, a spoljni dug 1.561,7 miliona eura ili 46,0% BDP-a. Uključujući iznos državnih depozita od 49,5 miliona eura, ukupan državni dug na kraju 2014. godine, iznosi 1.893,4 miliona eura ili 55,8% procijenjenog BDP-a. Neto javni dug na kraju 2014. koji uključuje dug lokalne samouprave i depozite Ministarstva finansija, iznosio je 2.022,2 miliona eura ili 59,6% BDP-a.

Grafik br. 3 – Kretanje državnog duga, 2008-2014, kraj perioda



Izvor: Ministarstvo finansija

Unutrašnji dug iznosio je 379,5 miliona eura na kraju 2014. godine, ili 11,2% BDP-a. U strukturi dominira dug po osnovu obaveza za obeštećenje (89,9 miliona eura), državnih zapisa (77,7 miliona eura) i kredita kod poslovnih banaka (71,4 miliona eura). Spoljni dug na kraju 2014. godine iznosio je 1,56 milijardi eura ili 46% BDP-a. U odnosu na kraj 2013. godine bio je veći za 128,7 miliona eura ili devet posto,

¹⁰ Procijenjeni BDP za 2014. godinu iznosi 3,39 milijardi eura.

¹¹ Ukupni odlivi umanjani za otplatu dugova.

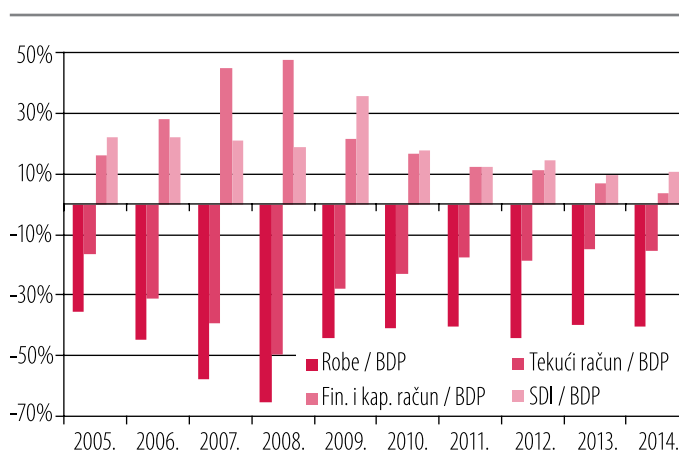
a najviše je uvećan zahvaljujući novoj emisiji euroobveznica (u drugom kvartalu 2014), u bruto iznosu od 280 miliona eura (od čega je određeni dio upotrijebljen za refinansiranje emisija euroobveznica emitovanih u periodu 2010-2011. godina).

Stanje ukupno izdatih državnih garancija na kraju 2014. godine iznosi 314,3 miliona eura ili 9,3% BDP-a. Od navedenog iznosa oko 305,4 miliona eura (oko 9% BDP-a) iznosile su ino garancije, dok su domaće garancije iznosile 8,9 miliona eura (oko 0,3% BDP-a).

Platni bilans

Prema preliminarnim podacima, deficit tekućeg računa platnog bilansa iznosio je 520,4 miliona eura, što je za 6,9% više nego u 2013. godini. Učešće deficita tekućeg računa u BDP-u iznosilo je 15,3%, čime je zaustavljen višegodišnji trend pada tog učešća (14,6% u 2013).

Grafik br. 4 – Salda različitih računa platnog bilansa



Izvor: CBCG

Na kapitalnom i finansijskom računu ostvaren je mnogo manji suficit u odnosu na 2013. godinu, zbog izrazito većeg deficita na računu ostalih investicija. U 2014. godini neto priliv SDI je bio za 9,3% veći u poređenju s prethodnom godinom. Neto priliv SDI je iznosio 353,9 miliona eura ili 10,4% BDP-a. Na računu portfolio investicija ostvaren je neto priliv u iznosu od 84,4 miliona eura, što je za 42,4 miliona eura više u odnosu na neto priliv iz 2013. godine, a najviše zbog emisije državnih euroobveznica u iznosu od 280 miliona eura u drugom kvartalu 2013. godine (od tog iznosa blizu 85 miliona eura je izdvojeno na refinansiranje starih euroobveznica, pa je novo zaduženje bilo oko 195 miliona eura). Konačno, na računu ostalih investicija zabilježen je neto odliv od 195,7 miliona eura, u odnosu na 54,2 miliona eura odliva iz 2013. godine.

Cijene nekretnina

Na tržištu nekretnina i u 2014. godini je nastavljen trend prilagođavanja velike ponude ograničenoj tražnji, kroz smanjivanje cijena stambenih objekata. Imajući u vidu izdiferenciranost 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, kao i prisustvo višemjesečnog deflatornog trenda, usljed kojeg potrošači odlažu kupovinu očekujući dalji pad cijena, realno je bilo očekivati pad cijena nekretnina. Prema rezultatima septembarske ankete, prosječna cijena nekretnina po kvadratnom metru u Podgorici iz nosila je 950 eura, što predstavlja pad od 2,2% u odnosu na mart 2014. godine. Posmatrajući lančani indeks kretanja cijena nekretnina, može se vidjeti da je u septembru 2014. godine nastavljen pad cijena koji je započet u junu 2013. godine, nakon trogodišnje stagnacije cijena na tržištu nekretnina.

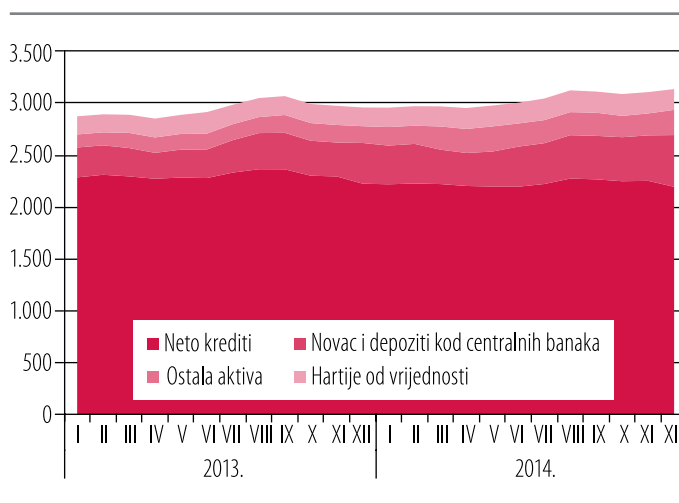
Finansijski sistem

Bankarski sektor

Kretanja osnovnih agregata aktive su tokom 2014. godine bila uslovljena percepcijom o neubjedljivom stanju realnog sektora i potrebom pronalaženja novih izvora prihoda koji nose manji rizik. I pored velikog iznosa novoodobrenih kredita, ukupni krediti i potraživanja su se smanjili, a ovogodišnji rast aktive banaka se zasnivao na značajnom rastu pozicije novčanih sredstava i računa kod centralnih banaka, kao i na značajnom povećanju investicija u hartije od vrijednosti. Poslijekrizni trend smanjenja pozajmica je nastavljen i u ovoj godini, što predstavlja nastavak promjene u načinu finansiranja, gdje se banke u sve većoj mjeri finansiraju putem depozita, koji su tokom godine porasli najjačom dinamikom još od 2007. godine.

Dinamika kreditiranja je tokom 2014. godine bila slabija, što je rezultiralo smanjenjem ukupnih kredita. U odnosu na kraj 2013, stanje bruto kredita i potraživanja¹² smanjeno je za 1,9%, na 2,4 milijarde eura, a situaciju nije moglo popraviti ni 801,5 miliona eura novoodobrenih kredita¹³ tokom 2014. godine.

Grafik br. 5 – Struktura aktive, 2013-2014, kraj mjeseca, u milionima eura

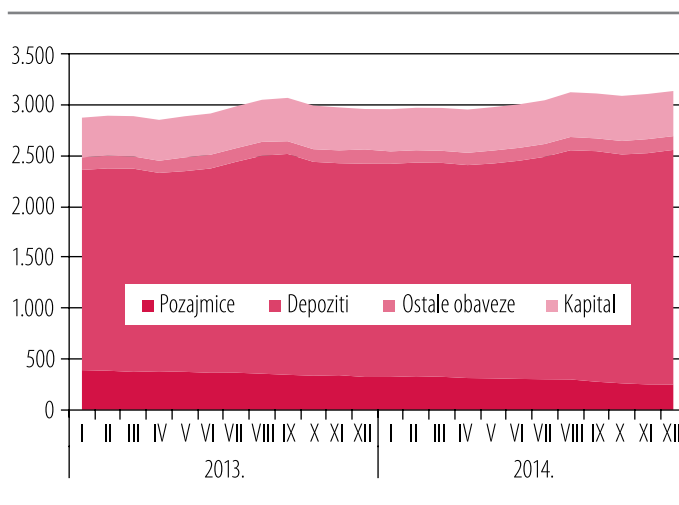


Izvor: CBCG

¹² Bruto krediti i potraživanja čije se kretanje komentariše u ovom Izveštaju uključuju i pripadajuća kamatna potraživanja i vremenska razgraničenja naknada (kamata), ukoliko nije drugačije naznačeno.

¹³ Podatak o novoodobrenim kreditima se odnosi na ugovorene, a ne nužno i na isplaćene iznose. Takođe, određeni broj novoodobrenih kredita se koristi za refinansiranje/zatvaranje starih kredita.

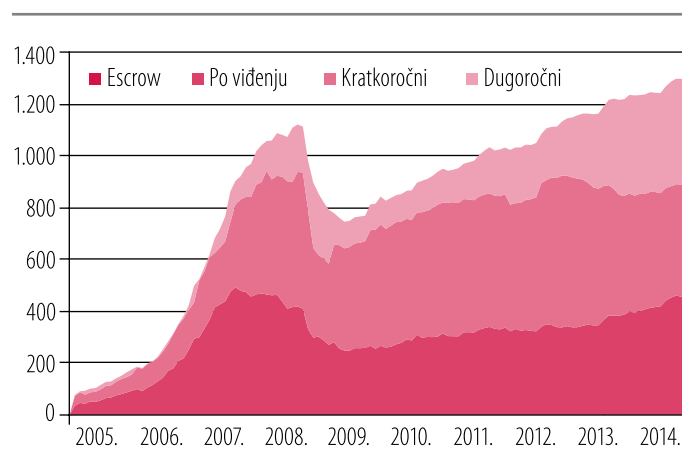
Grafik br. 6 – Struktura pasive, 2013-2014, kraj mjeseca, u milionima eura



Izvor: CBCG

Ukupni depoziti porasli su 10% tokom 2014. godine, na 2,31 milijardu eura na kraju 2014¹⁴. Od toga se 57,7% odnosilo na depozite fizičkih lica (uključujući i nerezidentna fizička lica), ili 1,33 milijarde eura. Rast depozita sektora stanovništva (94,3 miliona eura) je najviše doprinio rastu ukupnih depozita. Tokom 2014. nastavljena je prekompozicija ročnosti depozita fizičkih lica, pa su tako rasla učešća depozita po viđenju (3,8 p.p. na 36%) i dugoročnih depozita (5,4 p.p na 36,3%) na uštrb kratkoročnih depozita, čiji je udio smanjen za 9,2 p.p. na 27,7%.

Grafik br. 7 – Depoziti fizičkih lica po ročnosti, 2005-2014, kraj mjeseca, u milionima eura

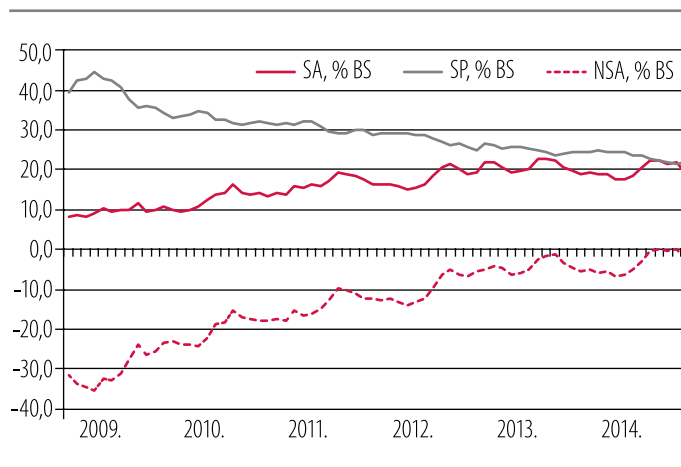


Izvor: CBCG

Strana aktiva i strana pasiva su dodatno uravnotežene tokom 2014, daljim rastom strane aktive i padom strane pasive.

¹⁴ Sa stanjima na *escrow* računima, a bez obaveza za kamate i vremenskih razgraničenja naknada.

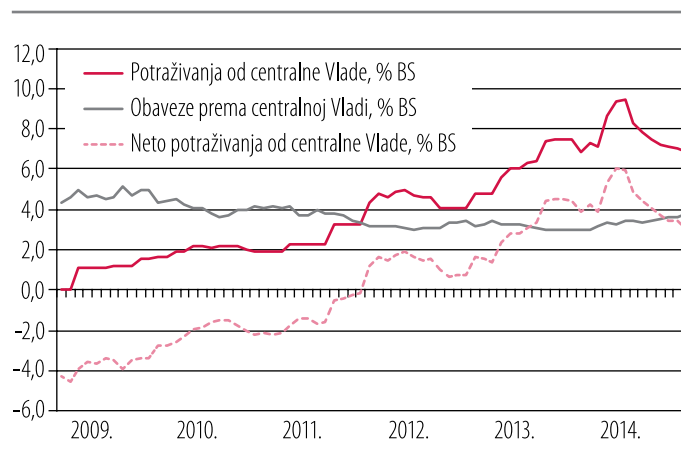
Grafik br. 8 – SA, SP i NSA u odnosu na bilansnu sumu, 2009-2014, kraj mjeseca



Izvor: CBCG

Izloženost banaka u apsolutnom iznosu prema centralnoj Vladi je u prvom dijelu godine rasla da bi godinu završila blago iznad nivoa s kraja prethodne godine, dok je gledano u odnosu na bilansnu sumu pala sa 6,9% na 6,8%. Krediti i potraživanja od opšte Vlade su tokom godine smanjeni za 27%, dok je izloženost po hartijama od vrijednosti porasla. S druge strane, obaveze banaka prema centralnoj Vladi su na kraju godine imale veći rast od rasta potraživanja pa su tako neto potraživanja banaka prema tom sektoru smanjena i iznosila su 3% bilansne sume.

Grafik br. 9 – Izloženost banaka prema državi u odnosu na bilansnu sumu, 2009-2014, kraj mjeseca



Izvor: CBCG

Tokom 2014. godine, kvalitet kreditnog portfolija banaka je zabilježio napredak, ali kreditni rizik je i dalje izrazito visok i predstavlja ključni rizik u bankarskom sistemu. Tokom 2014. godine, nije bilo većih prodaja aktive, što je bilo posebno izraženo u prethodnih pet godina, tako da pad nivoa nekvalitetnih kredita i potraživanja predstavlja stvarni napredak. Međutim, nelikvidnost crnogorske privrede je i dalje

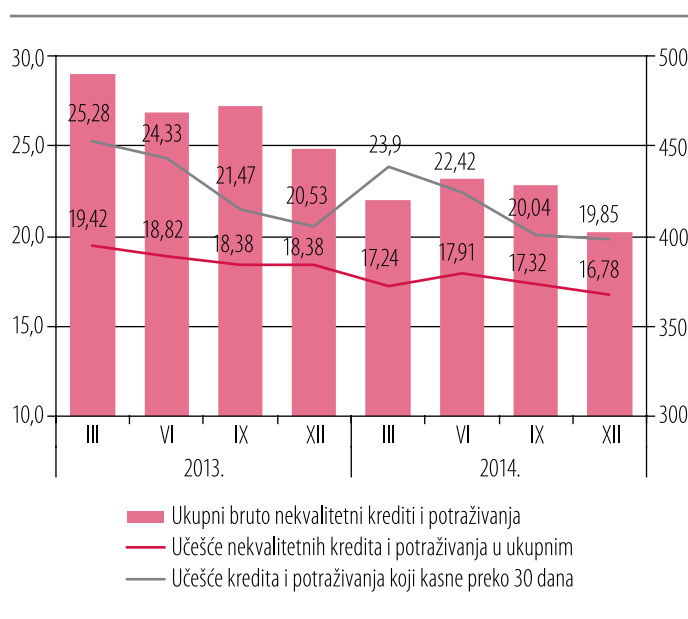
visoka, što će se u narednom periodu vjerovatno manifestovati tako da će banke nastaviti politiku obazrivog kreditiranja. U 2015. godini, pozicija dijela privrede koji je vezan za izgradnju kapitalnih investicija mogla bi vidno da se poboljša, a pozitivni efekti bi se dijelom prelili u druge oblasti. To bi posljedično, moglo u određenoj mjeri poboljšati i stanje u bankarskom sektoru, u vidu boljih naplata kredita.

Banke su 2014. godinu završile s učešćem bruto nekvalitetnih kredita i potraživanja u ukupnim bruto kreditima i potraživanjima od 16,8% (uz iznos od 402,1 milion eura), tj. zabilježen je pad od 1,6 p.p. u odnosu na kraj 2013. Bruto krediti i potraživanja koji kasne s otplatom više od 30 dana takođe bilježe pad učešća, sa 20,5% na 19,9% (uz iznos od 475,6 miliona eura).

Banke su i tokom 2014. održavale značajan nivo portfolija restrukturiranih kredita, premda se iznos bruto restrukturiranih kredita smanjio za 10,9% na 378,6 miliona eura, dok je njihovo učešće u ukupnim kreditima smanjeno za 1,7 p.p. na 19,4%.

Racio pokrivenosti bruto nekvalitetnih kredita i potraživanja¹⁵ je nešto viši u odnosu na kraj prethodne godine (39,5% naspram 39,1%), što je i dalje relativno niska pokrivenost. Racio neto nekvalitetnih kredita i potraživanja prema kapitalu je povoljniji na kraju 2014, pošto je opao sa 68,7% na kraju 2013. godine na 54,8%, kao rezultat smanjenja nekvalitetnih kredita i povećanja kapitala.

Grafik br. 10 – Ukupni bruto nekvalitetni krediti i potraživanja (desna skala), u milionima eura, i učešća pojedinih kategorija (lijeva skala), %, kraj kvartala, 2013-2014.



Izvor: CBCG

Privreda i dalje predstavlja najveći izvor kreditnog rizika. Na kraju 2014. učešće bruto kredita koji kasne s otplatom više od 30 dana kod pravnih lica¹⁶ i dalje je vrlo visoko u poređenju sa sektorom stanovniš-

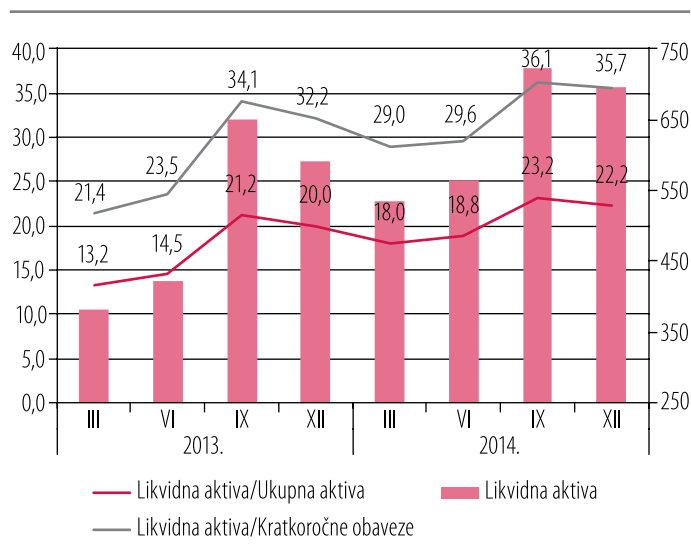
¹⁵ Odnos ispravki vrijednosti za gubitke po bruto nekvalitetnim kreditima i potraživanjima prema bruto nekvalitetnim kreditima i potraživanjima.

¹⁶ Pravna lica ovdje obuhvataju i državni sektor, inače bi racio koji bi se odnosio striktno na privredu bio još viši.

tva – 29,2% naspram 14,2%. 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 radi u državnom sektoru, čija pozicija tokom istog perioda ipak nije bila toliko poljuljana, najviše zahvaljujući mogućnosti zaduživanja tog sektora iz inostranstva.

Generalno, 2014. godinu je karakterisala visoka likvidnost bankarskog sektora. Novčana sredstva su zabilježila veliki rast (od čega se veliki dio odnosio na sredstva na računima u inostranstvu), dok je, sa druge strane, kreditna aktivnost bila slabija. Likvidna aktiva¹⁷ je na kraju 2014. učestvovala sa 22,2% u ukupnoj aktivni, i iznosila je 697,2 miliona eura, što je rast od 17,9% u odnosu na kraj 2013. godine. Pokrivenost kratkoročnih obaveza likvidnom aktivom zabilježila je slično kretanje, i na kraju 2014. godine iznosila je 35,7%. Likvidna aktiva je i ove godine imala ogroman rast tokom trećeg kvartala, najviše zbog rasta stanja na računima kod banaka u inostranstvu (depoziti po viđenju). Slično prošlogodišnjem kretanju, likvidna aktiva se u četvrtom kvartalu smanjila uglavnom zbog promjena na istom računu.

Grafik br. 11 – Odabrani pokazatelji likvidnosti (lijeva skala), %, i likvidna aktiva (desna skala), u milionima eura, kraj kvartala, 2013-2014.



Izvor: CBCG

Rizik promjene kamatne stope u smislu trgovačkih aktivnosti gotovo da ne postoji u bankarskom sektoru Crne Gore, budući da su trgovačke pozicije koje bi promjena kamatnih stopa pogađala zanemarljive.

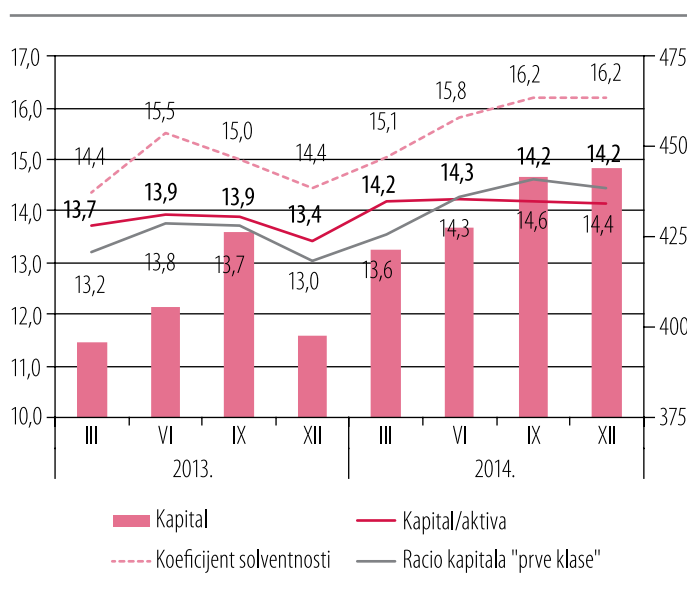
¹⁷ Konta br: 1001-4, 1007-10, 1012, 1122, 1126-27, 1130, 1134 i 1138 (vidjeti prilog uz Odluku o kontnom okviru za banke), plus 50% izdvojene obavezne rezerve.

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 2014. godine iznosila je 1,9 miliona eura ili 0,7% osnovnog kapitala¹⁸. Najzastupljenija strana valuta je američki dolar (na obje strane bilansa stanja), dok je na nivou sistema najveća neto otvorena pozicija dolarska, 0,3% osnovnog kapitala. Većina kredita je denominovana u eurima. Samo jedna banka u svom kreditnom portfoliju ima značajniji udio bruto kredita u stranoj valuti (17,5%), dok je na nivou sistema taj udio tek 1,6%.

Kapital banaka je na kraju 2014. godine činio 14,2% bilansne sume, što je za 0,7 p.p. više u odnosu na kraj 2013. godine, i iznosio je 444 miliona eura. Dvije banke su izvršile dokapitalizaciju u prva dva kvartala 2014. u ukupnom iznosu od 16,5 miliona eura. Pored dokapitalizacija i veće dobiti iz tekuće godine, ukupni kapital je uvećan i time što se 2014. na tržištu pojavila nova banka, čiji je akcijski kapital bio 5,7 miliona eura na kraju godine. U strukturi kapitala treba pomenuti i negativne promjene na poziciji neraspoređene dobiti (13,6 miliona eura), kao i pozitivne promjene na poziciji ostalih rezervi, u približno istom iznosu.

Koeficijent solventnosti bankarskog sektora je na kraju 2014. godine bio osjetno viši u odnosu na kraj 2013, a iznosio je 16,2%. Kod svih banaka koeficijent je bio iznad propisanog minimuma od 10%.

Grafik br. 12 – Kretanje osnovnih racija kapitala (lijeva skala), %, i ukupni kapital (desna skala), u milionima eura, kraj kvartala, 2013-2014.

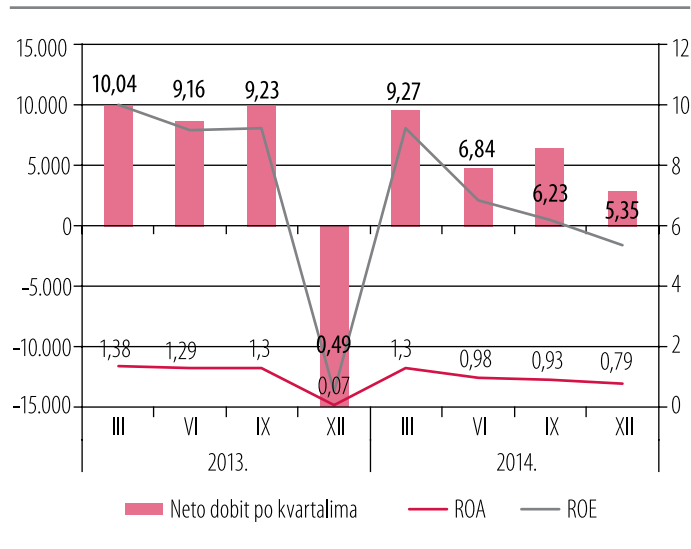


Izvor: CBCG

Bankarski sektor je ostvario pozitivan finansijski rezultat u 2014. godini, u iznosu od 23,8 miliona eura. Deset banaka je godinu završilo sa dobitkom dok su dvije banke poslovale negativno (jedna srednja i jedna mala banka). Povraćaj na prosječni kapital (ROAE) i povraćaj na prosječnu aktivu (ROAA) na kraju 2014. iznosili su 5,4% i 0,8%, respektivno, što predstavlja veliki napredak u odnosu na prethodnu godinu, u kojoj je negativan rezultat iz četvrtog kvartala gotovo anulirao pozitivan rezultat iz prva tri kvartala.

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

Grafik br. 13 – Finansijski rezultat (lijeva skala), u hiljadama eura, i kretanje ROAE i ROAA (desna skala), %¹⁹, kraj kvartala, 2013-2014.



Izvor: CBCG

Prihodi od kamata su najznačajniji prihodi banaka, koji su i pored pada od 3,4% imali gotovo isto učešće u ukupnim prihodima. Rashodi od kamata su takođe najznačajniji rashodi banaka, a tokom 2014. smanjeni su za čak 17,2%, pa su tako neto prihodi od kamata bili veći nego u 2013. godini. Ipak, prije pomenutog pada rashoda od kamata, ključnu razliku u finansijskom rezultatu u 2014. u odnosu na 2013. činili su troškovi obezvređenja i rezervisanja, koji su bili manji za 22,9 miliona eura, iznosivši 21,1 milion eura u 2014.

Prosječna ponderisana aktivna efektivna kamatna stopa (PPAEKS), na nivou sistema, na kraju 2014. godine, iznosila je 9,22%, i u odnosu na kraj 2013. niža je za 0,14 p.p. U istom periodu, prosječna ponderisana pasivna efektivna kamatna stopa (PPPEKS) opala je sa 2,54% na 1,83%, odnosno, gledano kroz prosjek 12 mjesečnih podataka, PPPEKS je tokom 2014. u odnosu na 2013. bila niža za 0,78 p.p. (2,14% u odnosu na 2,91%).

PPAEKS na novoodobrene kredite²⁰ je u decembru 2014. godine iznosila 9,02%, što je 0,40 p.p. niže u odnosu na 9,42% iz decembra 2013. godine. Generalno, PPAEKS je bila niža tokom 2014. godine, 10,09% u odnosu na 10,28% po prostom prosjeku, tj. 9,95% u odnosu na 10,12% po ponderisanom prosjeku.

Tržište kapitala

Kretanja na tržištu kapitala u 2014. bila su osjetno bolja u odnosu na period od nekoliko prethodnih godina. Promet je bio tri i po puta veći u odnosu na 2013. godinu, i iznosio je 108,2 miliona eura, što je najviši

¹⁹ Kvartalni ROAE i ROAA su analizovani množenjem racija za prvi kvartal, prvo polugode i prva tri kvartala (po odgovarajućim kumulativima neto profita) sa 4, 2 i 4/3, respektivno.

²⁰ Iznosi novoodobrenih kredita (koji u krajnjem imaju ulogu pondera za određivanje agregatnih kamatnih stopa) predstavljaju ugovorene, a ne stvarno realizovane/isplaćene iznose. 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.

nivo godišnjeg prometa od 2009. godine. Glavni indeks Montenegroberze, MONEX 20, na kraju 2014. u odnosu na kraj 2013. godine porastao je za 15,3%, iako je u odnosu na kraj aprila 2007. godine (vrhunac aktivnosti na Berzi) bio niži za preko 75%. Sa druge strane, MONEX PIF, indeks investicionih fondova, u 2014. godini zabilježio je pad od 11%.

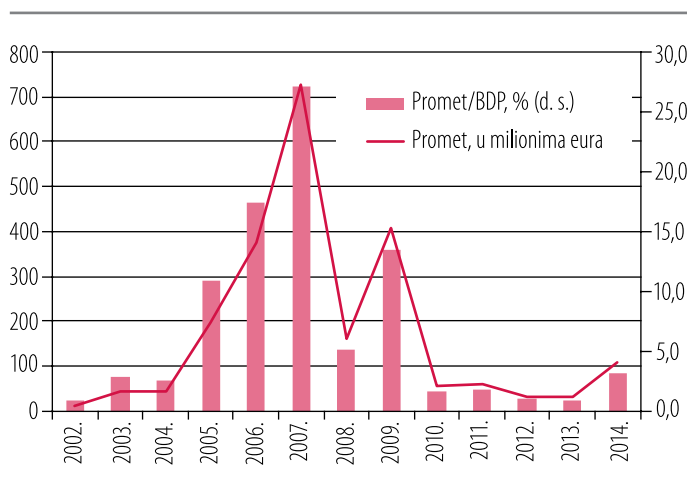
Tabela br. 5 – Osnovni pokazatelji kretanja na Montenegroberzi u 2014. godini

MONEX 20, 31.12.2014.	11.356,11
Godišnja promjena indeksa	15,3%
Ukupan promet u 2014. godini, u eurima	108.157.203
Promet, 2014. na 2013.	251,5%
Tržišna kapitalizacija, u eurima, 31.12.2013.	2.960.670.753
Godišnja promjena tržišne kapitalizacije	4,3%

Izvor: Montenegroberza

Prosječni mjesečni promet u 2014. godini je iznosio devet miliona eura, u odnosu na 2,6 miliona eura iz 2013. godine. Na takav rast prometa najviše su uticale primarne emisije državnih obveznica (43,2 miliona eura, u martu) i obveznica jedne od banaka (10 miliona eura u oktobru i novembru).

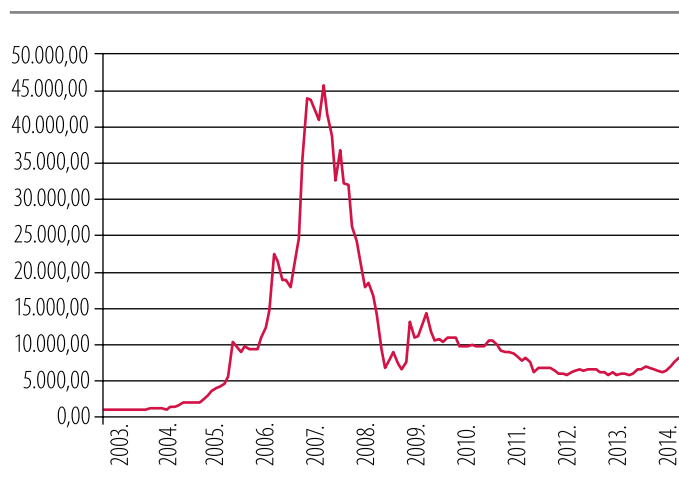
Grafik br. 14 – Godišnji promet, 2002-2014.



Izvor: Montenegroberza, Monstat

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 emitenata o njihovim finansijama. Takođe, u vezi s prethodnim ocenama, 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 br. 15 – Kretanje prostog prosjeka indeksa MONEX 20 i MONEX PIF, period mart 2003-2014, kraj mjeseca



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 (štediša, investitori) sa subjektima kojima finansijska sredstava nedostaju. Cijeli finansijski sektor/sistem bi tako bio likvidniji i razvijeniji, uz mnogo više prostora za ekonomski rast. Primarne emisije državnih i korporativnih obveznica iz 2014. godine predstavljaju dobar pomak u tom smjeru.

Sektor osiguranja

Stagnacija nivoa bruto fakturisane premije osiguranja, povećanje ukupne aktive sektora osiguranja i uvećan finansijski rezultat obilježili su kretanja u crnogorskom sektoru osiguranja u 2014. u odnosu na 2013. godinu.

Ukupna bruto fakturisana premija ostvarena u sektoru osiguranja u 2014. godini iznosila je 72,4 miliona eura, što je 0,5% manje u odnosu na ostvarenu u 2013. godini. U strukturi premije osiguravajućih kompanija, dominantno učešće ostvaruje premija neživotnih osiguranja (82,7%), u ukupnom iznosu od 59,9 miliona eura. Premija životnog osiguranja iznosi 12,6 miliona eura, i u odnosu na 2013. godinu bilježi porast od 15,4%, uz blagi porast učešća premije životnih osiguranja i pad učešća premije neživotnih osiguranja u ukupnoj premiji.

Posmatrajući strukturu premije neživotnih osiguranja u 2014. godini, većinsko učešće ostvaruju obavezna osiguranja (56,4%), čije je učešće u odnosu na 2013. godinu povećano za 0,7 procentnih poena²¹.

²¹ Obavezna osiguranja ovdje su osiguranja od odgovornosti zbog upotrebe motornih vozila, vazduhoplova i plovnih objekata.

U premiji životnih osiguranja najveće učešće bilježi osiguranje života, sa 88,6%, koje, zajedno sa dopunskim osiguranjem lica, čini 99,6% ukupne premije životnih osiguranja.

U 2014. 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 2014. godine smanjena na 2.208,9 poena sa 2.041,3 poena na kraju 2014.

Margina solventnosti društava za osiguranje iznosila je 15,7 miliona eura, a kapital 39,5 miliona eura²². Tako je na nivou sektora osiguranja u Crnoj Gori odnos kapitala i margine solventnosti iznosio 2,5 (2,2 na kraju 2013), što pokazuje da je solventnost osiguravajućih društava bila na veoma zadovoljavajućem nivou. Pritom, ukupan akcijski kapital društava za osiguranje iznosio je 52,1 milion eura na kraju 2014. godine. Koeficijent likvidnosti (likvidna sredstva prema kratkoročnim obavezama) iznosio je 8,3, i izrazito je viši u odnosu na kraj 2013. godine, kada je iznosio 4,7.

Finansijski rezultat na nivou sektora osiguranja bio je pozitivan i iznosio je 4,7 miliona eura (u odnosu na tri miliona eura iz 2013. godine).

Iz svega navedenog možemo zaključiti da je sektor osiguranja dodatno konsolidovan tokom 2014, 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 (170,1 milion eura ukupne aktive na kraju 2014. 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 sistemu, budući da su osiguravajuće kuće tip subjekata koji dobar dio kapitala plasira dalje, 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.

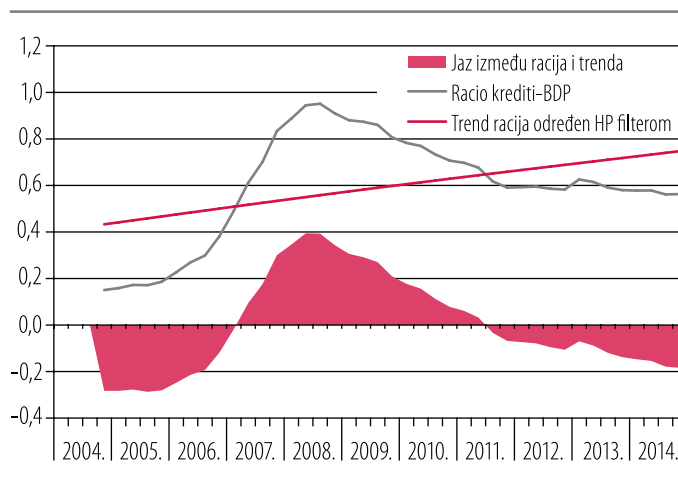
²² Kapital je ovdje veličina obračunata prema regulativi, a ne kategorija iz bilansa stanja.

5. JAZ KREDITI-BDP I AIFS

5.1. Jaz krediti-BDP

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

Grafik br. 16 – Jaz krediti-BDP²³



Izvor: CBCG, Monstat,; kalkulacije CBCG

²³ Treba imati u vidu promjenu metodologije za klasifikaciju/obuhvat kredita (i potraživanja) prije i poslije kraja 2008. godine, kao i promjenu koja se odnosi na vraćanje kredita (i potraživanja) kategorije „E“ iz vanbilansa u bilans, počev od 2013.

Negativan jaz između racija i trenda se povećavao tokom 2014, tj. nivo kredita je ispod linije dugoročnog trenda, što ukazuje na potrebu za ublažavanjem situacije na tržištu kroz stimulaciju aktivnosti regulativom i/ili mjerama koje će pozitivno uticati na očekivanja u privredi. Uz pomenuta ograničenja ovog alata, simulacija pokazuje da u periodu nakon kraja četvrtog kvartala 2014, po ovom osnovu, nema potrebe za uvođenjem restriktivnih mjera od strane nadležnih vlasti.

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

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

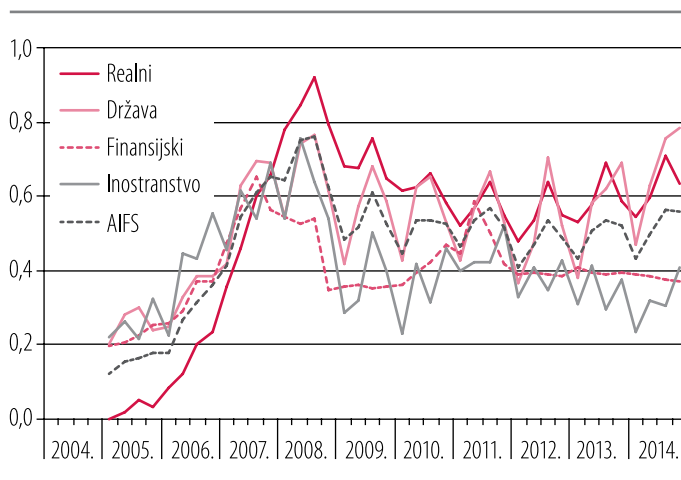
5.2. Agregatni indeks finansijske stabilnosti

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

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

Sa grafika br. 17 se može vidjeti da je agregatni indeks finansijske stabilnosti tokom 2014. bio na višem nivou u odnosu na 2013.

Grafik br. 17 – AIFS i podindeksi stabilnosti



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

METODOLOŠKE NAPOMENE: Kalkulacija AIFS-a: Prvo se ekspertskom procjenom iz uporednih iskustava, ili na drugi način, odrede varijable koje će ući u njegov sastav. Zatim se nekom od raspoloživih tehnika uradi tzv. standardizacija (normalizacija) varijabli, budući da su one u izvornom obliku izražene u različitim mjernim jedinicama. Na kraju, nađe se prosjek tako standardizovanih varijabli, prosti, ili ponderisani, tj. određen drugim statističko-ekonometrijskim tehnikama. Ovdje je konverzija, tj. normalizacija, izvršena putem formule $x_n = (x - \min) / (\max - \min)$, a agregatni indeks je izračunat kao prosti prosjek tako konvertovanih vrijednosti²⁴. Pored zbirnog indeksa, izračunata su četiri podindeksa.

AIFS treba posmatrati u kontekstu barem tri grupe ograničenja. Prvo, vremenske serije su prilično kratke. Drugo, vidljiv je jak uticaj sezonske komponente i kod agregatnog i kod podindeksa, kao direktna posljedica sezonske prirode crnogorske ekonomije. Treće, AIFS je relativno više okrenut prema prošlosti, nego ka budućnosti, odnosno više ukazuje stanje, a ne buduća kretanja.

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

6. OCJENA STABILNOSTI FINANSIJSKOG SISTEMA

6.1. Ocjena stabilnosti finansijskog sistema

Ocjena finansijske stabilnosti u 2014. godini je umjereno stabilna, uz prisustvo određenih rizika koji imaju negativan uticaj na pojedine ranjivosti sistema.

Bankarski sistem je, kao dominantan dio finansijskog sistema u Crnoj Gori, stabilan. Finansijski rezultat na agregatnom nivou je pozitivan, a likvidnost i solventnost su poboljšane u odnosu na prethodnu godinu. U jednogodišnjem uporednom periodu, rast bilježe: ukupna aktiva, depoziti i kapital. Banke u 2014. godini nastavljaju sa politikom obazrivog kreditiranja i oslanjaju se pretežno na sopstvena likvidna sredstva. Ovakva politika banaka je opravdana sa aspekta kreditnog rizika, međutim, pretjerana nesklonost ka preuzimanju rizika može ograničiti bankarski potencijal za finansiranje privredne aktivnosti i posljedično usporiti oporavak. Depoziti banaka premašuju nivo kreditnih aktivnosti, što rezultira koeficijentom kredita u odnosu na depozite od 95%. Ukupni krediti i potraživanja banaka tokom 2014. godine zadržavaju negativan trend, što predstavlja pad od 1,25% u odnosu na prethodnu godinu. Parametri kvaliteta aktive tokom 2014. godine bilježe poboljšanje, što pozitivno utiče na stabilnost sistema, ali učešće nekvalitetnih kredita u ukupnim kreditima je i dalje visoko (16,8%), što upravo uslovljava oprez ka novom kreditiranju. Aktivne kamatne stope su i dalje visoke i predstavljaju barijeru ka dinamičnijem oporavku.

Treba naglasiti da su u 2014. godini, u dijelu međunarodnog okruženja prisutni negativni trendovi. Naime, situacija u zemljama regiona i Rusiji, koje su glavni trgovinski i turistički partneri Crne Gore, nije optimistična. Za Crnu Goru, najosjetljivija karika tog partnerstva su, dijelom, i tokovi kapitala, tj. strane investicije, gdje se za sada, još uvijek, ne prelijeva negativni uticaj. Sa aspekta turizma je slična tendencija.

Kretanja u domaćem makrookruženju su bila nešto slabija u odnosu na 2013. godinu. Izostanak velikih stranih direktnih investicija u 2014. godini uticaće na umjereniju stopu rasta BDP-a u 2014. godini. Predviđa se da će se rizik realnog sektora smanjiti, usljed najavljenih investicija u sektoru saobraćaja, turizma i energetike, što će kroz direktne i multiplikativne efekte investiranja podstaći rast BDP-a.

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

Stanje u državnom budžetu je bilo stabilno. Međutim, ostaje rizik visokog nivoa javnog duga, što negativno utiče na stabilnost, naročito u srednjem i dugom roku, zbog rizika njegovog finansiranja. U 2014. godini izdaci budžeta i državni dug su blago porasli, dok je deficit budžeta manji za 113,3 miliona eura u odnosu na prethodnu godinu. Prihodi bužeta, sa druge strane, su porasli za 8,7%. Na povećanje deficita budžeta Crne Gore i državnog duga u narednom periodu uticaće zaduženje države radi obezbjeđenja potrebnih sredstava za izgradnju dionice autoputa Smokovac-Mateševo. S tim u vezi, u 2014. godini usvojena je reforma koja ima za cilj povećanje održivosti javnih finansija, ograničenje rasta javnog duga i smanjenje poreskog opterećenja. Takođe, Zakon o budžetu i fiskalnoj odgovornosti, usvojen u 2014. godini, ima za cilj konsolidaciju javnih finansija i postizanje fiskalnog prostora za dodatnu investicionu potrošnju.

U sektoru osiguranja situacija je stabilna, iako i dalje uz očiglednu dominaciju obaveznih oblika osiguranja. Može se ocijeniti da postoji veliki prostor za dalji razvoj ovog sektora što će pozitivno uticati na strabilnost sistema u narednom periodu.

Na tržištu kapitala su prisutna blaga poboljšanja, ali ovo tržište i dalje ne funkcioniše na zadovoljavajući način kao odraz niske likvidnosti i slabog oporavka privrednih subjekata i stanovništva. Ipak, već se određeno vrijeme čini da je toliki pesimizam neopravdan, i da su, bez obzira na sve, cijene nekih hartija nerealno niske, što je nepoželjno stanje gledano iz ugla makroekonomske i finansijske stabilnosti.

U tabeli br. 6 data je ocjena ključnih rizika sistema, na osnovu kojih je urađena procjena stabilnosti ukupnog sistema.

Tabela br. 6 – Ocjena ključnih rizika u sistemu

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

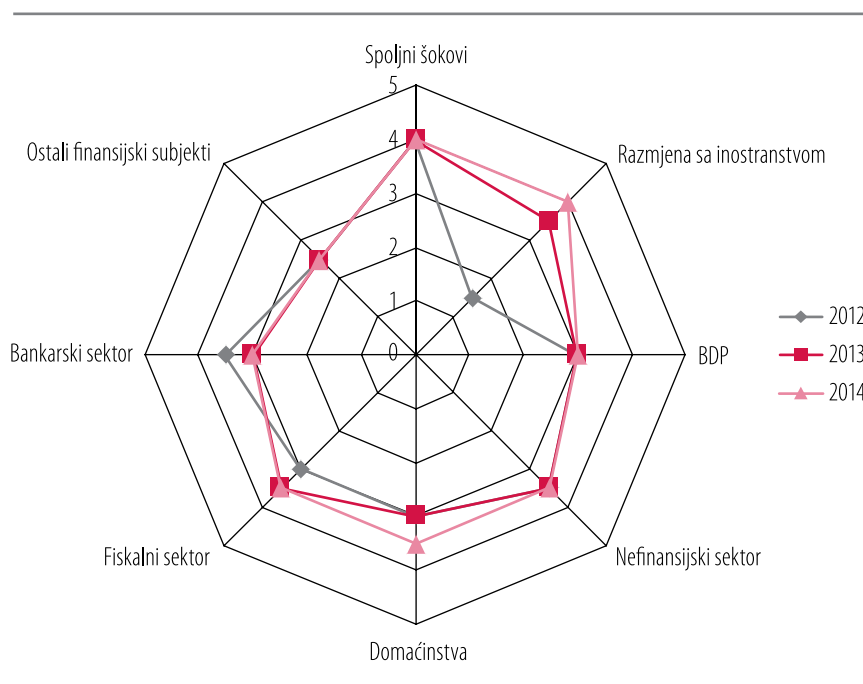
Ocjena trenutne finansijske stabilnosti i izvora rizika po stanje finansijske stabilnosti u Crnoj Gori, prikazana je mrežnim dijagramom. (grafik br. 18)

Kao što je prikazano na grafiku, stanje finansijske stabilnosti, odnosno makrostabilnosti, blago je pogoršano u odnosu na 2013. godinu.

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

prelivanje svih ovih događaja i usporava oporavak i privrede. Segment razmjene sa inostranstvom nosi značajne rizike, i bilježi blago pogoršanje u 2014. u odnosu na 2013, primarno zbog rasta spoljno-trgovinskog deficita, nastalog smanjenjem izvoza.

Grafik br. 18 – Mrežni dijagram finansijske stabilnosti, trogodišnji period, stanje na kraju godine



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

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

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

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

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

6.2. Indikatori finansijske stabilnosti

6.2.1. Sektor inostranstvo

6.2.1.1. Međunarodno okruženje

Tabela br. 7 - Indikatori ocjene međunarodnog okruženja

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
BDP Eurozone	Z (2010)= 0,475	- Godišnja stopa rasta	2010= 1,79%
	Z (2011)= 0,392		2011= 1,61%
	Z(2012)= -0,755		2012= -0,68%
	Z(2013)= -0,645		2013=-0,46%
	Z(2014)= -0,002		2014= 0,83%
BDP glavnih trgovinskih partnera	Z (2010)= 0,331	- Ponderisani prosjek stope rasta BDP-a zemalja koje su glavni trgovinski partneri (učesće u ukupnoj trgovini po zemljama)	2010= 0,95%
	Z (2011)= -0,140		2011= 0,33%
	Z(2012)= -1,401		2012= -1,34%
	Z(2013)= - 0,170		2013= 0,29%
	Z(2014)= - 0,351		2014= 0,05%
BDP glavnih turističkih tržišta	Z (2010)= -0,265	- Ponderisani prosjek stope rasta BDP-a zemalja koje su glavni turistički partneri (učesće u broju turista po zemljama)	2010= 1,02%
	Z (2011)= -0,168		2011= 1,19%
	Z (2012)= -0,665		2012= 0,29%
	Z (2013)= -0,194		2013=1,15%
	Z (2014)= -0,827		2014=-0,01%
4 Cijena aluminijuma	Z (2010)= 0,120	- Indeks sa bazom u 2005. godini	2010= 114
	Z (2011)= 0,749		2011= 126
	Z (2012)= -0,296		2012= 106,4
	Z(2013)= -0,779		2013= 97,2
	Z(2014)=-0,629		2014= 100,1
Inflacija u Eurozoni	Z (2010)= -0,292	- Godišnji prosjek	2010= 1,6
	Z (2011)= 0,707		2011= 2,5
	Z (2012)= 0,690		2012= 2,5
	Z(2013)=-0,655		2013=1,3
	Z(2014)=-1, 553		2014= 0,5
Strane direktne investicije Centralna i Istočna Evropa	Z (2010)= -0,751	- Godišnja stopa rasta	2010= -20%
	Z (2011)= 0,853		2011= 59%
	Z (2012)= -1,187		2012= -41%
	Z(2013)=-0,269		2013=-4,15%
	Z (2014)= 0,319		2014= 33%
Cijena goriva	Z (2010)= 0,559	- Godišnja stopa rasta	2010= 27,4%
	Z (2011)= 0,745		2011= 31,6%
	Z (2012)= -0,601		2012= 0,96%
	Z(2013)=-0,682		2013=-0,89%
	Z(2014)=-0,698		2014=-1,26%

Izvor: MMF

Rizik međunarodnog okruženja ocijenjen je sa 4, kao i prethodne godine. Zemlje EU u većini slučajeva su ostvarivale slabe stope ekonomskog rasta, mada u poređenju sa 2013. godinom ove stope bilježe blagi rast. Evropske institucije imaju velika očekivanja od nekonvencionalnih mjera kvantitativnog popuštanja ECB-a koje bi trebalo da utiču na rast i oživljavanje slabe ekonomske aktivnosti u zemljama EU. Od glavnih trgovinskih i turističkih partnera s pozitivnim stopama rasta u 2014. godini izdvaja se Njemačka.

Grčka bilježi oporavak ekonomije, dok Italija ima i dalje negativne stope ekonomskog rasta. Od zemalja van Eurozone, Rusija i Bosna i Hercegovina su zabilježile smanjenje ekonomske aktivnosti, dok je Srbija ostvarila negativne stope rasta. Cijena aluminijuma je ostvarila rast u odnosu na prethodnu godinu, dok je cijena goriva na svjetskom tržištu zabilježila pad. Ovaj pad naročito se negativno odrazio na ekonomiju Rusije, što je rezultiralo naglom depresijacijom rublje. Pad cijena energenata dodatno je ojačao deflatorne pritiske koji su rezultirali smanjenjem stope inflacije na 0,5% u decembru 2014. godine. Strane direktne investicije u zemljama centralne i jugoistočne Evrope su bile na višem nivou u odnosu na prethodnu godinu. Odsustvo većine pozitivnih kretanja u međunarodnom okruženju znači i odsustvo pozitivnih eksternih impulsa na ekonomiju u Crnoj Gori. Dodatno, situacija u Rusiji kao jednom od glavnih turističkih partnera Crne Gore, može negativno uticati na pozitivne efekte od turističke sezone. Shodno tome, u narednom periodu Crna Gora mora jačati efikasnost i konkurentne sposobnosti ekonomije.

6.2.1.2. Razmjena robe, usluga i kapitala sa inostranstvom

Tabela br. 8 - Indikatori ocjene eksternog sektora

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
Saldo tekućeg računa	Z (2010)= - 0,718	- Godišnja stopa rasta (pozitivnom promjenom se smatra negativna godišnja stopa rasta – smanjenje deficita)	2010= - 14,46%
	Z (2011)= - 0,799		2011= - 19,27%
	Z (2012)= -0,431		2012=2,49%
	Z(2013)=-0,764		2013=-17,19%
	Z(2014)=-0,356		2014= 6,94%
Tekući transferi	Z (2010)= 0,470	- Godišnja stopa rasta	2010= 34,00%
	Z (2011)= -0,244		2011= 2,56%
	Z (2012)= 0,049		2012=15,47%
	Z (2013)= -0,507		2013=-9,05%
	Z (2014)= -0,464		2014= -7,16%
Faktorski dohoci	Z (2010)= - 2,697	- Godišnja stopa rasta	2010= -504%
	Z (2011)= - 0,969		2011= -221%
	Z (2012)= 1,017		2012= 105%
	Z (2013)= 0,511		2013=22%
	Z (2014)= 0,195		2014= -30%
Strane direktne investicije	Z (2010)= -0,592	- Godišnja stopa rasta	2010= -48,23%
	Z (2011)= -0,498		2011= -29,52%
	Z(2012)=-0,256		2012=18,63%
	Z(2013)=-0,500		2013=-29,83%
	Z (2014)= -0,303		2014= 9,28%
Portfolio investicije	Z (2010)= -1,937	- Godišnja stopa rasta	2010= - 557%
	Z (2011)= 0,039		2011= - 22%
	Z (2012)= -0,310		2012= -117%
	Z (2013)= -0,877		2013=-270%
	Z (2014)= 0,495		2014=101%
Otplata duga nerezidentima/BDP	Z (2010)= -0,09	- Godišnja stopa rasta učešća otplate duga nerezidentima u BDP (pozitivnom promjenom se smatra negativna godišnja stopa rasta – smanjenje učešća otplate duga u BDP)	2010= 67,88%
	Z (2011)= - 0,40		2011= 27,33%
	Z (2012)= - 0,64		2012=- 4,45%
	Z (2013)= - 0,50		2013=14,68%
	Z (2014)= 0,82		2014= 187,95%
Neto strana aktiva	Z (2010)= -0,237	- Godišnja stopa rasta (pozitivnom promjenom se smatra negativna godišnja stopa rasta – smanjenje neto strane aktive odnosno)	2010= -25%
	Z (2011)= - 0,258		2011= -35%
	Z (2012)= - 0,303		2012= -55%
	Z (2013)= - 0,173		2013=4%
	Z (2014)= - 0,303		2014=-55%

Izvor: Centralna banka Crne Gore i Ministarstvo finansija

Rizik razmjene roba, usluga i kapitala sa inostranstvom ocijenjen je sa 4. U toku 2014. godine došlo je do pogoršanja salda tekućeg računa. Naime, tokom 2014. godine deficit tekućeg računa platnog bilansa, u poređenju sa prethodnom godinom, bio je veći za 6,9%. Povećanje deficita tekućeg računa rezultat je povećanja spoljnotrgovinskog deficita, kao i pada suficita na računima primarnih i sekundarnih dohodaka. Deficit tekućeg računa je u većoj mjeri finansiran neto prilivom SDI.

Na računu faktorskih dohodaka u 2014. godini ostvaren je suficit. Ipak, suficit je za 30% manji nego u istom periodu prethodne godine. Na smanjenje suficita najveći uticaj je imalo povećanje odliva po osnovu isplaćenih dividendi i kompenzacija zaposlenih u poređenju sa prethodnom godinom. Smanjenje suficita (od 7%) u odnosu na prethodnu godinu zabilježeno je i na računu sekundarnih dohodaka, odnosno tekućih transfera, uglavnom zbog povećanja odliva po osnovu transfera u inostranstvo.

Nakon pada stranih direktnih investicija u 2013. godini, tokom 2014. godine zabilježeno je povećanje stranih direktnih investicija za 9%. U strukturi ukupnog priliva SDI, investicije u kompanije čine 16,1%, ulaganja u nekretnine 36,3%, dok se na interkompanijski dug odnosilo 46,2% ulaganja. Priliv SDI u formi interkompanijskog duga veći je za 22% u odnosu na 2013. godinu.

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

Dugoročno posmatrano, neto strana aktiva crnogorskih banaka je negativna (crnogorski bankarski sektor ima neto dugovanja prema nerezidentima). Najveći nivo tih neto dugovanja je bio dostignut u toku 2008. godine. Kratkoročni trendovi su od 2009-2012. godine pokazivali pozitivne tendencije u kretanju neto strane aktive (smanjenje neto strane aktive), dok je u toku 2013. godine došlo do pogoršanja, tj. povećanja nivoa strane aktive banaka. Međutim, u 2014. godini zabilježeno je značajno smanjenje nivoa neto strane aktive banaka za 55%, što značajno doprinosi smanjenju nestabilnosti finansijskog sistema.

6.2.2. Realni sektor

6.2.2.1 Realni sektor

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

Tabela br. 9 - Indikatori ocjene realnog sektora

Rizik	Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
3	Kretanje BDP-a	Z (2010)= -0,13 Z (2011)= -0,20 Z (2012)= -1,38 Z(2013)= 0,07 Z(2014)= -0,25	Realna stopa rasta BDP-a	2010= 2,5% 2011= 2,2% 2012= -2,5% 2013= 3,3% 2014(p)= 2,0%
	Struktura BDP-a	Prosjek 2013	Struktura BDP-a po namjeni	56% BDP-a stvara se tržišnom proizvodnjom 26% BDP-a stvara se netržišnom proizvodnjom 18% neto porezi
	Kretanje industrijske proizvodnje	Z (2010)= 1,48 Z (2011)= -0,63 Z(2012)= -0,39 Z(2013)= 0,96 Z(2014)= -0,72	Godišnji rast industrijske proizvodnje	2010= 17,5% 2011= -10,2% 2012= -7,1% 2013= 10,6% 2014= -11,4%
	Kretanje turizma	Z (2010)= -0,43 Z (2011)= 0,23 Z(2012)= -0,59 Z(2013)= -0,80 Z(2014)= -0,99	Godišnji rast ostvarenih noćenja	2010= 5,5% 2011= 10,2% 2012= 4,3% 2013= 2,8% 2014= 1,5%
	Kretanje građevinarstva	Z (2010)= 0,41 Z (2011)= 0,28 Z(2012)= -0,98 Z(2013)= 0,23 Z(2014)= -0,18	Godišnji rast građevinarske aktivnosti	2010= 13,1% 2011= 10,7% 2012= -13,2% 2013= 9,7% 2014= 2%

Napomena: (p) - preliminarni podatak. Institucionalna jedinica koja sa sopstvenim prihodima pokriva 50% troškova se smatra tržišnim proizvođačem.

Izvor: Centralna banka Crne Gore, Monstat.

Procjenjuje se da je rizik realnog sektora na nivou prošlogodišnje ocjene 3. Na datu procjenu utiče:

- značajna zavisnost BDP-a od stranih direktnih investicija.
- značajno učešće netržišne proizvodnje u strukturi BDP-a, koje prema posljednjim raspoloživim podacima iznosi 26%. Učešće tržišne proizvodnje u strukturi BDP-a u 2013. godini se smanjilo za 2,1 p.p u odnosu na prethodnu godinu. Netržišnu proizvodnju pokreće potreba za potrošnjom, ali ne i za profitom. Samo povratni krug od profita do proizvodnje, dovodi do dinamičnijeg rasta i veće proizvodnje, koju pokreće ne samo potreba za potrošnjom, već i za profitom i novim investiranjem.
- slabiji rast u sektoru industrije, građevinarstva i turizma, koji prema posljednjim raspoloživim podacima čine 20,2% BDP-a. Turizam bilježi kontinuitet rasta i u 2014. godini, ali umjereniji u odnosu na prethodni period. Industrijska proizvodnja bilježi pad od 11,4% u 2014. godini. Godišnja stopa rasta vrijednosti građevinarskih radova veoma je varijabilna i u 2014. godini iznosi 2%, što je za 7,7 p.p manje u odnosu na rast ostvaren u prethodnoj godinu.

Predviđa se da će se rizik realnog sektora smanjiti, usljed najavljenih investicija u sektoru saobraćaja, turizma i energetike, što će podstaći rast BDP-a. Takođe, modelska procjena Centralne banke Crne Gore

i prognoze Ministarstva finansija Crne Gore i međunarodnih institucija (EBRD-a, MMF-a, UN, Vienna Institute i Evropska Komisija) ukazuju na višu stopu rast BDP-a u 2015. godini.

6.2.2.2. Nefinansijski sektor

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

Tabela br. 10 - Indikatori ocjene nefinansijskog sektora

	Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
3+	Krediti nefinansijskog sektora	Z(2010)= -0,77	Godišnja stopa rasta	2010= -9,4%
		Z(2011)= -0,97		2011= -22,8%
		Z(2012)= -0,56		2012= -3,9%
		Z(2013)= -0,47		2013= 1,9%
		Z(2014)= -0,56		2014= -4%
	Depoziti nefinansijskog sektora	Z(2010)= -0,93	Godišnja stopa rasta	2010= -16,8%
		Z(2011)= -0,43		2011= 6,2%
		Z(2012)= -0,34		2012= 10,3%
		Z(2013)= -0,46		2013= 4,7%
Investicije u osnovna sredstva	Z(2014)= -0,12	Godišnji rast investicija	2014= 20,2%	
	Z(2010)= -1,01		2010= -10,3%	
	Z(2011)= -1,18		2011= -14,3%	
	Z(2012)= -0,95		2012= -8,9%	
		Z(2013)= -0,42	2013= +3,2%	

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

Izvor: Centralna banka Crne Gore.

Ocijenjeni rizik nefinansijskog sektora iznosi 3,5 što je na nivou ocjene iz prethodne godine. Na datu procjenu rizika utiče:

- pozitivna stopa rasta investicione aktivnosti u osnovna sredstva u 2013. godini, po prvi put nakon pada iz 2009. godine.
- značajan rast likvidnih sredstava (depozita) i pad kredita nefinansijskog sektora u 2014. godini.
- opadajući trend rasta industrijske proizvodnje. Pad industrijske proizvodnje od 11,4% u 2014. godini rezultat je pada proizvodnje prerađivačke industrije od 6,7% kao i pada proizvodnje u sektoru snabdijevanja električnom energijom, gasom i parom od 19,6%.
- umjereniji rast sektora turizma u 2014. godini. Slabiji rast moguć je i u 2015. godini, kao posljedica nepovoljnog geopolitičkog položaja i značajne devalvacije rublje u odnosu na euro (turisti iz Rusije i Ukrajine čine 35,8% noćenja ostvarenih u 2014. godini). Na turizam može pozitivno uticati sve bolji imidž Crne Gore kao turističke destinacije u svijetu, ali i realizacija važnih investicija u sektoru turizma (turistički kompleksi na Kumboru, Mamuli, Luštica i dr.).

Očekivanja su da će se rizik nefinansijskog sektora smanjiti u narednom periodu, prvenstveno zbog očekivanih investicija, ali i drugih faktora. Izgradnja najvećeg infrastrukturnog projekta u Crnoj Gori (dionica autoput Smokovac-Mateševo), čiji se početak očekuje u 2015. godini, može pozitivno uticati na

sektor građevinarstva. Realizacija investicija u oblasti energetike (hidroelektrane, vjetroelektrane i izgradnja podvodnog kabla Italija-Crna Gora) mogu dugoročno povećati proizvodnju električne energije. Takođe, rezultati ankete Centralne banke Crne Gore ukazuju da 48% korporativnog sektora ima plan povećanja obima proizvodnje u 2015. godini, dok 11% očekuje niži obim proizvodnje. Eventualni pad kamatnih stopa na kredite, zbog većih tržišnih pritisaka (usljed povećane konkurencije u bankarskom sektoru) može povećati kreditnu aktivnost i time smanjiti rizik u nefinansijskom sektoru.

6.2.2.3. Domaćinstva

Ocjena rizika sektora domaćinstva zasnovana je na faktorima prikazanim u tabeli 11.

Tabela br. 11 - Indikatori ocjene sektora domaćinstva²⁵

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
3+ Depoziti stanovništva	Z(2010)= -0,55	Godišnja stopa rasta	2010= 12,8%
	Z(2011)= -0,62		2011= 8,6%
	Z(2012)= -0,58		2012= 11%
	Z(2013)= -0,63		2013= 7,9%
	Z(2014)= -0,64		2014= 7,6%
Krediti stanovništva	Z(2010)= -0,71	Godišnja stopa rasta	2010= -6,1%
	Z(2011)= -0,68		2011= -3,5%
	Z(2012)= -0,67		2012= -2,9%
	Z(2013)= -0,49		2013= 8,9%
	Z(2014)= -0,60		2014= 1,4%
Potrošnja domaćinstava	Z (2010)= -0,53	Godišnja stopa rasta	2010= 1,9%
	Z (2011)= -0,35		2011= 4,6%
	Z (2012)= -0,75		2012= -1,3%
	Z(2013)= -0,59		2013= 1%
Zaposlenost	Z(2010)= -2,71	Godišnja stopa	2010= -7,1%
	Z(2011)= -0,23		2011= 0,8%
	Z(2012)= 0,17		2012= 2,1%
	Z(2013)= 0,44		2013= 3,0%
	Z(2014)= -0,10		2014= 1,2%
Stopa nezaposlenosti	Z(2010)= -0,21	Godišnja stopa	2010= 12,1%
	Z(2011)= -0,52		2011= 11,7%
	Z(2012)= 0,26		2012= 12,7%
	Z(2013)= 1,11		2013= 13,9%
	Z(2014)= 1,46		2014= 14,3%
Minimalna potrošačka korpa	Z(2011)= 0,14	Godišnja stopa	2011= 1,5%
	Z(2012)= 1,15		2012= 3,2%
	Z(2013)= 0,01		2013= 1,3%
	Z(2014)= -1,29		2014= -1,0%
Neto zarade	Z(2010)= -0,46	Godišnja stopa	2010= 3,5%
	Z(2011)= -0,73		2011= 1,0%
	Z(2012)= -0,78		2012= 0,6%
	Z(2013)= -0,74		2013= 1,0%
	Z(2014)= -0,90		2014= -0,4%

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

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

²⁵ Pozitivne (negativne) Z vrijednosti predstavljaju rast (pad) rizika u slučaju stope nezaposlenosti i minimalne potrošačke korpe. U slučaju svih ostalih pokazatelja, rast Z vrijednosti predstavlja pad rizika.

Ocijenjeni rizik sektora domaćinstva iznosi 3,5, što je rast od 0,5 p.p. u odnosu na ocjenu rizika prethodne godinu. Na datu procjenu rizika utiče:

- rast likvidne imovine domaćinstava u periodu 2010-2014. godine, mjerene godišnjom promjenom ukupnih depozita stanovništva.
- rast kredita stanovništva u 2013. i 2014. godini. Očekivanja su da će, zbog većeg tržišnog pritiska usljed povećane konkurencije u bankarskom sektoru, kamate na kredite padati. To može pozitivno uticati na nivo kredita stanovništva u narednom periodu.
- rast stope nezaposlenosti. Prosječna stopa nezaposlenosti u 2014. godini iznosi 14,3%, što je rast od 0,5p.p u odnosu na prethodnu godinu.²⁶
- opadajući trend neto zarada. Prosječna neto zarada iznosi 477 eura u 2014. godini. Najveću izloženost ovom riziku imaju domaćinstva zaposlena u sektoru trgovine na veliko i malo, sektoru za administrativne i pomoćne djelatnosti kao i sektoru umjetnosti, zabave i rekreacije, čije su prosječne neto zarade najniže u 2014. godini i iznose 337, 355 i 378 eura, respektivno. Najmanju izloženost riziku imaju zaposleni u sektorima sa najvišom prosječnom neto zaradom i to u sektoru finansijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja (862 eura), zatim u sektoru snabdijevanja električnom energijom (794 eura) i sektoru za informisanje i komunikacije (660 eura).
- visoka vrijednost minimalne potrošačke korpe domaćinstva, koja je u 2014. godini iznosila 793,5 eura. Vrijednost minimalne potrošačke korpe u kontinuitetu raste (osim u 2014. godini, što je rezultat negativne inflacije).

Postojeći projekti mogu smanjiti stopu nezaposlenosti i time uticati na smanjenje rizika domaćinstva u narednom periodu. Vlada je u decembru 2014. godine usvojila Akcioni plan zapošljavanja i razvoja ljudskih resura za 2015. godinu, koji kao krajnji cilj ima povećanje zaposlenosti, odnosno smanjenje nezaposlenosti. Takođe, najavljene investicije u oblasti saobraćaja, energetike i turizma mogu povećati zaposlenost. Ugovorom o izgradnji autoputa Smokovac-Mateševo, predviđeno je da 30% radne snage bude iz Crne Gore, što će smanjiti nezaposlenost. Takođe, modelska procjena Centralne banke Crne Gore ukazuje na blagi rast zarada od 1% i pad nezaposlenosti od 0,7 p.p u 2015. godini. S druge strane, rezultati anketa Centralne banke ukazuju da će zaposlenost i zarade većeg dijela korporativnog sektora u 2015. godini ostati na istom nivou kao i u 2014. godini.

²⁶ Izvor date stope nezaposlenosti je Zavod za zapošljavanje. Prosječna stopa nezaposlenosti prema Monstatu za prva tri kvartala 2014. godine iznosi 18%.

6.3. Fiskalni sektor

Tabela br. 12 - Indikatori ocjene fiskalnog sektora²⁷

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
3+ Prihodi budžeta	Z(2010)= -1,40	Godišnja stopa rasta izvornih prihoda države	2010= -2,5%
	Z(2011)= -1,24		2011= -1,0%
	Z(2012)= -1,21		2012= -0,7%
	Z(2013)= 0,00		2013= 10,9%
	Z(2014)= -0,23		2014(p)= 8,7%
Izdaci bužeta	Z(2010)= -1,23	Godišnja stopa rasta izdataka budžeta	2010= -3,7%
	Z(2011)= -0,39		2011= 5,3%
	Z(2012)= -0,77		2012= 1,1%
	Z(2013)= -0,10		2013= 8,3%
	Z(2014)= -0,82		2014(p)= 0,7%
Deficit/suficit budžeta	Z (2010)= 0,28	Vrijednost deficita u mil. eura	2010= -112,5 mil. eura
	Z (2011)= 0,57		2011= -189,7 mil. eura
	Z(2012)= 0,38		2012= -212,9 mil. eura
	Z(2013)= 0,34		2013= -215,8 mil. eura
	Z(2014)= 0,15		2014(p)= -102,5 mil. eura
Državni dug	Z(2010)= 0,34	Godišnja stopa rasta stanja državnog duga	2010= 11,45%
	Z(2011)= 0,67		2011= 16,75%
	Z(2012)= 0,53		2012= 14,6%
	Z(2013)= 0,48		2013= 13,8%
	Z(2014)= -0,35		2014= 0,4%
Penzije	Z(2010)= -0,79	Godišnja stopa rasta izdataka za penzije	2010= 2,3%
	Z(2011)= -0,29		2011= 7,7%
	Z(2012)= -0,41		2012= 6,3%
	Z(2013)= -0,91		2013= 1,1%
	Z(2014)= -0,98		2014= 0,3%

Napomena: (p)- procjena.

Izvor: Centralna banka Crne Gore, Ministarstvo finansija

Ocijenjeni rizik fiskalnog sektora iznosi 3,5, što je na nivou prošlogodišnje procjene. Na procjenu rizika uticali su sljedeći faktori:

- trend rasta državnog duga. U decembru 2014. godine državni dug iznosio je 2.022,2 miliona eura, što predstavlja 59,6% BDP. U strukturi državnog duga 80% čini spoljni dug. Na značajno povećanje duga utiće zaduženje države kod kineske Exim banke u iznosu od 688,16 miliona eura, radi obezbjeđenja 85% potrebnih sredstava za izgradnju dionice autoputa Smokovac-Mateševo. Kredit je zaključen u US dolarima na period od 20 godina, uz grejs period od šest godina i kamatnu stopu od 2%. S druge strane, odluka o primjeni nekonvencionalne mjere monetarne politike ECB-a (kvantitativno popuštanje) utiće na pad kursa euro/dolar. Ministarstvo finansija očekuje da će državni dug, kao posljedica zaduženja, činiti 69,9% BDP-a u 2018. godini (što prevazilazi Mastroitski kriterijum od 60%), nakon čega će se ovaj iznos smanjivati.
- rast budžetskih prihoda u 2013. i 2014. godini. Rastu budžetskih prihoda u 2014. godini najviše su doprinijeli rast poreza (10,3%) i doprinosa (11,5%). Bolja naplata poreza ukazuje i na smanjene sive

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

- ekonomije u Crnoj Gori. Rast budžetskih prihoda se može nastaviti, s obzirom na to da je Vlada Crne Gore najavila uvođenje akciza i taksi na gorivo, gazirana pića, alkohol i duvan u 2015. godini.
- trend rasta budžetskih izdataka. U 2014. godini na rast izdataka uticao je rast tekućih budžetskih izdataka (14,2%), transfera za socijalnu zaštitu (1,9%) kao i rast transfera institucijama, pojedincima, nevladinom i javnom sektoru (5%).
 - pad deficita budžeta od 113,3 miliona eura u odnosu na prethodnu godinu, što je pad od 52,5% na godišnjem nivou.
 - slabiji rast izdataka za penzije u 2014. godini (prava iz oblasti penzijskog i invalidskog osiguranja) zbog rasta doprinosa za penzijsko i invalidsko osiguranje od 11,6% na godišnjem nivou.
 - donošenje Zakona o budžetu i fiskalnoj odgovornosti u 2014. godini, koji ima za cilj konsolidaciju javnih finansija kao i postizanje fiskalnog prostora za dodatnu investicionu potrošnju.
 - poreska reforma usvojena u decembru 2014. godine (definisana dokumentom *Analiza pojedinih aspekata poreske politike-perspektive za reforme*), koja za cilj ima povećanje održivosti javnih finansija, ograničenje rasta javnog duga i smanjenje poreskog opterećenja. Usvojena reforma će podržati rast, ali i unapređenje investicionog ambijenta i konkurentnost ekonomije.

6.4. Finansijski sistem

6.4.1. Bankarski sektor

Tabela br. 13 - Indikatori ocjene bankarskog sektora

	Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
3	Rezervacije kao % NPL-a	Z (2010)=-1,381 Z (2011)=-1,256 Z (2012)=-0,816 Z(2013)=-0,551* Z(2014)=-0,474	Godišnja stopa rasta racia rezervacije u % NPL-a	2010=-33,73% 2011= 6,84 % 2012= 22,56% 2013=11,08% 2014= 2,93%
	Bruto profit kao % prosječne aktive (stabilizacija)	Z (2010)= -2,170 Z (2011)= 0,129 Z (2012)= -1,522 Z(2013) = 0,285 Z (2014)= 0,897	Godišnja stopa rasta racija bruto profita kao % prosječne aktive (ROAA)	2009= 7,40 % 2010= 354,43% 2011=- 97,80% 2012= 3200% 2013=-106,12% 2014= 586,96%
	Likvidna aktiva kao % ukupne aktive (stabilizacija)	Z (2010)= -0,787 Z (2011)= -1,122 Z (2012)= 0,440** Z(2013)= 0,173 Z(2014)= 0,515	Godišnja stopa rasta racija likvidna aktiva kao % ukupne aktive	2010= 18,68 % 2011= -15,97% 2012= 38,65% 2013= 25,04% 2014= 11,21%

Izvor: Centralna banka Crne Gore

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

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

Rizik bankarskog sektora, kao i prethodne godine, ocjenjen je sa 3. Rizik solventnosti je analiziran preko racija rezervacija u odnosu na nivo NPL-a (nekvalitetnih kredita). Racio rezervacija u odnosu na nivo NPL-a predstavlja kapacitet banke da podnese i podrži gubitak usljed nekvalitetnih kredita (neservisiranja ili neurednog servisiranja obaveza). Dugoročno posmatrano, solventnost banaka je stabilna, mada se još uvijek nije vratila na nivo prije krize. Značajno učešće NPL-a je dalje prisutno u bankarskom sektoru. Rizik likvidnosti, mjereno preko racija likvidna aktiva kao procenat ukupne aktive, je povećan jer je udio likvidne aktive povećan na nivo od 22,2%. Povećanje štednje i redukovano kreditiranje u velikoj mjeri su doprinijeli smanjenju rizika. Likvidnost u bankarskom sektoru je visoka, ali određenu dozu rizika nosi činjenica da i dalje nema značajnijeg oporavka realnog sektora. Pokazatelj profitabilnosti izražen odnosom bruto prinosa u prosječnoj aktivni, nastavlja pozitivan trend započet u 2013. godini, nakon petogodišnjih negativnih tendencija.

6.4.2. Ostali finansijski subjekti

Tabela br. 14 - Indikatori ocjene ostalih finansijskih subjekata

Indikatori	Z	Varijable ocjene rizika	Vrijednosti
2+ Tržišna kapitalizacija	Z (2010)= -0,502	Godišnja stopa rasta tržišne kapitalizacije	2010= -5%
	Z (2011)= -0,371		2011= 1%
	Z(2012)= -0,251		2012= 6 %
	Z(2013)=-0,436		2013=-2%
	Z (2014)= -0,577		2014= 9%
Ukupna aktiva ostalih finansijskih subjekata	Z (2010)= -0,460	Godišnja stopa rasta aktive ostalih finansijskih subjekata	2010= -6,90%
	Z (2011)= -1,203		2011= -62,57 %
	Z(2012)= -0,774		2012= -30,44 %
	Z(2013)=-0,683		2013=-23,63%
	Z (2014)=-0,255		2014= 8,46% ²⁸
Ukupna aktiva osiguravajućih kuća	Z (2010)= -0,035	Godišnja stopa rasta aktive osiguravajućih kuća	2010= 15,86 %
	Z (2011)= -0,374		2011= 10,93 %
	Z(2012)= -0,781		2012= 5,04 %
	Z(2013)=-0,483		2013=9,91%
	Z (2014)= -0,516		2014= 8,87 %
MONEX20	Z (2010)= -0,492	Godišnja stopa rasta indeksa MONEX20	2010= 1,13 %
	Z (2011)= -0,841		2011= -32,77 %
	Z(2012)= -0,445		2012= 5,63%
	Z(2013)=-0,503		2013=0,002%
	Z (2014)= -0,346		2014= 15,29%
MONEXPIF	Z (2010)= -0,618	Godišnja stopa rasta indeksa MONEXPIF	2010= -14,05 %
	Z (2011)= -0,754		2011= -34,21 %
	Z(2012)= -0,653		2012= -19,31 %
	Z(2013)=-0,529		2013=-0,86%
	Z (2014)= -0,597		2014= -10,99 %

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

Rizik koji se odnosi na ostale finansijske subjekte je na istom nivou kao i tokom prethodnog perioda. Aktiva osiguravajućih kuća je zabilježila rast, baš kao i aktiva ostalih finansijskih subjekata. Došlo je do pada tržišne kapitalizacije. Kompanijski indeks MONEX20 je zabilježio rast, dok je indeks fondova MONEXPIF ostvario pad. Rizici tržišta kapitala i tržišta osiguranja, slično kao i prethodne godine, generisani su prvenstveno smanjenjem ekonomske aktivnosti u inostranstvu i smanjenjem domicilne likvidnosti.

²⁸ Procjena rasta aktive ostalih finansijskih institucija, rađena na osnovu tri kvartala 2014. godine, jer je rok za dostavljanje godišnjih finansijskih izvještaja 30.04.2015. godine.

7. ZAKLJUČAK

Savjet je zaključio da je finansijska stabilnost na kraju 2014. godine na zadovoljavajućem nivou, a rizici umjereni. Takođe, Savjet je zaključio da se i u 2015. godini mora voditi ekonomska politika usmjerena na rast i oporavak, nastaviti sa racionalizacijama u tekućoj potrošnji u javnom sektoru i izvršiti strukturne reforme, kako bi se oslobodili potencijali rasta privrede. Na ovaj način, kroz smanjenje rizika, na prvom mjestu u realnoj ekonomiji, doći će do pozitivnog uticaja na ukupnu finansijsku, odnosno makroekonomsku stabilnost sistema.

PRILOG 1: Pregled finansijskog tržišta u Crnoj Gori

CRNA GORA							
Ekonomija				FINANSIJE - Bankarski sektor			
BDP	2012.	2013.	2014.	Broj banaka	2012.	2013.	2014.
Ukupno, u 000 eura	3.149	3.327,1	3.393,0	Broj	11	11	12
Godišnja promjena u %	-2,5	3,3*	2,0	Godišnja promjena u %	0	0	9,09
Inflacija				od kojih supsidijarnih banaka			
Godišnja stopa u decembru, u %	5,1	0,3	-0,3	Broj	6	6	6
Nezaposlenost				Broj ekspozitura			
Stopa nezaposlenosti, u %	13,4	14,88	14,95	Broj	193	203	200
Godišnja promjena u %	2,02	10,74	0,50	Godišnja promjena u %	1,05	5,18	-1,48
Budžetski deficit**				Broj ATM			
Ukupno, u % BDP-a	-6,76	-6,49	-3,02	Broj	350	361	359
Godišnja promjena u %	12,2	-1,4	-52,5	Godišnja promjena u %	5,42	3,14	-0,55
Javni dug**				Ukupna aktiva			
Ukupno, u % BDP-a	54	58,1	57,2***	Ukupno, u 000 eura	2.808.283	2.959.240	3.136.257
Godišnja promjena u %	14,6	13,8	0,4	Godišnja promjena u %	-0,05	5,38	5,98
Deficit tekućeg računa				Ukupni krediti			
Ukupno, % BDP-a	18,7%	14,6%	15,3%****	Ukupno, u 000 eura	2.341.978	2.413.979	2.367.178
Godišnja promjena u %	2,5%	-17,2%	6,9%	Godišnja promjena u %	-0,73	3,07	-1,94
SDI-neto				Ukupni depoziti			
Ukupno, u 000 eura	461.591	323.879	353.940****	Ukupno, u 000 eura	1.980.718	2.097.704	2.308.149
Godišnja promjena u %	18,6%	-29,8%	9,3%	Godišnja promjena u %	9,01	5,91	10,03
				Koeficijent solventnosti			
				Ukupno, u %	14,71	14,44	16,18
				Godišnja promjena u p.p.	-1,80	-0,27	1,74
				Koeficijent likvidnosti (likvidna aktiva/ukupna aktiva banaka)			
				Ukupno, u %	15,98	19,99	22,23
				Godišnja promjena u p.p.	4,46	4,00	2,24
				Finansijski rezultat			
				Dobitak/gubitak, u 000 eura	-56.529	2,048	23,787

* Izvor Monstat, za 2013. godinu procjena Monstat-a

** Izvor Ministarstvo finansija Crne Gore

*** Podatak za državni dug za 2014. godinu ne sadrži dug lokalnih samouprava, shodno novom Zakonu o budžetu i fiskalnoj odgovornosti.

**** Preliminarni podaci za 2014. godinu.

Metodološka napomena:

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

Koeficijent likvidnosti je odnos likvidne aktive i ukupne aktive.

PRILOG 2: Analiza²⁹ fiskalnih rizika u 2014. godini

1. Uvodne napomene

U otvorenim privredama, u režimu fiksnog deviznog kursa, monetarne vlasti su ograničene u vođenju politike, dok je mandat za ciklično prilagođavanje dat fiskalnoj politici. Ova politika uz, eventualno, instrumente drugih politika, uključujući i makroprudencione mjere, ima ključne poluge za upravljanje ekonomskim ciklusima i ublažavanje uticaja šokova na privredu. Raspoloživost fiskalnih sredstava i niži nivo javnog duga pružaju nadležnim vlastima dovoljno prostora za sprovođenje kontraciklične politike tokom opadanja privredne aktivnosti.

Međutim, tekuća kriza je pokazala da su kapaciteti fiskalnog prostora, takođe, ograničeni. Ova ograničenja postaju snažnija, a rizici izraženiji kada se govori o eurizovanim zemljama, kao što je Crna Gora, gdje nema mogućnosti monetizacije javnog duga, ni korišćenja stabilizacionih fondova Evropske Unije. U takvom okruženju, nakon perioda prvobitne sanacije uticaja krize, fiskalne vlasti se suočavaju sa potrebom dalje konsolidacije svoje fiskalne pozicije, ali isto tako, prioritet dobijaju podsticanje ekonomskog rasta i unapređenje konkurentnosti, kao preduslovi buduće fiskalne stabilnosti privrede. U dugom roku, ova dva cilja su komplementarna, međutim, u srednjem i kratkom roku dolazi do njihove konfrontacije, što uslovljava potrebu preduzimanja adekvatnih aktivnosti radi ostvarenja oba cilja, kako se ne bi ugrozila stabilnost ukupnog sistema.

Crnogorska privreda je prošla kroz desetogodišnji period smjenjivanja privrednog ciklusa, od ekspanzije do recesije, tokom koga je vođena ekonomska politika usaglašena sa datim institucionalnim okvirom i usmjerena na minimiziranje negativnih uticaja vanjskih, ali i unutrašnjih problema. U pomenutom periodu, domaća ekonomija je bila izložena rizicima kreiranim pregrijavanjem agregatne tražnje, cjenovnim mjehurom na tržištu nekretnina i kapitala, kao i rizicima akumuliranim u bankarskom sektoru usljed neadekvatne procjene i kontrole rizika. Sve navedeno se odrazilo na likvidnost i solventnost realnog sektora. Rizik niskog dohotka realnog sektora je trenutno ozbiljan problem sa kojim se crnogorska privreda suočava. Takođe, ni javne finansije nijesu bile izolovane od ovih uticaja. Došlo je do pojave, sada već kontinuiranog višegodišnjeg deficita budžeta, rasta javnog duga, pada garancija, što je sve uzrokovalo potrebu vođenja izuzetno oprezne fiskalne politike, kako se ne bi ugrozili oporavak i konkurentnost i kako bi bila izbjegnuta kriza javnih finansija.

Fiskalna konsolidacija je dala pozitivne rezultate u prethodne dvije godine, te u narednom periodu treba nastaviti sa ovim mjerama, ali paralelno sprovođiti strukturne reforme, naročito one koje će uticati na poboljšanje strukture budžetske potrošnje, kako bi se ostvario cilj fiskalne i finansijske stabilnosti, a to je uravnotežen deficit tekuće potrošnje. Kapitalna potrošnja preuzima kontracikličnu komponentu i treba da služi razvoju.

U ovoj informaciji dat je prikaz fiskalnih rizika u 2014. godini i opisani mehanizmi/mjere korišćeni u pravcu kontrole identifikovanih rizika. Izdvojeni su pojedini rizici koji će biti aktuelni tokom 2015. godine i dat je plan aktivnosti za njihovu kontrolu, odnosno upravljanje istim. Na kraju, u zaključku do-

²⁹ Informacija je urađena na zahtjev skupštinskog Odbora za ekonomiju, finansije i budžet Crne Gore.

kumenta, date su preporuke za vođenje fiskalne politike kako bi se na adekvatan način istaklo koliko je neophodna saradnja svih kreatora politike i regulatora u očuvanju fiskalne stabilnosti, koja u sebi nosi i sidro stabilizacije i finansijske, odnosno ukupne privredne stabilnosti. Ovakav ambijent je jedino podsticajno okruženje za razvoj privredne djelatnosti i konkurentnosti, koji mogu da generišu prosperitet u narednom periodu.

Navođenje fiskalnih rizika ne znači nužno da će se oni i materijalizovati, već znači potrebu njihovog sagledavanja i potrebu da se njima adekvatno upravlja.

2. Fiskalni rizici koji proizilaze iz makroekonomskog ambijenta

U periodu 2005 - 2008. godina Crna Gora je imala izuzetno brz ekonomski rast, koji je bio posljedica brzog rasta i domaće i eksterne tražnje i kreirao je brojne ranjivosti koje su se manifestovale odmah nakon izbijanja globalne finansijske krize.

Uprkos ekonomskom rastu zabilježenom posljednjih godina, crnogorska ekonomija je i dalje vrlo „ranjiva“, posebno zbog njene nediverzifikovanosti, zatim zbog nelikvidnosti realnog sektora, nedovoljne kreditne podrške, trenda povećanja broja pravnih i fizičkih lica u blokadi, kao i dalje izraženog rizika poslovanja. Stoga iz makroekonomskog ambijenta proizilaze brojni potencijalni rizici koji mogu imati fiskalne implikacije. Neki od najvažnijih su:

- **Nedovoljno održivi penzioni i zdravstveni sistem.** Jaz u finansiranju socijalne sigurnosti predstavlja jedan od najvećih fiskalnih izazova, a do njegovog proširenja je došlo usljed ubrzanog povećanja nivoa penzija (iz prethodnog perioda) i rasta broja penzionera, što je uslovalo veliki pritisak na budžet. Takođe, troškovi finansiranja zdravstvenog sistema postaju preveliko opterećenje za javne finansije.
- **Nediverzifikovanost crnogorske ekonomije** predstavlja značajan rizik, jer jednom formirana privredna struktura, protokom vremena, obara efikasnost i koči ekonomski razvoj, ukoliko se kontinuirano ne prilagođava promjenljivim zahtjevima tržišta. Zemlja na taj način postaje ranjivija i u većoj mjeri zavisna od kretanja u ključnim sektorima. Sektori u kojima Crna Gora ima komparativne prednosti, a koji su prepoznati kao okosnica budućeg rasta su turizam, poljoprivreda i energetika, a oni učestvuju sa oko 30% u formiranju BDP-a. Njihova visoka zavisnost od vremenskih prilika čini da ekstremne klimatske promjene mogu značajno negativno uticati na kretanje aktivnosti u ovim sektorima, a dalje i na ukupna ekonomska kretanja. Industrijska proizvodnja se oslanja na nizak stepen obrade i nizak tehnološki profil (izvoz sirovih metala, drvna industrija), te stoga utiče na niže ostvarenje dodate vrijednosti, a samim tim i na niži nivo poreske osnovice.
- **Strukturne slabosti ekonomije.** Uprkos napretku u nekim oblastima, restriktivna zaštita zaposlenih i rigidan i centralizovan sistem kolektivnog pregovaranja ostali su na snazi. Ovo može doprinijeti rastu zarada bržem od rasta produktivnosti, ograničenoj fleksibilnosti korporativnog sektora i sprečavanju novih zaposlenja. Sve ovo može izvršiti „pritisak na budžet“, u smislu povećanja izdvajanja za zarade. Takođe, preduzeća u restruktuiranju mogu imati negativan efekat na budžet, zbog povećanih izdataka za socijalne programe i doprinose neodrživosti penzijskog sistema. Istovremeno, problemi sa neuspjelim privatizacijama i dalje predstavljaju rizik koji se

ispoljava u vidu smanjenjenog potencijala za rast i razvoj, a samim tim, odražavaju se i na niže ostvarenje javnih prihoda.

- **Nelikvidnost realnog sektora** – Prema podacima na kraju 2014. godine broj preduzeća u blokadi iznosio je 14.160, što je 13,5% od ukupnog broja preduzeća, a iznos za koji je izvršena blokada je 496,1 milion eura. Ovako visok broj nelikvidnih preduzeća otežava uredno servisiranje njihovih obaveza, uključujući i izmirivanje poreskih obaveza.
- **Ranjivosti u bankarskom sistemu.** Visok nivo nekvalitetnih kredita može negativno uticati na ekonomski rast, pogoršati fiskalnu poziciju i dovesti do problema u finansijskom sektoru; Nekvalitetni krediti³⁰ su krajem decembra 2014. godine iznosili 375,6 miliona eura i smanjeni su za 11,5% u odnosu na prethodnu godinu. Iako je učešće nekvalitetnih kredita smanjeno sa 17,53%, koliko je iznosilo na kraju 2013. godine, na 15,87% u decembru 2014, oni i dalje sa rastućom nelikvidnošću realnog sektora predstavljaju rizik za finansijsku stabilnost. Nedovoljna kreditna aktivnost banaka i relativno visoke kamatne stope mogu destimulativno uticati na intenzitet ekonomske aktivnosti i, time, na ostvarenje javnih prihoda. Ukupni krediti su krajem 2014. godine iznosili 2.367,2 miliona eura, i smanjeni su za 1,9% u odnosu na prethodnu godinu.
- **Ograničeni izvori finansiranja realnog sektora.** Kriza na tržištu je dovela da iznenadog prekida priliva kapitala što se odrazilo na ograničenje izvora finansiranja za kompanije u vrijeme kad su cijene njihovih ključnih izvoznih proizvoda počele značajno da padaju. Ograničeni izvori finansiranja utiču negativno na ekonomski rast, direktno vodeći nižem nivou poreske osnovice.
- **Dalje odlaganje najavljenih krupnih investicija i značajnija promjena dinamike investiranja,** na kojima se baziraju srednjoročne makroekonomske projekcije, može usloviti smanjenje stope projektovanog ekonomskog rasta u narednim godinama. Niži ekonomski rast uslovio bi i niže budžetske prihode, koji su u tijesnoj korelaciji sa kretanjem ekonomske aktivnosti;
- **Eksterni disbalans i eksterno okruženje.** Crna Gora je mala i visoko otvorena ekonomija i stoga u velikoj mjeri zavisna od dešavanja u zemljama najvažnijim spoljnotrgovinskim partnerima, a to su zemlje regiona i EU. Crna Gora je kao takva izuzetno ranjiva na šokove iz okruženja. Sve projekcije ukazuju da se i zemlje EU i zemlje regiona suočavaju sa dosta teškoća, što se na Crnu Goru može negativno odraziti kroz tri kanala: kanal izvoza, kanal SDI i finansijski kanal. Visoki deficit tekućeg računa platnog bilansa i struktura njegovog finansiranja (strane direktne investicije i za-duživanje države) predstavljaju rizik koji može biti izazvan naglim smanjenjem dotoka sredstava koji se odnose na investicije. Tako su u 2014. godini neto strane investicije pokrivale 68% deficita tekućeg računa.
- **Ukrajinska kriza** – Ukrajinska kriza ima značajne negativne implikacije koje se potencijalno mogu direktno odraziti na Crnu Goru. Prva potencijalna negativna implikacija je opadanje broja turista. Usljed ekonomskih sankcija nametnutih Rusiji došlo je do značajnog pada vrijednosti kursa rublje, što utiče na smanjenje platežne sposobnosti i nosi rizik smanjenja broja turista. Istovremeno, Rusija podstiče sve veći broj svojih turista da ljetuju na Krimu ne bi li na taj način podstakla brži razvoj ovog poluostrva. Takođe, usljed ratnih dešavanja u Ukrajini došlo je do značajnog opadanja nivoa životnog standarda građana Ukrajine, tako da postoji rizik sniženja i broja turista iz Ukrajine. Međutim, pored prelivanja negativnih efekata sa ovog tržišta u 2014. godini, postoji i

³⁰ Bez kamata i vremenskih razgraničenja.

pozitivni efekat, koji se ogleda u otvaranju banke, odnosno dolasku kapitala iz ove zemlje u Crnu Goru čime je rizik djelimično ublažen.

Iz Rusije je prethodnih godina dolazilo nešto više od jedne trećine ukupnog neto priliva stranih direktnih investicija. Opadanje nivoa ekonomske aktivnosti, gubljenje vrijednosti kursa rublje, kao i više poziva da se kapital vrati u zemlju, nosi potencijalni rizik sniženja priliva u narednom periodu.

Oba pomenuta rizika i smanjenje broja stranih turista i snižavanje priliva SDI iz Rusije, nose rizik negativnog uticaja na rast BDP-a i samim tim sniženja poreske osnovice.

- **Neadekvatni kreditni rejting** – Crna Gora ima kreditni rejting B+ sa stabilnim izgledima po Standard&Poor'su i rejting Ba3 sa negativnim izgledima po Moody'su. U pitanju su spekulativni kreditni rejtingi, koji mogu sugerisati da je rizično investirati i pozajmljivati sredstva zemlji sa takvim rejtingom. Ovi rejtingi se mogu odraziti na niži priliv stranih direktnih investicija i više troškove zaduživanja države. Ipak, stiče se utisak da ove agencije nisu adekvatno ocijenile Crnu Goru i da su bile previše stroge, naročito kada je u pitanju S&P.³¹ Ipak, ovaj rizik se nije materijalizovao i finansijska tržišta imaju prilično drugačiju percepciju rizičnosti Crne Gore, tako da je ovogodišnja emisija euroobveznica realizovana uz najnižu kamantu stopu u odnosu na sve ranije emisije, a ponuda je bila 2,5 puta viša od nivoa traženih sredstava.

3. Fiskalni rizici u 2014. godini i njihovo prevazilaženje

3.1. Fiskalni rizici

1. Rizik rasta državnog³² i javnog³³ duga

Period ubrzanog rasta državnog duga počinje 2008. godine, odnosno od prvog udara finansijske krize, sa čijim posljedicama se naša ekonomija suočava i danas. Rast duga je, prije svega, posljedica relativno visokog budžetskog deficita u godinama ekonomske krize, koji je dominantno finansiran zaduživanjem. Deficit je rezultat konstantnog rasta mandatornih rashoda i smanjenja budžetskih prihoda u „kriznim“ godinama. Povećana potreba za zaduživanjem i rast državnog duga u kriznom periodu bila je neminovnost, s obzirom na to da je došlo do rasta izdataka po osnovu penzija i socijalnih davanja, dok su sa druge strane, izvorni državni prihodi usljed smanjene ekonomske aktivnosti, uvoza i problema likvidnosti bili ograničeni.

Državni dug Crne Gore na kraju 2014. godine iznosio je 1.942,9 miliona eura ili 57,2% BDP-a, od čega je unutrašnji dug 381,2 miliona eura ili 11,2% BDP-a, a spoljni dug 1.561,7 miliona eura ili 46,0% BDP-a. Uključujući iznos državnih depozita od 49,5 miliona eura, ukupan državni dug, na kraju 2014. godine, iznosi 1.893,4 miliona eura ili 55,8% procijenjenog BDP-a. Neto javni dug na kraju 2014. godine, koji

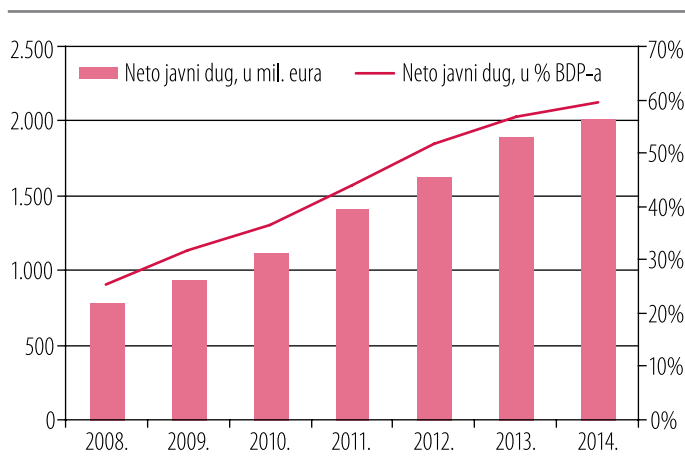
³¹ Na primjer S&P je dodijelio Srbiji bolji kreditni rejting, iako Srbija ima gore gotovo sve makroekonomske parametre (stope rasta BDP-a, nivo javnog duga, budžetski deficit, inflaciju, prognozirani rast, nivo NPL-a i dr.). Stoga ima osnova da se u narednom periodu preispita saradnja sa ovom Agencijom.

³² Državni dug je dug centralnog nivoa države (Zakon o budžetu i fiskalnoj odgovornosti, član 2)

³³ Javni dug je dug centralnog i lokalnog nivoa, odnosno opšteg nivoa države (Zakon o budžetu i fiskalnoj odgovornosti)

uključuje dug lokalne samouprave i depozite Ministarstva finansija, iznosio je 2.022,2 miliona eura ili 59,6% BDP-a.

Grafik br. 1 – Kretanje javnog duga Crne Gore



Izvor: Ministarstvo finansija

Prioritetni cilj fiskalne politike jeste dalje obezbjeđivanje stabilnosti javnih finansija, sa posebnim akcentom na smanjivanju potrebe za finansiranjem, a samim tim i smanjenjem nivoa javnog duga u budućim godinama. Iako je došlo do naglog rasta državnog duga, on je i dalje niži od zemalja u okruženju i većine zemalja EU.

Problem Crne Gore nije samo u visokom nivou javnog duga, već u nedovoljnom ekonomskom rastu. Suština problema, nije samo u rastućem dugu, nego i u nedovoljno dinamičnoj ekonomiji, koju karakteriše stagnacija proizvodnje. Da bismo riješili pitanje duga, onda moramo prvenstveno da dinamiziramo ekonomski rast. Znači da treba podstaći rast ekonomije po stopi koja će biti brža od stope rasta duga.

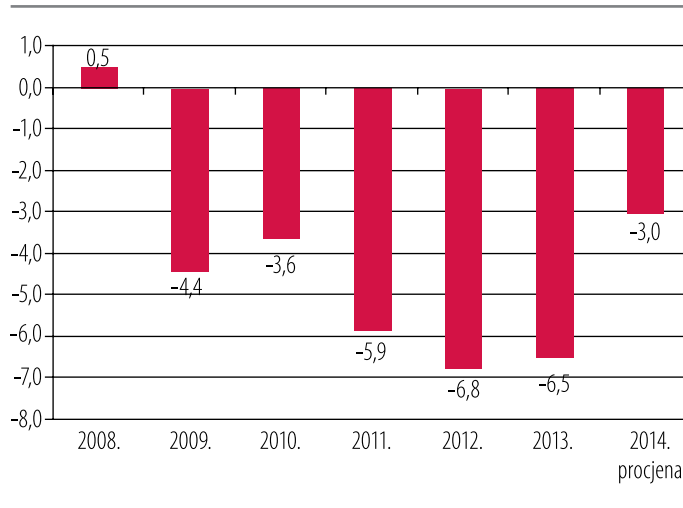
2. Rizik višegodišnjeg deficita i njegovog finansiranja (finansiranje kroz nestabilne izvore finansiranja - pozajmice, prihode od privatizacije i „rollover“/refinansiranjem, naročito državnih zapisa i obveznica)

Pojavom ekonomske krize, zabilježen je drastičan pad naplate prihoda, pri čemu je najsnažniji pad prihoda zabilježen u 2012. godini, uprkos rebalansu i brojnim mjerama uvedenim kako bi se poboljšala naplata. Nakon toga, uvedene su mjere fiskalne politike, kojim je poboljšana naplata prihoda. Sa pojavom krize, na potrošnoj strani budžeta vođene su mjere štednje, koje su podrazumijevale obustavu rasta zarada i novog zapošljavanja, smanjenje neproaktivne potrošnje. Kao posljednja mjera na strani potrošnje koja je uslijedila u 2013. bilo je zaustavljanje usklađivanja rasta penzija sa rastom zarada i inflacije. Cilj navedenih mjera bio je smanjenje pritiska na deficit budžeta i nivo zaduživanja.

Od 2009. godine deficit je finansiran kroz kreditne aranžmane sa finansijskim institucijama ili kroz izdavanje obveznica na međunarodnom tržištu. U periodu 2009-2013. godina kreditni aranžmani su se zaključivali, a obveznice izdavale po visokim kamatnim stopama od 8,75 do 6,24%. Navedene kamatne stope uzrokovale su visoka izdavanja u pogledu troškova kamata, što je imalo uticaja i na stvaranje de-

ficita. U 2014. zabilježen je trend pada kamatnih stopa, tako da su obveznice izdate po kamatnoj stopi 5,375%, što ukazuje da država zauzima bolju ekonomsko finansijsku poziciju na tržištu. Takođe, na domaćem tržištu zabilježen je pad kamatnih stopa prilikom izdavanja državnih zapisa sa 3,54% koliko je iznosila kamatna stopa na kraju 2013. na 0,39% na kraju 2014.

Grafik br. 2 – Budžetski suficit/deficit, u % BDP-a



Izvor: Ministarstvo finansija

Ukoliko posmatramo iznos strukturnog³⁴ deficita, situacija je nešto bolja. Strukturni deficit u 2013. godini iznosio je 2,5% BDP (javna potrošnja), dok je strukturni deficit u 2014. godini iznosio 1,6% BDP-a. Strukturni deficit predstavlja iznos deficita, kada se sa prihodne i rashodne strane isključe jednokratni događaji, tj. privremeni efekti, odnosno predstavlja rezultat javnih finansija, kad se kroz vrijeme „provuče“ jedan institucionalni okvir, bez jednokratnih događaja, tj. bez efekata izmjena politika.

Ukoliko se u narednom periodu iz rashoda izuzme i realizacija izgradnje autoputa, budžet u srednjoročnom periodu biće uravnotežen, tj. neće biti strukturnog deficita. Prema podacima Ministarstva finansija, ukoliko bi se i u 2014. godini izuzeli izdaci za potrebe izgradnje autoputa, strukturni deficit ne bi postojao.

Iako je potencijalno postojao rizik finansiranja deficita u 2014. godini, on je uspješno otklonjen, jer je realizovana emisija obveznica pod povoljnijim uslovima nego ranijih godina. Karakteristična za ovu emisiju bila je visoka tražnja koja je značajno premašila vrijednost emisije. Posljedica ovako uspješne emisije obveznica ukazuje na poboljšane uslove na tržištu kapitala, ali i na odgovorno vođenje ekonomske politike.

³⁴ Strukturni deficit je rezultat javnih finansija dobijen kada sa prihodne i rashodne strane oduzmu jednokratni događaji. Na strani prihoda izuzete su ciklične komponente koje predstavljaju mjere fiskalnog prilagođavanja na strani direktnih i indirektnih, kao i ostalih prihoda. Treba istaći korekcije kod indirektnih prihoda, jer je u toj kategoriji došlo do najvećih promjena – promjena akciznih stopa svake godine, promjena stope PDV-a, a uz pomenuto, i smanjenje sive ekonomije, koje se najprije efektuiralo kroz povećanje prihoda od PDV-a. Kada se od prihoda oduzmu rashodi, korigovani za jednokratne budžetske događaje kao što je plaćanje garancija, ali i druge ciklične komponente/automatske stabilizatore (subvencije, transferi za nezaposlene, sudska izvršenja i sl.) dobija se slika u kojoj je strukturni deficit nominalno niži od ostvarenog.

3. Rizik aktiviranja izdatih garancija (neizdvajanje sredstava za potencijalno aktiviranje garancija kao i nepostojanje adekvatne procjene rizičnosti pojedinih garancija)

Stanje ukupno izdatih garancija se rapidno povećavalo u periodu nakon 2008. godine, da bi rekordni nivo od 388,3 miliona eura bio dostignut 2012. godine. Nakon toga, nivo izdatih garancija uspostavlja opadajući trend koji na kraju 2014. godine iznosi 314,3 miliona eura ili 9,3% BDP-a. Od navedenog iznosa oko 305,4 miliona eura (oko 9% BDP-a) iznosile su ino garancije, dok su domaće garancije iznosile 8,9 miliona eura (oko 0,3% BDP-a).

U prethodnom periodu došlo je do aktiviranja garancija i vanredni trošak za državni budžet je iznosio oko 185,0 miliona eura, od čega je vraćen kredit Kombinata aluminijuma 135,0 miliona eura, a za Željezaru je plaćeno 33,0 miliona eura.

U cilju boljeg upravljanja državnim garancijama i smanjenja rizika, sprovodi se stroga kontrola izdavanja državnih garancija. U tom dijelu, garancije će se izdavati za infrastrukturne projekte, kao i za kreditne aranžmane za koje se ocijeni da doprinose ekonomskom razvoju zemlje.

U toku 2014. godine, plaćene su tri garancije, i to garancija izdata za kreditni aranžman između „Rudnika Boksita“ AD Nikšić i NLB Montenegrobanke, u iznosu od pet miliona eura, kao i garancija za aranžman između „Melgonia – Primorka“ DOO Bar i NLB Montenegrobanka, u iznosu od 4,5 miliona eura, kao i garancije izdate NIP „Pobjeda“. Servisiranje obaveza po osnovu aktiviranja državnih garancija povećalo je iznos izdataka za 15,2 miliona eura u 2014.

U 2014. godini, zaključena je jedna ino garancija, u visini od dvadeset miliona eura, za kreditni aranžman između Crnogorskog elektroprenosnog sistema i Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD), za projekat izgradnje kabla između opština Tivat i Pljevlja.

4. Rizik neodgovarajuće strukture javne potrošnje

Neodgovarajuća struktura javne potrošnje predstavlja ograničavajući faktor za fiskalni sektor, a time i za cjelokupnu ekonomiju. Efikasnost fiskalne politike ne zavisi samo od visine javne potrošnje, već mnogo više zavisi od njene strukture. Posmatranjem strukture može se utvrditi da li se radi o socijalnom budžetu ili o ekonomsko razvojnom budžetu. Socijalni budžet karakteriše visoko učešće funkcija zdravstvene, socijalne zaštite i obrazovanja u ukupnoj javnoj potrošnji, dok ekonomsko razvojni budžet karakteriše visok procenat učešća investicija, ulaganja u nauku i istraživanje i razvoj. Naime, analizom javne potrošnje od 2009. godine, kada se primjenjuju mjere štednje, nivo mandatorne potrošnje je dobijao sve veći primat u ukupnoj potrošnji. Prema posljednjim preliminarnim podacima za 2014. godinu učešće bruto zarada i doprinosa u ukupnoj javnoj potrošnji iznosilo je 26,4%, dok je učešće socijalnih davanja činilo oko 30,6 % javne potrošnje.

Takođe, treba napomenuti da je prostor za dalje smanjenje potrošnje u javnom sektoru prilično ograničeno mandatornom (fiksnom) potrošnjom. Prema posljednjim preliminarnim podacima za 2014. godinu učešće bruto zarada i doprinosa, socijalnih davanja i transferi institucijama, pojedincima, nevladinom i javnom sektoru (8,1% javne potrošnje), zatim kapitalni izdaci iz tekućeg i kapitalnog budžeta i rashodi za kamate (u ukupnom iznosu 16,6% javne potrošnje) ukupna „mandatorna potrošnja“ iznosi 81,7% javne

potrošnje, i dolazi se do zaključka da potrošnja koja ima fiksni karakter u budžetu ima visoko učešće, što govori da je mali prostor za dalju konsolidaciju ukoliko se ne izvrši reforma javne uprave.

5. Neodržive javne finansije na nivou lokalnih samouprava

Lokalne samouprave i njihovo poslovanje su veoma važan segment ukupnog fiskalnog sistema. Stoga stanje i trendovi javnih finansija u lokalnim samoupravama, u značajnoj mjeri, utiču na fiskalnu održivost, finansijsku stabilnost, kao i na kvalitet i perspektive ekonomskog razvoja. Nerealno planiranje i neusklađenost potrošnje sa realnim poreskim kapacitetom privrede i stanovništva u pojedinim opštinama rezultirali su problemima značajnijih razmjera, poput visokog nivoa neizmirenih poreskih obaveza, dugovanja prema bankama i dobavljačima, viška broja zaposlenih i dr.

Uprkos brojnim mjerama koje su preduzete na planu fiskalne konsolidacije opština, ukupni rezultati nijesu zadovoljavajući i obavezuju na dalje aktivnosti. Stoga je Ministarstvo finansija u 2014. i 2015. godini održalo više sastanaka sa predstavnicima lokalnih samouprava, nakon čega je Vlada na predlog ovog ministarstva usvojila Informaciju o stanju javnih finansija i broju zaposlenih na lokalnom nivou i donijela set zaključaka koji se odnose na preduzimanje određenih mjera u cilju konsolidacije javnih finansija na lokalnom nivou.

Vlada je odobrila reprogram poreskog duga po osnovu poreza i doprinosa na zarade zaposlenih sa utvrđenim stanjem na dan 31.12.2014. godine u ukupnom iznosu od 89 miliona eura. Od ovog iznosa 74,5 miliona eura je reprogramirano na 20 godina počev od 1. 7.2015. godine za opštine koje su korisnici Egalizacionog fonda, dok je 14,6 miliona eura koje se odnosi na opštine Bar i Budva, čiji je fiskalni kapacitet viši od prosječnog, reprogramirano na period od pet godina.

Takođe, sa ciljem rješavanja svih tekućih finansijskih problema na lokalnom nivou, Vlada je dala podršku i u domenu rješavanja refinansiranja obaveza lokalnih samouprava prema bankama i ostalim dobavljačima.

Pored reprograma poreskog duga, predviđena je obaveza za opštine koje potpišu ugovor o reprogramu, da do 1. septembra 2015. godine, utvrde dinamiku rješavanja viška zaposlenih u organima lokalne uprave, javnim službama, ustanovama, privrednim društvima i javnim preduzećima čiji je osnivač Opština, u skladu sa Planom unutrašnje reorganizacije javnog sektora. Ugovorom je predviđena obaveza opština da prilikom svakog novog zapošljavanja prethodno obezbijede pozitivno mišljenje Ministarstva finansija. Neizmirene obaveze opština bilježe rast, pri čemu su dostigle nivo od skoro 120 miliona eura, dok je stanje duga po kreditima neznatno smanjeno u 2014. i iznosi 167 miliona eura.

6. Rizik vođenja fiskalne politike izvan nadležnih institucija

Rizik vođenja fiskalne politike izvan nadležnih institucija odnosi se na donošenje odluka od strane pojedinih nosilaca vlasti, a koje direktno ili indirektno imaju fiskalne implikacije, a sredstva nijesu predviđena budžetom, što direktno utiče na rast javnog duga i povećanje nivoa budžetskog deficita. Istovremeno, povećanje neizmirenih obaveza preko iznosa predviđenog budžetom uslovalo je rast budžetskog i javnog deficita.

Istovremeno, rizik koji se manifestovao u 2014. godini odnosio se na kasnije stupanje na snagu Zakona o akcizama koji je propisivao višu stopu kao posljedica uslađivanja sa EU regulativom. Samim tim, država

je oko pola godine ubirala manje prihoda po ovom osnovu, što pokazuje i pad naplate prihoda od akciza, koji je prema preliminarnim podacima na kraju 2014. godine, samo po ovom osnovu, bio niži za oko pet miliona eura u odnosu na plan.

3.2. Mjere koje su realizovane u cilju prevazilaženja fiskalnih rizika

Crnogorska ekonomija u 2014. godini bila je izložena izazovima u fiskalnoj sferi, među kojima su dva ključna - deficit budžeta i dostignuti nivo javnog duga.

U ekonomskoj teoriji je poznata međuzavisnost deficita, nivoa javnog duga i perspektiva ekonomskog rasta. Naime, korišćenje javnog duga za finansiranje tekućeg deficita vodi usporavanju ekonomskog rasta i, posljedično, generiše dalje negativne efekte po ukupno stanovništvo³⁵. Sa druge strane, državni dug utiče na alokaciju i distribuciju resursa, te stoga ima ograničavajuću ulogu u donošenju racionalnih ekonomskih odluka.

Svjesna da ranjivosti u fiskalnoj sferi imaju snažan negativan uticaj na tekući i budući razvoj privrede, Vlada je, u protekloj godini, usmjerila svoje aktivnosti ka zaustavljanju trenda pogoršanja fiskalnih parametara. Sa tim ciljem, a imajući u vidu ograničenu snagu instrumenata monetarne politike, kreirana je i vođena oprezna i odgovorna fiskalna politika, čiji je osnovni cilj bio da kroz nastavak procesa konsolidacije prihodne i rashodne strane budžeta i implementaciju odgovarajućih podsticajnih mjera, doprinese ozdravljenju javnih finansija i dinamiziranju privrednog rasta.

Za postizanje ovih ciljeva izgrađen je odgovarajući regulatorni okvir, odnosno usvojen je Zakon o budžetu i fiskalnoj odgovornosti, usklađen sa najboljom praksom i potrebom harmonizovanja domaće regulative sa pravnim tekovinama EU. Usvajanje ovog Zakona omogućava dalje unapređenje sistema javnih finansija kroz jačanje fiskalne odgovornosti, transparentnosti i srednjoročne i dugoročne održivosti javnih finansija. Takođe, ovaj Zakon ima za cilj jačanje odgovornosti za zakonito korišćenje budžetskih sredstava kroz unapređenje kontrole i nadzora u cilju osiguranja fiskalne discipline.

Zakonom o budžetu i fiskalnoj odgovornosti utvrđena su numerička fiskalna pravila, predviđena matriškim kriterijumima koja se odnose na pravila o deficitu i dugu (limit maksimalnog deficita na nivou od 3% BDP-a, odnosno limit maksimalnog nivoa zaduženosti na nivou od 60% BDP-a) i uvedena obaveza Vlade da, u slučaju odstupanja od utvrđenih nivoa deficita i duga, utvrdi mjere fiskalne politike kojima će se obezbijediti definisani nivo budžetskog suficita, odnosno deficita³⁶. Ovim aktom je uvedena i obaveza usvajanja srednjoročnog fiskalnog okvira, kroz donošenje Fiskalne strategije i Smjernica fiskalne politike.

Pored pomenutog zakona, krajem 2014. godine, pripremljena je **Analiza pojedinih aspekata poreske politike**, koja predstavlja srednjoročnu strategiju sprovođenja fiskalne politike, čiji je osnovni cilj podsticanje bržeg oporavka i dinamičnijeg rasta, kroz stvaranje preduslova za vođenje aktivnih sektorskih po-

³⁵ Prema istraživanju koje je sprovedla Evropska komisija, rast državnog duga od 10 p.p. ima uticaj na pad BDP-a u dugom roku, u intervalu od 0,5%, pa i do više od 2% BDP-a.

³⁶ Neto javni dug Crne Gore na dan 31.12.2014. godine, uzimajući u obzir depozite Ministarstva finansija, iznosi **2.022,21 miliona eura**. Posmatrajući iznos neto javnog duga u odnosu na bruto domaći proizvod (BDP), javni dug na kraju 2014. godine iznosi **59,60% BDP-a**.

litika i privlačenje investicija. Strategija počiva na tri osnovna elementa: uvođenje fiskalnih preferencija za sektorske prioritete (turizam, energetiku i poljoprivredu), iznalaženje novih izvora prihoda i promjenu sistema oporezivanja na način da se utiče manje negativno na ekonomski rast, kroz strukturu javnih prihoda. Osnovni cilj je vraćanje javnog duga na održiv nivo, oslobađanje potencijala za rast i stvaranje fiskalnog prostora za dodatnu investicionu potrošnju, imajući u vidu potrebe u oblasti infrastrukture i druge razvojne prioritete.

Sa ciljem konsolidacije javnih finansija na lokalnom nivou, Vlada je, na predlog Ministarstva finansija, dozvolila reprogram poreskog duga opština i omogućila konvertovanje duga kroz funkcionalnu imovinu u cilju rasterećenja javnih finansija lokalnih samouprava.

Osim pomenutih aktivnosti, da bi se ograničio uticaj fiskalnih ranjivosti i sanirale negativne posljedice faktora opisanih u poglavlju 2, u 2014. godini je nastavljeno sa implementacijom fiskalne politike bazirane na dvije osnovne grupe mjera:

- a) mjere fiskalne konsolidacije i
- b) podsticajne mjere.

a) Mjere fiskalne konsolidacije

U 2014. godini nastavljen je intenzivan proces fiskalne konsolidacije, započet 2013. kada je uveden set kriznih mjera fiskalnog prilagođavanja usmjerenih na rashodnu i prihodnu stranu budžeta.

Nastavljeno je sa implementacijom sljedećih mjera:

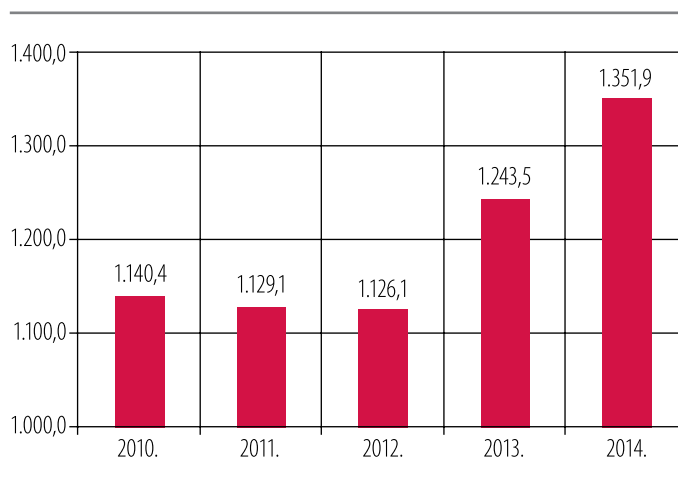
- nastavak intenzivne borbe protiv sive ekonomije, što je doprinijelo daljem unapređenju poreske discipline;
- zamrzavanje usklađivanja penzija, uz očuvanje standarda najugroženijih;
- zadržavanje osnovne stopa PDV-a od 19%, uz nepromijenjene niže stope za određene proizvode;
- zadržavanje tzv. „kriznog“ poreza na dio zarade iznad prosječne, uz plan postepenog snižavanja ove poreske stope;
- postepeno povećavanje akciznih stopa na duvanske proizvode u cilju usaglašavanja sa EU direktivama;
- realizacija aktivnosti na planu naplate poreskog duga imovinom dužnika, u skladu sa posebnom uredbom Vlade, a po kom osnovu je naplaćeno 9,6 miliona eura poreskih potraživanja;
- smanjenje diskrecione potrošnje na svim stavkama na kojima je moguće ostvariti uštede i dr.

Kao rezultat mjera preduzimanih na planu fiskalne konsolidacije i blagog rasta ekonomske aktivnosti, u 2014. godini je naplaćeno je 1.351,9 miliona eura izvornih prihoda.

Budžetski prihodi u 2014. godini su povećani za 75,8 miliona ili 5,9% u odnosu na plan i za 108,4 miliona, odnosno 8,7% u odnosu na 2013, a za čak 231 milion ili 20,6% u odnosu na 2012. godinu.

Za ostvarene rezultate na planu fiskalne konsolidacije u 2013. i 2014. godini Crnoj Gori su upućene pohvale sa brojnih međunarodnih adresa, u prvom redu od strane visokih zvaničnika MMF-a i Svjetske banke, koji su pohvalili „hrabre fiskalne mjere“, a poresku konsolidaciju sprovedenu u Crnoj Gori ocijenili najuspješnijom u regionu.

Grafik br. 3 – Izvorni prihodi centralnog budžeta



Izvor: Ministarstvo finansija

b) Podsticajne mjere

Osim na stabilizaciju javnih finansija kroz nastavak procesa konsolidacije, fokus fiskalne politike u 2014. godini je bio usmjeren i na unapređenje konkurentnosti privrede i kreiranje podsticajnog ambijenta za ulaganja, kako bi se podstaklo stvaranje nove vrijednosti i obezbijedio snažniji rast BDP-a.

S tim ciljem je kreiran budžet za 2014. godinu, koji ima izraženu razvojnu komponentu i sadrži elemente direktnog podsticaja preduzetništvu i investicijama, dok je paralelno implementiran set mjera podsticajnog karaktera.

Jedna od najvažnijih stimulativnih mjera odnosi se na **davanje poreskih podsticaja za nova preduzeća i nova zapošljavanja u ekonomski nerazvijenijim opštinama**, u smislu oslobađanja od obaveze plaćanja poreza na dohodak i poreza na dobit na period od osam godina (za novoosnovana preduzeća), kao i poreza na lična primanja na period od četiri godine (za novouposlena lica).

U ostale mjere koje su preduzimane sa ciljem podsticaja ekonomske aktivnosti spadaju:

- proširenje poreske osnovice kod oporezivanja imovine (ovo se, prije svega, odnosi na imovinu koja nije stavljena u funkciju, sa ciljem njene bolje ekonomske valorizacije, zatim na bespravno izgrađene objekte, neprodate stanove i dr.);
- odobravanje diskonta obveznicima koji jednokratno i u roku uplate obaveze po osnovu poreza na dobit;
- otpis kamate za jednokratnu otplatu poreskog duga;
- priznavanje standardnih troškova u većem iznosu (sa 30% na 70%) izdavaocima privatnog smještaja u sektoru turizma;
- davanje subvencija za nova radna mjesta;
- omogućavanje prava na povraćaj cjelokupnog iznosa akcize na mineralna ulja koja se koriste za upotrebu poljoprivredne i šumske mehanizacije i dr.

Vođenjem odgovorne fiskalne politike, bazirane na kombinaciji podsticajnih i mjera fiskalne konsolidacije, u 2014. godini je značajno unaprijeđeno stanje javnih finansija. Zahvaljujući izuzetnim rezultatima na planu ubiranja poreza, u 2014. godini je značajno snižen gotovinski budžetski deficit, koji prema preliminarnim podacima iznosi 102,6 miliona eura, odnosno oko 2,9% BDP-a. Ovaj rezultat obuhvata oko 60 miliona eura (ili 1,7% BDP-a) jednokratnih nepredviđenih troškova, kao što su otpлата zaostalih obaveza prema državi, otpлата garancija i sudska izvršenja, koji su značajno pogoršali ostvarene rezultate. Da nije bilo jednokratnih nepredviđenih troškova, deficit centralnog budžeta u 2014. godini bi iznosio svega 39,8 miliona eura ili 1,2% BDP-a.

Sa druge strane, usmjeravanjem ekonomske politike ka implementiranju mjera na planu privlačenja investicija i važnih strukturnih i reformi koje će unaprijediti konkurentnost domaće privrede, stvaraju se preduslovi za dinamičniji privredni rast u predstojećem periodu, odnosno povećanje vrijednosti BDP-a, što je jedini realan model za uspostavljanje fiskalne, makroekonomske i finansijske stabilnosti na dugi rok.

4. Procjena fiskalnih rizika u 2015.

Najznačajniji rizici sa kojima se može suočiti fiskalni sektor u 2015. godini mogu se grupisati u četiri kategorije, i to:

Rizici u fiskalnom sektoru

- **Dalji rast državnog i javnog duga.** Od sticanja nezavisnosti, javni dug Crne Gore je gotovo utrostručen, što predstavlja zabrinjavajući trend kada se analizira na nivou cijele dekade. S druge strane, treba uzeti u obzir opsežni set mjera fiskalne konsolidacije koji je ublažio trend rasta javnog duga. Namjera Vlade za predstojeći period je intenziviranje aktivnosti na smanjenju javnog duga, izuzimajući troškove izgradnje autoputa. U tom smislu je neophodno državni dug držati pod kontrolom, tj. obezbijediti da raste sporije od rasta ekonomske aktivnosti. Ovo se može obezbijediti samo ukoliko se država zadužuje jedino za one projekte koji donose dodatnu vrijednost, odnosno one projekte kod kojih koristi prevazilaze rizik i troškove. Stoga je neophodno sve buduće odluke o novom zaduženju preispitati sa ovog stanovišta.
- **Visok nivo neizmirenih obaveza** predstavlja fiskalni rizik koji se svake godine materijalizuje u vidu većeg deficita od planiranog. Najveći nivo neizmirenih obaveza dostignut je 2010. godine kada je iznosio skoro 114 miliona eura. Nakon toga, uspostavljen je silazni trend, i na kraju 2013. godine stanje neizmirenih obaveza iznosilo je 37,4 miliona eura.
- **Visina poreskog duga** predstavlja dugogodišnji problem. Neizmirivanje obaveza prema državi, je automatsko prilagođavanje privrede usljed nedostatka likvidnosti. Dug je nastao kao posljedica ekonomske krize i smanjene privredne djelatnosti, zbog čega su se smanjili prihodi preduzeća, a troškovi ostali isti kao u pretkriznom periodu. Iako je značajan dio ovog duga nenaplativ, jer se odnosi na kompanije koje su u stečaju/likvidaciji³⁷, neophodno je nastaviti sa mjerama posvećenim jačanju fiskalne discipline i efikasnosti nadležnih organa, prvenstveno Poreske uprave, kako bi nivo poreskog duga uspostavio silazni trend. Nenaplativi iznos dugovanja bi trebalo precizno

³⁷ Dominantan dio duga kreiran je prije crnogorske nezavisnosti, najviše kroz dugovanja preduzeća koja su u stečaju, restrukturiranju, ili nekom drugom obliku neaktivnog poslovanja.

utvrditi i uslovno otpisati, odnosno prenijeti u posebnu evidenciju, koja bi se koristila u slučaju da se eventualno stvore mogućnosti za naplatu određenog iznosa. Isključivanjem nenaplativog duga dobila bi se prava slika o poreskom dugovanju privrednih subjekata i preduzele dodatne mjere u cilju naplate poreskog duga.

- **Uvećanje tekuće javne potrošnje** uticalo bi na dalji rast deficita i duga, što bi pogoršalo stabilnost fiskalnog sistema, a posljedično i cjelokupnog ekonomskog sistema. Tekuća javna potrošnja obuhvata izdatke za bruto zarade, penzije, tekuće poslovanje javnog sektora, rezerve, kamate i drugo. Za opštu fiskalnu stabilnost i odgovorno upravljanje javnim finansijama neophodno je da u dijelu tekuće potrošnje nema značajnijih povećanja, odnosno da ukupan iznos zarada i penzija ne raste tokom narednog perioda. Na ovaj problem nadovezuju se prezaposlenost u javnom sektoru i neodrživost penzijskog sistema, što nije samo crnogorski specifikum. Ova pitanja zahtijevaju podrobniju i preciznu analizu, upoređujući i iskustva drugih zemalja, kako bi se došlo do dugoročno održivih rješenja.
- **Izdate garancije** predstavljaju rizik njihovog potencijalnog aktiviranja, dok u nekim slučajevima postoji **rizik od preuzimanja kredita** za koji je država garantovala. Materijalizacija i jednog i drugog ishoda uticala bi na stvaranje vanrednih troškova, što bi značilo ograničeno finansiranje zakonom planirane potrošnje i/ili rebalans budžeta.

Prilikom određivanja koje će garancije biti potpisane, sprovodi se politika da se garancije izdaju samo za projekte koji imaju značaja za ekonomski razvoj države, i za koje postoji sigurnost da neće biti aktivirane u budućnosti.

Planirane garancije u 2015. godini

Zakonom o budžetu za 2015. godinu, predviđeno je izdavanje garancija za četiri projekta, u ukupnom iznosu do 101,6 miliona eura, i to:

- za kreditni aranžman između Crnogorskog elektroprenosnog sistema (CGES) i Evropske banke za obnovu i razvoj, za projekat kabl Tivat – Pljevlja, u iznosu do 40 miliona eura;
- za projekat Crnogorskog fonda za solidarnu stambenu izgradnju "Stanovi solidarnosti", u visini do pet miliona eura, za koji će se kreditor utvrditi tokom 2015. godine;
- za projekat Stambene zadruge radnika prosvjete Crne Gore „SOLIDARNO“ izgradnja stambenih jedinica za prosvjetne radnike Opštine Budva, u visini do 6,6 miliona eura, za koji će se kreditor utvrditi tokom 2015. godine;
- za projekat Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore sa Abu Dabi Fondom, Razvoj poljoprivrede kroz podršku Abu Dabi Fonda (ADMAS), u visini do 50 miliona eura.

- **Neodržive javne finansije na lokalnom nivou** koje se ogledaju u negativnim indikatorima (visoka zaduženost, trend rasta nivoa neizmirenih obaveza i prekomjeran broj zaposlenih) predstavljaju rizik i za javne finansije i za ekonomski rast. Dodatni balast za razvoj lokalnih samouprava predstavljaju neusklađeni fiskaliteti koji se stavljaju na teret pravnih lica, nejednako efikasna lokalna uprava i podrška razvoju biznisa. Prekomjeran broj zaposlenih je problem cijelog javnog

sektora koji će se postepeno rješavati. Poreska dugovanja i visina neizmirenih obaveza su „usko grlo“ lokalnih finansija, ali će ti problemi biti rješavani u kontinuitetu, a na predlog Ministarstva finansija, koje je inicijator rješavanja tih pitanja kroz potpisivanje dugoročnih ugovora sa lokalnim samoupravama i izmirenje svih kreiranih obaveza u prethodnom periodu.

Poreski dug opština, po osnovu poreza i doprinosa na zarade zaposlenih, zaključno sa 2014. godinom je reprogramiran, a iste su obavezne da isplaćuju zarade u bruto iznosu. Na ovaj način će se povećati poreska disciplina opština i smanjiti poreski dug, a da se, pri tome, ne ugrozi redovno servisiranje zakonskih obaveza lokalne samouprave. Istovremeno, rješavanjem problema viška zaposlenih, odnosno optimizacijom njihovog broja, u skladu sa Planom unutrašnje reorganizacije javnog sektora, u srednjem roku će se smanjiti tekući izdaci lokalne samouprave, prije svega izdaci za bruto zarade zaposlenih. Izvršiće se i analiza fiskalne održivosti lokalne samouprave, na osnovu koje će se definisati politika koja se odnosi na finansiranje lokalne samouprave.

Na kraju treba navesti i još jedan rizik, koji se sigurno neće materijalizovati u 2015. godini, već je u pitanju dugoročni rizik, a on se odnosi na **izgradnju auto-puta**.³⁸ Gradnja auto-puta će uticati na rast javnog duga, ali ne treba zanemariti činjenicu da postoje izuzetno povoljni uslovi finansiranja ovog projekta. Grejs period iznosi šest godina, a rok gradnje auto-puta je četiri godine, što otvara mogućnost da se još u grejs periodu prodaju komercijalni aspekti auto-puta i na taj način direktno snizi nivo javnog duga. Ovaj projekat nosi i devizni rizik, s obzirom da je zaduženje u dolarima. Međutim, pomenuti rizik je u ovom trenutku teško procijeniti, jer značajne rate za otplatu javnog duga dolaze nakon šest godina, a danas ne postoji nijedna institucija koja je u mogućnosti da pruži pouzdanu prognozu kretanja dolara u ovakom dugom roku. Takođe, kao dugoročno potencijalni rizik predstavlja i rast troškova gradnje za 10% kako je predviđeno ugovorom.

5. Zaključna razmatranja

Analiza fiskalnih rizika u 2014. godini, sa osvrtom na 2015, ukazuje na uvećanje rizika i ranjivosti u ovom sektoru. Kao što je u analizi objašnjeno, veliki broj rizika naglašen je zbog uticaja i razvoja krize. Struktura i karakteristike crnogorske privrede su pokazale ranjivosti, koje su se u vremenu negativnih konjunkturnih kretanja materijalizovale i prelile u fiskalne rizike.

U budućem periodu neophodno je ostvariti suficit, eventualno uravnoteženi račun tekuće potrošnje budžeta, kako bi se ukupni deficit bio rezultat samo kapitalnog računa.

Potrebno je obezbijediti da dug raste sporije od rasta ekonomske aktivnosti, što se može obezbijediti samo ukoliko se država zadužuje jedino za one projekte koji donose dodatnu vrijednost, odnosno one projekte koji povećavaju nacionalnu konkurentnost ekonomskog ambijenta i kod kojih koristi prevazilaze rizik i troškove. Stoga je neophodno, sa ovog stanovišta, oprezno donositi sve buduće odluke o novom zaduženju i adekvatno postavljati prioritete u državnom finansiranju.

Kako bi se rizici držali pod kontrolom, neophodno je voditi ekonomsku politiku u službi održive fiskalne politike. Sveobuhvatnim i komplementarnim djelovanjem usmjeriće se aktivnosti na ključni cilj u smanje-

³⁸ Cilj ovog materijala je analiza fiskalnih rizika, te se ovaj materijal neće baviti opravdanošću izgradnje auto-puta.

nju rizika u fiskalnoj sferi – suficit ili uravnotežen račun tekućeg računa budžeta, a sa ciljem smanjenja duga. U tom pravcu neophodno je djelovati na više kolosjeka:

- Preduzeti mjere da se država može zaduživati/izdavati garancije samo za razvojne projekte/kompanije koje uspješno posluju;
- Kreirati model održivog penzionog sistema;
- Obezbijediti efikasnost javnog sektora;
- Spriječiti novo kreiranje poreskih potraživanja, uz iskorjenjivanje nelegalnih pojava sa tržišta rada;
- Preduzeti mjere kojima će se spriječiti novo kreiranje neizmirenih budžetskih obaveza;
- Dalje sprovođenje mjera na suzbijanju sive ekonomije;
- Preduzeti mjere kojima će se obezbijediti konsolidacija javnih finansija na lokalnom nivou;
- Sprovoditi mjere koje će doprinijeti daljem unapređenju poslovnog ambijenta koji će podsticajno djelovati na investiciona ulaganja;
- Sprovođenje reformi na tržištu rada kako bi se poboljšalo zapošljavanje;

Sprovođenje fiskalnih mjera samo po sebi nije dovoljno za ostvarenje ekonomskog rasta. Stoga je neophodno uporedo sa sprovođenjem mjera za smanjenje deficita, sprovesti i sve ostale reformske procese koji su neophodni.

Da bi se kvalitetno riješili prepoznati problemi i ranjivosti crnogorske ekonomije, neophodno je sprovesti sve započete i nove strukturne reforme. Osnovni cilj sprovođenja reformi jeste stvaranje osnovnih uslova za dinamiziranje ekonomskog rasta.

Više stope rasta Crnoj Gori su neophodne i radi minimiziranja osnovnih ekonomskih ranjivosti koje se, prije svega, ispoljavaju u negativnom saldu bilansa plaćanja u razmjeni robe sa inostranstvom. Neophodno je, kroz zdravu konkurenciju, integrisati domaće sa internacionalnim tržištem, kao jedinim izvorom akumulacije nove vrijednosti. Jedino se na ovaj način, uz nastavak pozitivnog trenda naplate prihoda i dalju racionalizaciju potrošnje, može doprinijeti oporavku javnih finansija i stvaranju uslova za unapređenje standarda svih građana.

Uz fiskalne mjere predviđene srednjoročnom fiskalnom strategijom, strukturne reforme moraju biti prioritet u agendi ekonomske politike u srednjem roku, radi postizanja krajnjeg cilja - povećanja konkurentnosti crnogorske ekonomije.

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

336

IZVJEŠTAJ o radu Savjeta za finansijsku stabilnost: 2014. godina. - 2013- . - Podgorica
(Bulevar SV. Petra Cetinjskog 6) : Centralna banka Crne Gore, 2015 (Podgorica : AP print
d.o.o.). - 28 cm

Godišnje.

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