



# Izvještaj o stabilnosti finansijskog sistema

# 2014



# **IZVJEŠTAJ O STABILNOSTI FINANSIJSKOG SISTEMA 2014. GODINA**

Podgorica, 2015. godine

<b>IZDAVAČ:</b>	Centralna banka Crne Gore Bulevar Svetog Petra Cetinskog broj 6 81000 Podgorica Telefon: +382 20 664 997, 664 269 Fax: +382 20 664 576
<b>WEB ADRESA:</b>	<a href="http://www.cbcg.me">http://www.cbcg.me</a>
<b>SAVJET CENTRALNE BANKE:</b>	Mr Milojica Dakić, guverner Dr Velibor Milošević, viceguverner Dr Nikola Fabris, viceguverner Asim Telačević Dr Miliivoje Radović Dr Milorad Jovović Dr Srđa Božović
<b>GRAFIČKA PRIPREMA:</b>	Andrijana Vujović Nikola Nikolić
<b>LEKTURA:</b>	Bojana Šupeljak
<b>ŠTAMPA:</b>	AP PRINT d.o.o. Podgorica
<b>TIRAŽ:</b>	200 primjeraka

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

## SPISAK UPOTRIJEBLJENIH SKRAĆENICA

ARIMA model	Autoregressive Integrated Moving Average Model – Autoregresioni model pokretnih prosjeka za integrisane vremenske serije
AED	Dirham, valuta Ujedinjenih Arapskih Emirata
BDP	Bruto domaći proizvod
CBCG	Centralna banka Crne Gore
CDS	Credit Default Swap – osiguranje od kreditnog rizika
CHF	Švajcarski franak
DNS	Deferred Net Settlement – neto poravnanje u odloženom vremenu
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development – Evropska banka za obnovu i razvoj
ECB	Evropska centralna banka
EIB	European Investment Bank – Evropska investiciona banka
EMU	Ekonomski i monetarni unija
EONIA	Euro Overnight Index Average – prosječna prekonočna eurska stopa
EPCG	Elektroprivreda Crne Gore
EU	Evropska unija
EUR	Euro
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate – eurska međubankarska stopa
FED	Federalne rezerve
GBP	Britanska funta
(H)IPC	(Harmonizovani) indeks potrošačkih cijena
JPY	Japanski jen
KAP	Kombinat aluminijuma Podgorica
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau – Njemačka razvojna banka
LFS	Labour Force Survey – anketa o radnoj snazi
LIBOR	London Interbank Offered Rate – londonska međubankarska stopa
MF	Ministarstvo finansija
MFI	Mikrokreditna finansijska institucija
MMF	Međunarodni monetarni fond
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NOK	Norveška kruna
PDV	Porez na dodatu vrijednost
PPP	Purchasing Power Parity – paritet kupovne moći
RESET	Regression Equation Specification Error Test – test za grešku specifikacije regresione jednačine
ROAA	Return on Average Assets – povraćaj na prosječnu aktivu
ROAE	Return on Average Equity – povraćaj na prosječni kapital
RTGS	Real Time Gross Settlement – bruto poravnanje u realnom vremenu
SAD	Sjedinjene Američke Države
SDI	Strane direktnе investicije
SL CG	Službeni list Crne Gore
UK	Ujedinjeno Kraljevstvo
USD	Američki dolar
VIF	Variance Inflation Factor – faktor inflacije varijanse
WIIW	Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche – Bečki institut za međunarodne ekonomske studije
ZZZ	Zavod za zapošljavanje



# SADRŽAJ

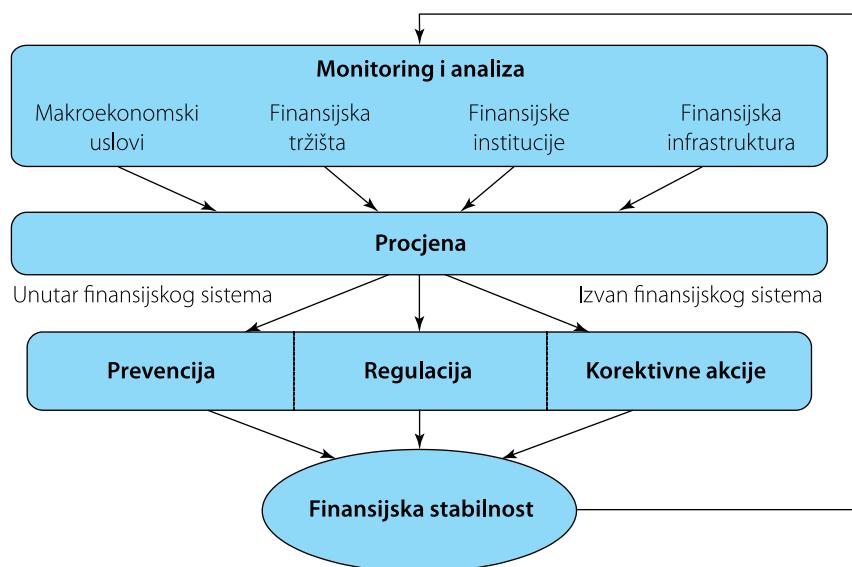
<b>UVODNE NAPOMENE</b>	7
<b>1. MEĐUNARODNO OKRUŽENJE</b>	9
1.1. Pregled makroekonomskih kretanja	9
<b>2. MAKROEKONOMSKA KRETANJA U ZEMLJI</b>	21
2.1. Kretanje ekonomske aktivnosti	21
2.2. Inflacija	27
2.3. Budžetski deficit/suficit	30
2.4. Javni dug	33
2.5. Platni bilans	38
2.6. Tržište nekretnina	40
<b>3. FINANSIJSKI SISTEM</b>	47
3.1. Bankarski sistem	47
3.1.1. Kreditni rizik	51
3.1.2. Upravljanje rizikom likvidnosti	53
3.1.3. Upravljanje tržišnim rizicima	55
3.1.4. Kapital bankarskog sektora	57
3.1.5. Profitabilnost bankarskog sektora	57
3.1.6. Kamatne stope	59
3.2. Mikrokreditne finansijske institucije	60
3.3. Tržište kapitala	61
3.4. Sektor osiguranja	64
<b>4. FINANSIJSKA INFRASTRUKTURA</b>	67
4.1. Platni sistem	67
4.2. Kreditni register	69
<b>5. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA</b>	71
5.1. Politike za očuvanje finansijske stabilnosti	75



# UVODNE NAPOMENE

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

Šema 1 – Okvir za očuvanje finansijske stabilnosti



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

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





Međutim, imajući u vidu dosta različite rezultate po zemljama/regionima, probleme u javnim finansijama i usporeni rast ekonomija EU, poteškoće sa javnim 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. Prema podacima MMF-a, Kina je u 2014. činila 16,5%, a SAD 16,3% svjetskog BDP-a po paritetu kupovne moći.

Stoga ostaje ocjena da se i dalje brže razvijaju zemlje koje su globalno konkurentne i izvozno orijentisane, i da deficiti tekućeg računa, posebno ukoliko su izraženi i ukoliko se godinama ponavljaju, predstavljaju veliki problem, tj. dugoročno neodrživu neravnovežu. Kontinuirano održavanje nivoa ekonomske aktivnosti preko zaduživanja stoga ne može biti rješenje, već se izlaz mora tražiti u većoj produktivnosti, i u strukturnim i institucionalnim promjenama sistema.

**Tabela 1.2**

Zemlja	Promjena BDP-a per capita i stope nezaposlenosti po odabranim zemljama (rangirano prema koloni „BDP per capita (PPP), \$“, dio „2014/2008, %“)		Stopa nezaposlenosti, %	
	2014/2008, %	2014.	2014/2008, %	2014.
Kina	74,2	12.893	-2,4	4,1
Indija	49,5	5.777	...	...
Poljska	27,6	24.429	33,5	9,5
Turska	24,4	19.556	-5,4	9,5
Makedonija	19,9	13.204	-14,3	29,0
Brazil	18,1	15.153	-30,3	5,5
Njemačka	16,1	44.741	-29,9	5,3
Australija	15,5	46.631	45,2	6,2
Rusija	14,6	24.764	-10,4	5,6
SAD	13,2	54.678	8,5	6,3
Japan	12,7	37.683	-6,9	3,7
Crna Gora	11,2	15.219	7,1	18,0
Bosna i Hercegovina	11,1	9.808	8,9	25,5
Srbija	11,0	12.605	46,7	21,6
Švajcarska	10,5	55.237	30,2	3,4
Austrija	10,0	45.411	31,6	5,0
Francuska	8,4	40.445	33,3	10,0
UK	6,8	37.744	10,8	6,3
Island	5,6	42.630	143,8	4,0
Holandija	4,2	47.365	136,5	7,3
Luksemburg	1,5	92.507	68,1	7,1
Italija	-1,2	34.455	85,3	12,6
Slovenija	-2,1	29.359	125,5	9,9
Hrvatska	-4,0	20.392	102,7	16,8
Kipar	-12,8	27.986	355,4	16,6
Grčka	-14,8	25.753	236,6	25,8

Izvor: MMF (baza WEO, oktobar 2014), Monstat, kalkulacije CBCG

Godinu 2014. obilježila su dezinflatorna i deflatorna 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. Drugim riječima, stopa inflacije se tokom cijele godine udaljavala od srednjoročnog cilja monetarne politike Eurosistema, tj. stope inflacije u visini ispod, ali blizu 2%. To je donosioce mjera monetarne politike u Eurozoni navelo na dodatno snižavanje referentnih kamatnih stopa i proširivanje spektra instrumenata koji se odnose na kupovinu hartija od vrijednosti/kvantitativno popuštanje.

### Nezaposlenost i deficit tekućeg računa

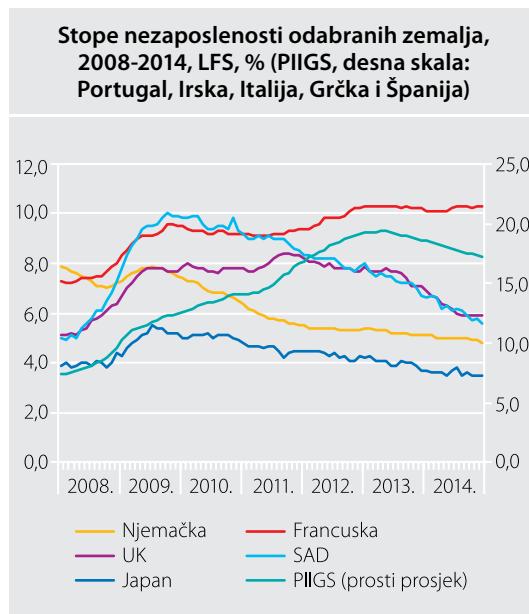
Tokom 2014. godine u gotovo svim zemljama Eurozone došlo je do pada stopa nezaposlenosti<sup>2</sup>. Stope nezaposlenosti su opale u Grčkoj, Španiji, Portugalu i Irskoj, iako iznose i dalje visokih 10,5% i 13,4% u Irskoj i Portugalu, i ekstremno visokih 23,7% i 25,8% u Španiji i Grčkoj. Sa druge strane, 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.

S druge strane, Njemačka je jedina zemlja Eurozone/EU u kojoj je stopa nezaposlenosti u periodu nakon izbijanja krize osjetno opala. Tokom 2014. taj pad je nastavljen (0,3 p.p.), pa je stopa nezaposlenosti na kraju 2014. iznosila 4,8%, što je bila najniža stopa nezaposlenosti u EU, niža i od stope nezaposlenosti u Austriji (4,9%). Francuska, suprotno, bilježi porast stope u odnosu na pretkrizni period za oko 3 p.p., a nakon blagog porasta stope nezaposlenosti tokom 2014. godine, stopa nezaposlenosti u toj zemlji je na kraju godine bila 10,3% (što je ispod prosjeka Eurozone).

I stopa nezaposlenosti u SAD je opadala tokom 2014. (dostigavši nivo od 5,6%), nastavivši tako tendenciju postepenog pada još iz posljednjeg kvartala 2009. godine, kada je dosegla nivo od 10%. I stopa nezaposlenosti u Japanu je opala, i to za 0,2 p.p., i iznosila je 3,5%, iako treba reći da stopa nezaposlenosti nije primarni problem japanske ekonomije, već su to deflatorna kretanja i slab ekonomski rast (koji se, donekle netipično, ostvaruje uz niske stope nezaposlenosti).

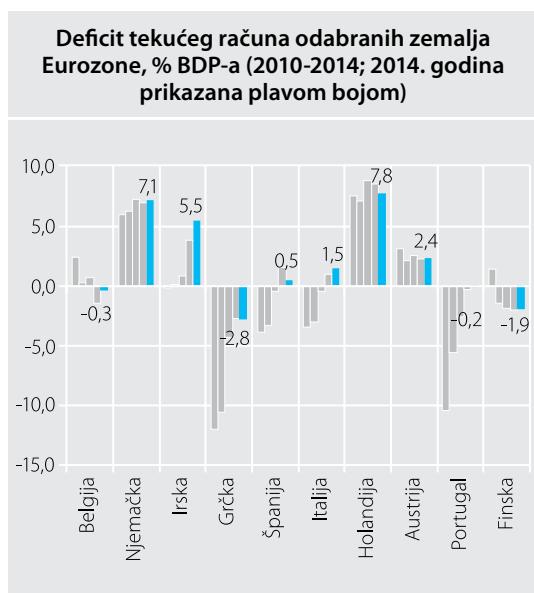
Deficiti tekućeg računa zemalja periferije Eurozone, koji su bili dostigli najviše nivoe u periodu 2007-2008, uglavnom su nastavili da opadaju, odnosno da prelaze u suficite. Procjenjuje se da su praktično sve zemlje periferije, osim Grčke (-2,8% BDP-a), ostvarile suficit tekućeg računa u 2014. – Španija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

Grafik 1.1

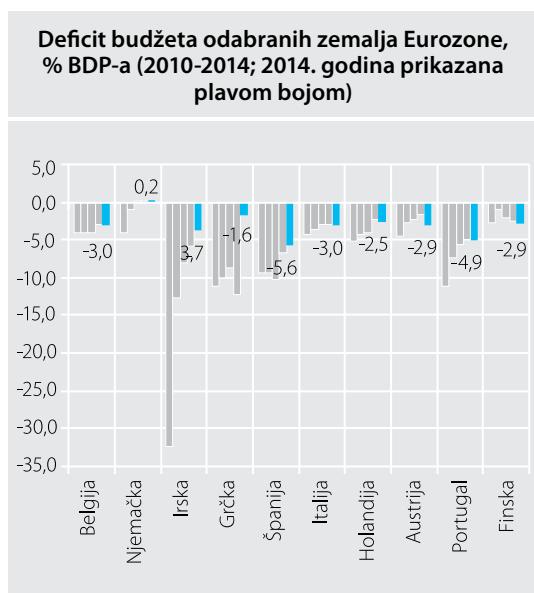


Izvor: Eurostat, kalkulacije CBCG

<sup>2</sup> Za decembarske stope nezaposlenosti u 2014. uzeti su posljednji raspoloživi mjesecni podaci u vrijeme pisanja ovog dijela izvještaja.

**Grafik 1.2**

Izvor: Evropska komisija –Autumn forecast 2014 (novembar 2014)

**Grafik 1.3**

Izvor: Evropska komisija –Autumn forecast 2014 (novembar 2014)

ćeg računa Irske bio 5,5% BDP-a. Sufici su tekućeg računa dolaze kao posljedica povećanja eksterne konkurentnosti kroz pad troškova rada (tj. zarađa) i određenih strukturnih reformi, kao i pada uvoza, uslijed pada životnog standarda i pada tražnje za uvoznim proizvodima i uslugama.

### Javne finansije i finansijska tržišta

Generalno, 2014. godinu je obilježio određeni nastavak optimizma po pitanju javnih finansija zemalja periferije Eurozone. Ukratko, bolne mjeđe štednje, strukturne reforme i određene mjere ECB-a počele su da daju rezultate. Ipak, problemi sa slabim rastom (ili padom) ekonomskih aktivnosti ostaju, i pred donosiocima mjera ekonomske politike je još mnogo posla. Pored toga, slabljenje eura i rast berzanskih indeksa bili su karakteristična kretanja za finansijska tržišta u 2014. godini.

Sa grafika 1.3 i 1.4 se može vidjeti sumarno kretanje javnih finansija zemalja Eurozone. Jasno je da je i dalje u toku proces fiskalnog prilagođavanja, i da su deficit budžeta, nakon što su po izbijanju krize naglo porasli i dostigli vrlo visoke nivo – primarno zbog problema u finansijskom sektoru i rješavanja problema problematičnih banaka – sada značajno manji. Ipak, neophodna je još jača konsolidacija, budući da je nivo javnog duga pojedinih zemalja izuzetno visok. Drugim riječima, deficiti su generalno manji nego ranije, i u skladu sa tim javni dug stagnira ili raste značajno sporije. Međutim, u narednom periodu je potrebno opadanje nivoa javnog duga, sa izuzetkom Njemačke.

U 2014. godini značajan geopolitički događaj bila je ukrajinska kriza, koja i dalje traje. Kriza je izazvala zaoštravanje 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 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%.

Početkom novembra 2014. godine, kako je bilo i planirano, ECB je otpočela sa supervizijom banaka u Eurozoni, čime je zaokružena prva faza projekta tzv. bankarske unije. Tome je prethodila sveobuhvatna ocjena banaka koje će ECB da kontroliše, koja je trajala godinu dana, a činili su je detaljan pregled kvaliteta aktive i stres-test. Jedan od ciljeva sveobuhvatne ocjene bio je bolje sagledavanje pozicije banaka i relevantnih rizika, i prije nego što je ECB formalno preuzeila ulogu supervizora. Inače, ECB će direktno kontrolisati oko 130 najznačnijih bankarskih grupa, čija aktiva čini preko 80% ukupne aktive banaka Eurozone, a imaće pravo da u saradnji sa nacionalnim supervizijskim tijelima kontroliše i druge banke, ukoliko se ocijeni da je to neophodno.

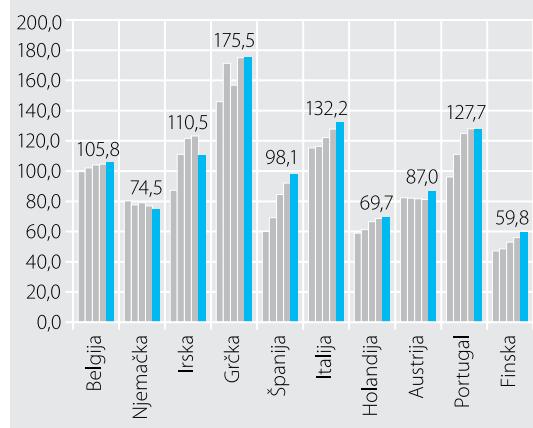
Tokom 2014. većina zemalja periferije Eurozone imala je pristup finansijskim tržištima, a prinosi na njihove obveznice generalno su značajno opali u odnosu na kraj 2013. godine, posebno na obveznice sa kraćim rokom dospijeća. Paralelno, i CDS spredovi na javni dug tih zemalja opali su u 2014. godini.

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 uslijed pada MSCI indeksa tržišta u usponu od 4,6%. MSCI indeksi (kao globalni indeksi) dostigli su istorijski najviše vrijednosti u 2014., i pored toga što je indeks tržišta u usponu zabilježio pad na kraju godine. Govoreći o indeksima pojedinačnih tržišta, frankfurtski DAX i njuiorški DJIA dostigli su istorijske maksimume tokom 2014., porastavši 2,7% i 7,5% respektivno. Tokijski NIKKEI 225 porastao je 7,1%, dok su londonski FTSE 100 i pariški CAC 40 blago oslabili, 2,7% i 0,5%. To sa jedne strane jesu pozitivni signali, ali sa druge strane i pomalo zbunjujuće vijesti, jer nije do kraja jasno otkud takav optimizam na finansijskim tržištima, uzimajući u obzir i dalje neubjedljive perspektive rasta privrede na globalnom nivou.

Grafik 1.4

Javni dug odabralih zemalja Eurozone,  
% BDP-a (2010-2014; 2014. godina prikazana  
plavom bojom)

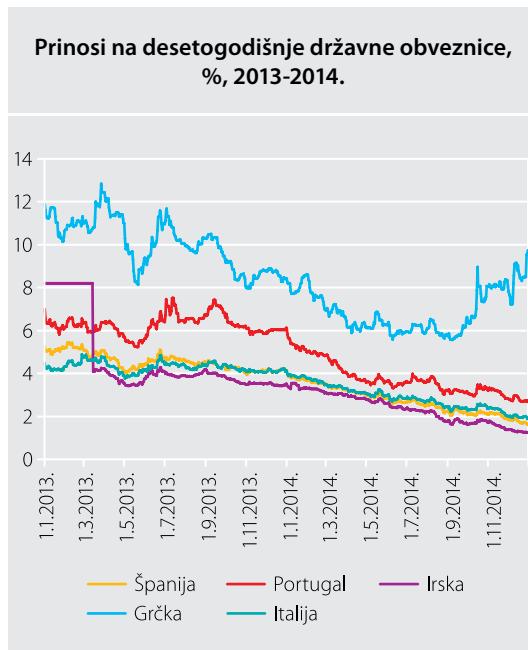


Izvor: Evropska komisija –Autumn forecast 2014  
(novembar 2014)

Iako uz određene oscilacije, pokazatelji volatilnosti finansijskih tržišta (npr. VIX), kao i pokazatelji kreditnog i rizika likvidnosti na tržištu novca (kakvi su TED spred i LIBOR-OIS spred) tokom 2014., slično kao i tokom 2013. godine, istorijski gledano, bili su na prilično niskim nivoima<sup>3</sup>.

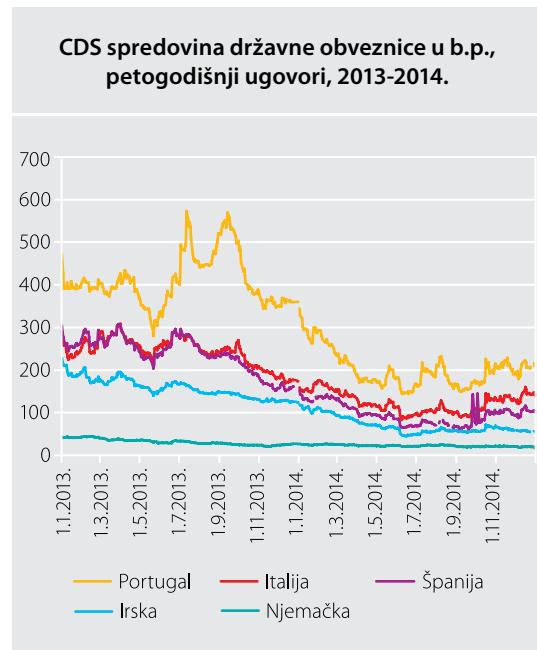
Euro je tokom 2014. godine nominalno deprecirao u odnosu na glavne svjetske valute, osim u odnosu na japanski jen. U odnosu na dolar, funtu i franak, euro je deprecirao za 12% (sa 1,3742 na 1,2098 USD za jedan euro), 6,4% i 2%, respektivno, dok je aprecijacija u odnosu na jen iznosila svega 0,1%, nakon snažne aprecijacije tokom 2013. godine. Dnevne varijacije kursa eura prema pomenutim valutama bile su relativno male, uz koeficijent varijacije od 4%, 2,3%, 2,1% i 0,7%, kod kursa eura u odnosu na dolar, jen, funtu i franak, respektivno. 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.

**Grafik 1.5**



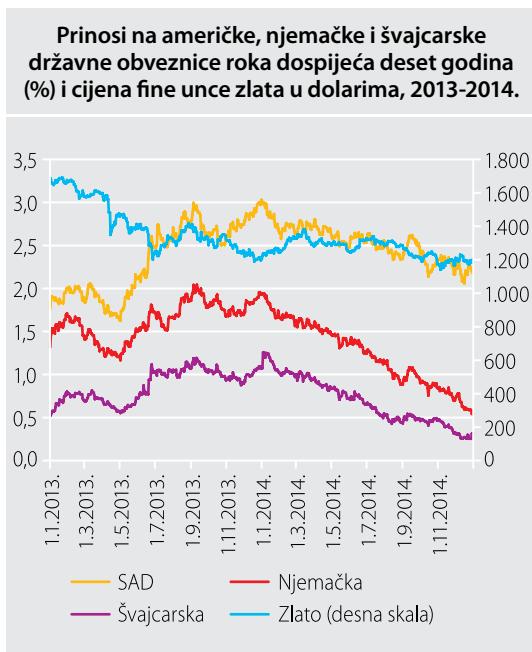
Izvor: Bloomberg

**Grafik 1.6**

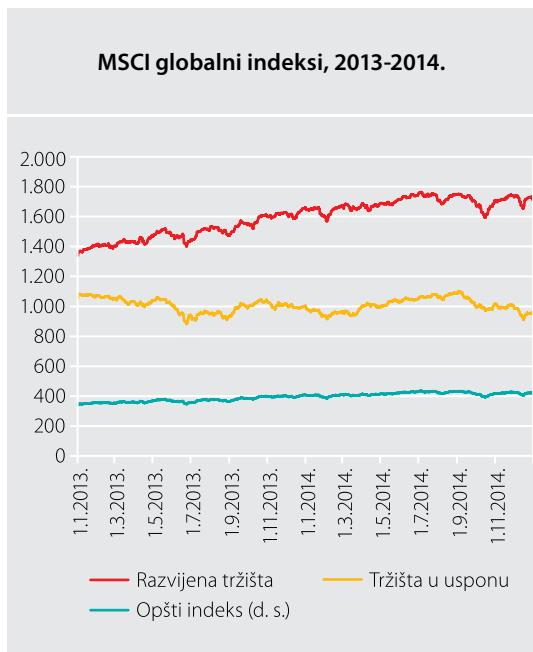


Izvor: Bloomberg

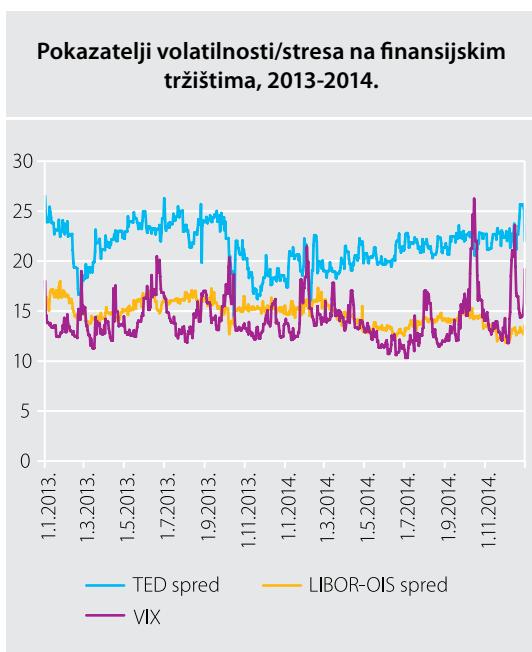
<sup>3</sup> VIX je mjera implicitne volatilnosti opcija na berzanski indeks S&P 500, i time mjera očekivane volatilnosti cijena akcija (za narednih 30 dana). TED spred je razlika između tromjesečnog USD LIBOR-a i američkih državnih zapisa iste ročnosti, dok je LIBOR-OIS spred razlika između LIBOR-a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

**Grafik 1.7**

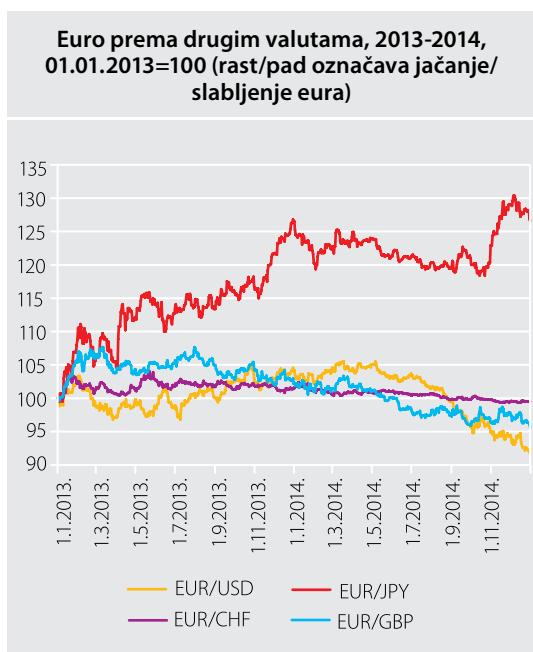
Izvor: Bloomberg

**Grafik 1.8**

Izvor: Bloomberg

**Grafik 1.9**

Izvor: Bloomberg

**Grafik 1.10**

Izvor: Bloomberg, kalkulacije CBCG



bankarske stope, posljedično, bile su na rekordno niskim nivoima; EONIA se kretala na nivou od oko 0,1% (od septembra 2014. godine bila je je uglavnom negativna), tromjesečni EURIBOR oko 0,21%, a šestomjesečni LIBOR na američki dolar 0,33%.

Sa djelimičnim izuzetkom Eurosistema, 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%. Međutim, upravo je FED nakon sjednice Federalnog komiteta za operacije na otvorenom tržištu oktobra 2014. godine odlučio da obustavi program mjesечne kupovine novih agencijskih hipotekarnih hartija od vrijednosti, odnosno dugoročnijih dužničkih hartija Trezora, nakon što je prethodno tokom cijele godine kupovao sve manje i manje pomenutih hartija od vrijednosti. FED je to uradio jer su u međuvremenu stigli signali da je tržište rada, i ekonomska aktivnost uopšte, na neuporedivo boljem nivou u odnosu na vrijeme kada je program kupovine aktive otpočeo. Sa druge strane, ECB se pripremala za ekspanzivno djelovanje, time što je uvela ciljane dugoročne operacije refinansiranja, kao i program kupovine hartija od vrijednosti „podržanih aktivom“ i treći program kupovine „pokrivenih obeznica“. Pored toga, na sjednici u januaru 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 najavljenno odavno, još u avgustu 2012. godine. Generalno, utisak je da programi kvantitativnog popuštanja i dalje dobro ispunjavaju svoj glavni cilj – „kupovinu vremena“, dok drugi donosioci ekonomskih i struktturnih politika rade svoj dio posla, a privatni sektor traži način da se transformiše i podigne produktivnost.

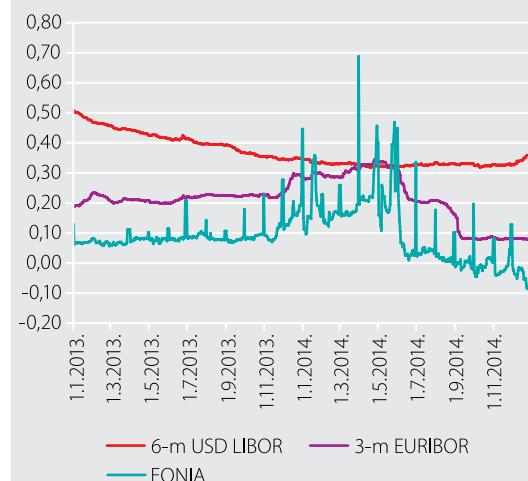
### Cijene berzanskih roba

Prema MMF-ovom indeksu cijena berzanskih roba (koji isključuje plemenite metale), one su u decembru 2014. bile niže za čak 29,2% u odnosu na isti mjesec 2013. godine, dok su, gledano kroz prosjek 12 mjesечnih 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<sup>5</sup>. Posmatrano kroz prosjek, cijene energenata su tokom 2014. u odnosu na 2013. godinu bile niže za 7,5%.

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

Grafik 1.13

Referentne tržišne kamatne stope, %,  
2013-2014.



Izvor: Bloomberg



Što se tiče evropskih ekonomija u usponu i razvoju, rast tog regiona u 2015. prema prognozama MMF-a biće 2,9%, što predstavlja skromnu stopu rasta, ali je poboljšanje u odnosu na stopu rasta iz 2014. godine (2,7%).

Ukratko, ono što najviše ohrabruje jeste nešto viša stopa globalnog rasta u 2015. u odnosu na 2014. godinu i značajno poboljšanje situacije na finansijskim tržištima. Međutim, još mnogo toga mora da bude urađeno, a najavljenе strukturne/institucionalne reforme moraju na pravi način i sa što manje odlaganja da budu do kraja implementirane. Takođe, utisak je da se aktivnosti na promjeni globalne regulative finansijskog sektora odvijaju previše sporo. Što se tiče Crne Gore, konkretno, činjenica koja najviše ohrabruje jeste najavljeni ubrzanje rasta ekonomske aktivnosti u Eurozoni od 1,2% (sa 0,8% iz 2014. godine), budući da je to region sa kojim Crna Gora ima najčvršće ekonomske veze.

„Globalni poslovni barometar“ časopisa The Economist i dnevnog lista The Financial Times pokazuje pad očekivanja tokom 2014. godine i najgora očekivanja u posljednjem kvartalu 2014. godine.<sup>6</sup> Tada je, naime, razlika između top menadžera koji smatraju da će se poslovne prilike/ekonomska situacija u sljedećih šest mjeseci popraviti, prema onima koji smatraju suprotno, iznosila 12,7 p.p. Očekivanja variraju po regionima: od 23,1 p.p. kod menadžera iz regiona Azija-Pacifik i 23 p.p. kod menadžera sa Bliskog istoka i Afrike, do svega pet p.p. kod menadžera iz Sjeverne Amerike.

### Pozicija crnogorske ekonomije: kanali uticaja

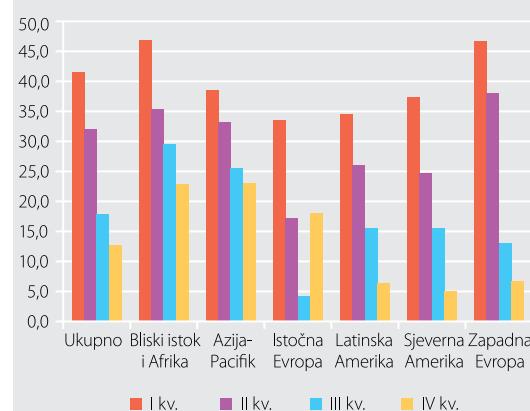
Crna Gora, kao mala i otvorena ekonomija, a uz to i eurizovana, veoma je izložena globalnim ekonomskim kretanjima. Posmatrano sa aspekta spoljnotrgovinske razmjene, Crna Gora je najviše povezana sa regionom Zapadnog Balkana i Evropskom unijom. Međutim, kako je region i sam povezan sa EU, to su veze Crne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

Jedan od najznačajnijih kanala uticaja sa „međunarodne scene“ jesu cijene, i to prije svega hrane i energenata. Projekcije MMF-a su da će cijene nafte i neenergenata u 2015. u odnosu na 2014. biti u projektu niže za 41,1% i 9,3%, respektivno. Kao i u 2014. godini, prognoza cijene nafte za 2015. je dijelom uslovljena prognozom o slaboj tražnji naspram velike proizvodnje nafte kod zemalja članica OPEC-a.

<sup>6</sup> Radi se o anketi o poslovnom povjerenju koja se sprovodi četiri puta godišnje. Zasniva se na odgovorima više od 1.500 top menadžera širom svijeta, a generalni nivo povjerenja/optimizma mjeri se razlikom između broja (učešća) onih koji očekuju poboljšanje, naspram onih koji očekuju pogoršanje prilika u sljedećih pola godine. Moguć je i neutralan odgovor, koji se ne odražava na glavni rezultat (razliku).

Grafik 1.16

Globalni poslovni barometar, 2014. godina, p.p.



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

Međutim, faktori koji utiču na cijene hrane i energenata su zaista brojni i raznoliki, pa su prognoze tog tipa nezahvalne.

Segment robne razmjene koji se neizostavno mora pomenuti jeste aluminijum. MMF prognozira da će cijena aluminijuma u 2015. u prosjeku biti oko 1.848 dolara za tonu, ili 1% niže u odnosu na cijenu u 2014. godini.

Kada je u pitanju prihod od turizma, ubrzanje rasta svjetske ekonomije predstavlja dobru vijest. Uz dobru unutrašnju organizaciju i pripremu ljetnje turističke sezone, kao i efektivne promotivne aktivnosti, realno je očekivati bolje rezultate u odnosu na 2014, iako je pitanje kako se ukrajinska kriza može odraziti na dolaske turista iz Rusije i Ukrajine.

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

Što se tiče stranih direktnih investicija, situacija je ohrabrujuća imajući u vidu očekivano ubrzanje globalnog rasta, kao i veliki broj najavljenih investicionih projekata (kao i onih čija je realizacija već započeta), dok brine mogući porast osjetljivosti na rizik prema ekonomijama u usponu/razvoju. Politika uravnoteženih javnih finansija će, u tom smislu, biti od presudnog značaja za privlačenje investitora<sup>7</sup>. Što se tiče zaduživanja banaka, ono će dominantno biti pod uticajem finansijske pozicije matičnih banaka, i njihove spremnosti da eventualno kreditiraju banke kćerke. Međutim, u 2015. godini nije realno očekivati značajniju podršku matičnih banaka za povećanje kreditne aktivnosti, već će banke izvrede za kreditiranje tražiti na domaćem tržištu i iz kreditnih linija odobrenih u prethodnom periodu.

---

<sup>7</sup> Naravno, ovdje se prije svega misli na: 1) eventualna nova zaduživanja države pod povoljnijim uslovima u odnosu na uslove trenutno zaključenih ugovora, čime bi se obezbijedilo jeftnije refinansiranje postojećeg duga, odnosno, 2) zaduživanja koja bi se isključivo koristila u kapitalne svrhe. Osim pomenutog, bilo koji drugi oblici zaduživanja države su u principu nepoželjni i uslovili bi nove pritiske i prijetnje za domaći finansijski sistem.

## 2. MAKROEKONOMSKA KRETANJA U ZEMLJI

### 2.1. Kretanje ekonomske aktivnosti

Indikatori koji opredjeljuju ukupan ekonomski rast u Crnoj Gori, generalno posmatrano, ispoljili su blago pozitivna kretanja u 2014. godini. Tako će prerađivačka industrija i sektor snabdijevanja električnom energijom, gasom i parom uticati negativno, dok će trgovina na malo, turizam, vađenje ruda i kamena i šumarstvo uticati pozitivno na ukupnu stopu rasta u 2014. godini. Sektor građevinarstva ostvario je dvojak rezultat, u zavisnosti od toga koji se od indikatora iz tabele 2.1 smatra relevantnim.

**Tabela 2.1**

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%<sup>8</sup>, a po procjenama EBRD-a po stopi od 1,3%.

Prehodnu 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 „krhk“a“. Naime, gledajući kretanje prosječnih zarada i inflacije, može se reći da primanja stanovništva realno nijesu porasla u posljednje četiri godine, već su opala, budući da je rast cijena bio osjetno viši od rasta zarada, posebno u 2012. godini.

<sup>8</sup> Prema Winter forecast 2015 (februar 2015).

Tome treba dodati i podatke sa tržista rada prema Monstatovoj anketi o radnoj snazi, po kojima stopa nezaposlenosti i dalje ostaje na visokom nivou od 19%, uz i dalje vrlo niske stope zaposlenosti (odnos zaposlenih prema radno sposobnima), od oko 40%, i stope aktivnosti (odnos radne snage (tj. aktivnih) prema radno sposobnima) od oko 50%. Ipak, u tom segmentu Crna Gora i dalje stoji dobro u odnosu na prosjek regionala.

**Tabela 2.2**

Osnovni indikatori tržista 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

**Tabela 2.3**

Nezaposlenost u zemljama regionala, anketa o radnoj snazi, %	
Zemlja	Stopa nezaposlenosti, 2014. godina
Slovenija	10,0
Hrvatska	17,5
Crna Gora	19,0
Srbija	21,0
Bosna i Hercegovina	27,0
Makedonija	28,0

Izvor: WIIW, novembar 2014. godine

Ključni problem privrede i u 2014. godini je bio značajna nelikvidnost. Gledano kroz pokazatelje priznudne naplate, pozicija privrede bila je donekle pogoršana u odnosu na 2013. godinu. Učešće broja lica<sup>9</sup> 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%.

Pored toga, zabrinjavajuća je činjenica da je u periodu 2009-2014. crnogorska ekonomija kumulativno ostvarila tek blagi rast, tj. da je BDP iz 2014. neznatno veći od BDP-a iz 2008. godine, utoliko prije što rast iz pretkriznog perioda nije kreirao dovoljno novih radnih mjesta (iako je ostvaren značajan napredak), tj. što su u tom kontekstu benefiti rasta raspoređeni prilično neravnomjerno.

<sup>9</sup> Obuhvata pravna lica i preduzetnike.

**Tabela 2.4**

<b>Osnovna statistika prinudne naplate, kraj perioda</b>			
	2013.	2014.	Promjena, %
Broj lica u blokadi	12.981	14.160	9,1
Kao % ukupnog broja lica	23,5	21,8	(p.p) -1,8
Dug neprekidno blokiranih do jedne godine, €	35.384.040,03	58.394.100,19	65,0
Dug neprekidno blokiranih preko jedne godine, €	401.636.556,82	437.717.022,82	9,0
Ukupno, €	437.020.596,85	496.111.123,01	13,5

Izvor: CBCG

### Prognoza kretanja BDP-a u 2015. godini i uticaj na finansijsku stabilnost

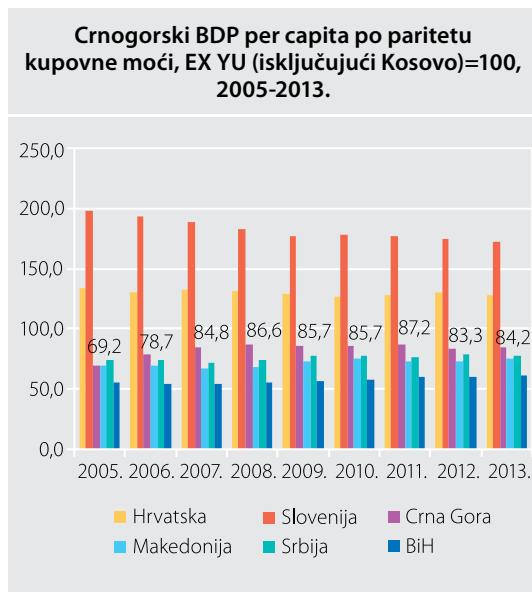
Rast u 2015. će najviše zavisiti od sljedećih faktora: priliva stranog kapitala, ponude kredita (i opšteg stanja u bankarskom sektoru), stanja u industriji, ekonomske situacije u EU i regionu, kao i od dalmatike realizacije najavljenih investicionih projekata za 2015. godinu. Priliv kapitala, glavni pokretač privrede prethodnih nekoliko godina će svakako zavisiti od situacije na međunarodnim tržištima tj. od spremnosti stranih investitora da investiraju (kreditiraju), ali i od stanja zaduženosti domaćih sektora i njihove tražnje za kreditima (država i banke). Ipak, treba konstatovati da postoje značajne najave kada je u pitanju priliv SDI.

Što se tiče spremnosti banaka da kreditiraju, ne-realno je očekivati da će se oprezne politike banaka bitnije promijeniti tokom 2015. godine, čemu značajno doprinosi i dalje visok udio loših kredita. Stanje u metalskoj industriji će, naravno, najviše zavisiti od razvoja situacije sa KAP-om, što je vrlo teško predvidjeti. U mjeri u kojoj se kreće nastavi sa realizacijom investicionih projekata (uz prvu dionicu autoputa Bar-Boljare, ali i drugih projekata), njihovi direktni i posredni efekti biće prisutni već u 2015.

Prema prognozama inostranih institucija datih u tabeli 2.9, očekuje se ubrzanje rasta u 2015. godini. Međutim, čak ni stopa rasta od 3,3% (stopa koja se dobija ponderisanjem procjena rasta BDP-a od strane međunarodnih institucija, iz iste tabele) nije sasvim zadovoljavajuća za crnogorsku ekonomiju, imajući u vidu trenutnu razliku u nivou životnog standarda u odnosu na zemlje EU, prema kojima crnogorsko društvo nastoji da konvergira, iako u odnosu na region Crna Gora stoji solidno.

**Grafik 2.1****Crnogorski BDP per capita po paritetu kupovne moći, EU28=100, 2005-2013.**

Izvor: Eurostat

**Grafik 2.2**

Izvor: Eurostat, reskaliranje CBCG

**Tabela 2.5**

Crna Gora: Odabrani ekonomski indikatori, 2013-2016.					
Indikator	2013.	2014.		2015. / Prognoze	
		2014.	2015.	2016.	
Realni rast BDP-a, %	3,3	2,0	3,0	3,5	
Stopa nezaposlenosti (kao % ukupne radne snage)	19,5	19,3	18,6	17,0	
Indeks potrošačkih cijena, %	2,2	-0,2	0,8	2,1	
Deficit tekućeg računa (% BDP-a)	-14,6	-14,2	-13,8	-14,0	
Budžetski deficit (% BDP-a)	-4,6	-1,4	0,0	0,3	
Javni dug (% BDP-a)	58,1	58,9	58,6	59,4	

Izvor: Evropska komisija –Autumn forecast 2014 (novembar 2014)

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



**Tabela 2.7**

Crna Gora, prognoze WIIW-a iz novembra 2014. godine			
Indikator	2013.	2014.	2015.
		Prognoze	
Realni rast BDP-a (%)		3,3	2,1
Potrošačke cijene (% promjena u odnosu na prethodnu godinu)		2,2	0,0
Stopa nezaposlenosti, % (prema Anketi o radnoj snazi)		19,5	19,0
Tekući račun (% BDP)		-14,6	-15,4
			-15,9

**Tabela 2.8**

Realni rast BDP-a, prognoze EBRD-a, %						
Zemlja/region	2013.	Prognoza, januar 2015.		Prognoza, septembar 2014.		
		2014.	2015.	2015.	Promjena sep – jan.	
Centralna Evropa i baltičke zemlje						
Hrvatska	-0,9	-0,5	0,5	0,5	0,0	
Estonija	1,6	1,7	2,2	2,5	-0,3	
Mađarska	1,5	3,2	2,4	2,2	0,2	
Letonija	4,2	2,5	3,0	3,7	-0,7	
Litvanija	3,3	2,9	3,2	3,4	-0,2	
Poljska	1,7	3,2	3,0	3,3	-0,3	
Slovačka	1,4	2,4	2,6	3,0	-0,4	
Slovenija	-1,0	2,7	1,6	1,0	0,6	
Prosjek	1,5	2,8	2,6	2,8	-0,2	
Jugoistočna Evropa						
Albanija	1,4	1,5	2,5	2,5	0,0	
Bosna i Hercegovina	2,5	0,9	2,7	2,7	0,0	
Bugarska	1,1	1,5	0,8	2,0	-1,2	
Makedonija	2,7	3,8	3,5	3,0	0,5	
Kosovo	3,4	2,5	3,5	3,5	0,0	
Crna Gora	3,3	1,3	3,0	2,5	0,5	
Rumunija	3,5	2,6	2,8	2,8	0,0	
Srbija	2,6	-2,0	0,5	2,0	-1,5	
Prosjek	2,8	1,7	2,2	2,6	-0,4	

Prema modelskoj projekciji 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. Polazne pretpostavke za obračun po potrošnoj metodi obuhvataju sljedeće:

- rast potrošnje domaćinstava od 1,9% do 2%, uslijed određenog novog zapošljavanja, uslovljenog jačanjem investicione aktivnosti, i potencijalnog rasta zarada, te rasta kreditne aktivnosti ba-

naka koja se očekuje ulaskom novih banaka i eventulanog smanjenja kamatnih stopa na kredite uslijed većih tržišnih pritisaka;

- rast državne potrošnje od 1,3% do 1,7%, kao posljedica izdataka za finansiranje prve dionice autoputa, koja će se realizovati kroz kapitalni budžet;
- rast investicija u osnovna sredstva od 12,8%, kao rezultat stranih direktnih investicija za izgradnju autoputa Smokovac-Mateševu, u oblasti turizma i energetike;
- promjene u zalihamu će biti na nivou prošlogodišnjih;
- izvoz roba i usluga će postepeno rasti po stopi od oko 3%, kao posljedica stabilizacije i rasta industrijske proizvodnje i turističke potrošnje;
- uvoz će imati rast od 3,5% do 4%, uslijed potreba investitora za uvozom opreme, građevinskog materijala i radne snage, naročito za potrebe izgradnje autoputa, te supstitucije uvoza hrane domaćom proizvodnjom.

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%.

**Tabela 2.9**

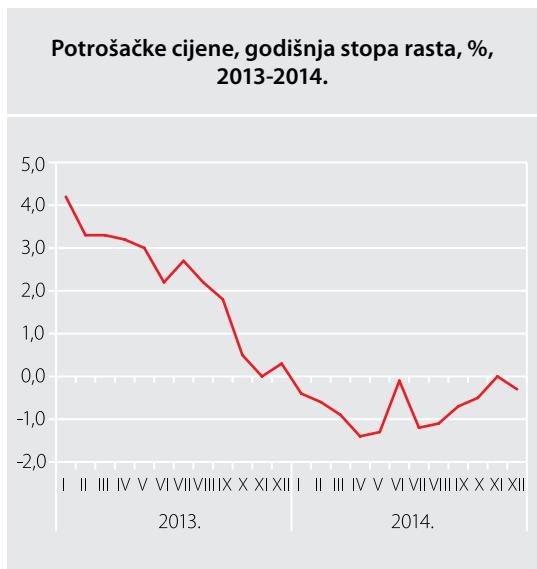
<b>Procjene međunarodnih finansijskih institucija o kretanju BDP-a Crne Gore u 2015. godini (u %)</b>	
Institucija	Procijenjena stopa rasta za 2015. godinu
MMF	4,6
EBRD	3,0
Odjeljenje UN za ekonomska i socijalna pitanja	2,7
Evropska komisija	3,0
Bečki institut	2,9
Svjetska banka	3,4

## 2.2. 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%.

### Grafik 2.3



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

Izvor: Monstat

Tabela 2.10

Učešće kretanja cijena pojedinih kategorija proizvoda u ukupnoj inflaciji				
	Ponder	Stopa rasta, XII 14 / XII 13.	Učešće, p.p.	Učešće, %
UKUPNO	1.000	-0,3	-0,3	100,0
Hrana i bezalkoholna pića	386,4	0,8	0,31	103,0
Alkoholna pića i duvan	37,9	0,9	0,03	11,4
Odjeća i obuća	70,7	0,7	0,05	16,5
Stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva	153,1	-0,3	-0,05	-15,3
Pokućstvo i rutinsko održavanje stana	46,9	-1,9	-0,09	-29,7
Zdravlje	38,2	3,6	0,14	45,8
Prevoz	101,0	-4,7	-0,47	-158,2
Komunikacije	57,1	-3,5	-0,20	-66,6
Rekreacija i kultura	27,2	0,6	0,02	5,4
Obrazovanje	15,7	0,0	0,00	0,0
Hoteli i restorani	23,0	0,1	0,00	0,8
Ostali proizvodi i usluge	42,8	-1,0	-0,04	-14,3

Izvor: Monstat, kalkulacije CBCG

Prema harmonizovanom indeksu potrošačkih cijena (metodološki standard u EU/Eurozoni, nešto različit od indeksa potrošačkih cijena), godišnja stopa inflacije u Crnoj Gori iznosila je -0,6%, nakon 0,4% iz decembra 2013. godine. Poređenja radi, godišnja stopa inflacije u decembru 2014. u Crnoj Gori bila je niža i od stope inflacije u EU, tj. Eurozoni, koja je iznosila -0,1%, odnosno 0,2%. U odnosu na druge regionalne zvanične i potencijalne kandidate za članstvo u EU, crnogorska inflacija bila je veća od one u Bosni i Hercegovini i Makedoniji, a manja od one zabilježene u Albaniji i Srbiji.

**Tabela 2.11**

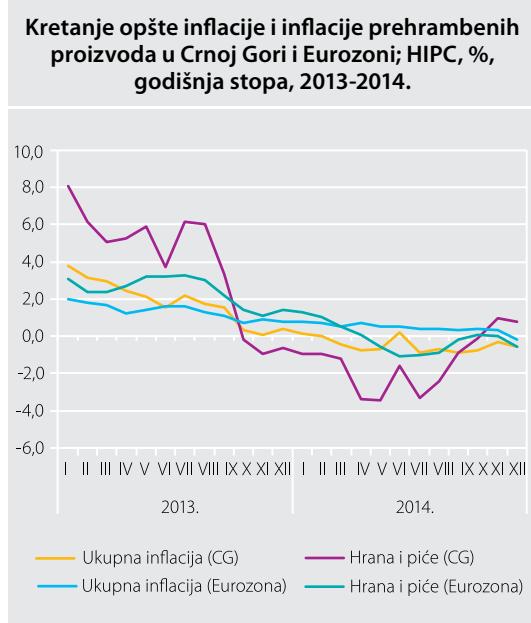
	IPC (HIPC) odabranih zemalja, %							
	XII 11/II 10.	XII 12/XII 11.	XII 13/XII 12.	III 14/III 13.	VI 14/VI 13.	IX 14/IX 13.	XII 14/XII 13.	
Albanija	1,7	2,4	1,9	2,2	1,5	1,5	0,7	
BiH	3,1	1,8	-1,2	-1,6	-1,4	-0,1	-0,4	
Crna Gora	2,8	5,1	0,3	-0,9	-0,1	-0,7	-0,3	
EMU	2,7	2,2	0,8	0,5	0,5	0,3	-0,2	
EU	3,0	2,3	1,0	0,6	0,7	0,4	-0,1	
Hrvatska	2,1	4,7	0,5	-0,1	0,5	0,2	-0,1	
Makedonija	2,8	4,7	1,4	0,2	-1,1	-0,7	-0,5	
Slovenija	2,1	3,1	0,9	0,6	1,0	-0,1	-0,1	
Srbija	7,0	12,2	2,2	2,3	1,3	2,1	1,7	

Izvor: statistički zavodi

Sa ponderom 38,6% za IPC, tj. 31,7% za HIPC (koji je ranije bio još veći), u Crnoj Gori hrana ostaje ubjedljivo najznačajnija kategorija-faktor ukupne stope inflacije. U Eurozoni, a u skladu sa potrošnjom prosječnog domaćinstva i njegovim izdvajanjem za hranu i bezalkoholna pića, isti ponder iznosi svega 15,7%. Posljeđično, globalne promjene cijene hrane se mnogo manje odražavaju na opštu inflaciju u Eurozoni u odnosu na Crnu Goru. Osim toga, odstupanje kretanja cijena hrane u Crnoj Gori u odnosu na Eurozonu rezultat je djelovanja više faktora: postojanja zaliha i njihove relativne veličine, mogućnosti supstitucije, geografske pozicije i transportnih troškova, razvijenosti konkurenциje kod uvoznika i trgovaca na malo, promjena poreskih, carinskih, administrativnih i drugih mjera ekonomске politike, trenutnog opštег stanja u privredi, ponekad i razlike u strukturi same kategorije *hrana i bezalkoholna pića*, i ostalih ekonomskih i drugih faktora. Ako govorimo o razlici u odnosu na globalne cijene hrane, promjene kursa euro-dolar su još jedan faktor odstupanja.

MMF prognozira prosječan pad cijena hrane (berzanskih standardizovanih proizvoda) od 10,8% tokom 2015. godine, nakon čega se очekuje stabilizacija, odnosno blago opadanje cijena hrane nakon 2015. godine. Očekuje se i drastično niži nivo cijena nafte i ostalih energenata (gleđano kroz godišnji projek), tako da bi, sa tog staništa, sa globalne scene trebalo očekivati dalje deflatorne uticaje u 2015. godini.

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

**Grafik 2.4**

Izvor: Monstat, Eurostat

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%.

Polazne prepostavke prognoze inflacije za 2015. godinu su:

1. Povećanje geopolitičkih tenzija moglo bi podstići rast cijena energetika;
2. Nepovoljne vremenske prilike moglo bi rezultirati izraženijim rastom cijena prehrabbenih sirovina;
3. Donošenjem zakona o izmjenama i dopunama Zakona o akcizama, postepeno će se povećavati akcize na cigarete, alkohol i gazirana pića;
4. Uvođenje takse na maloprodajnu cijenu goriva;
5. Rast cijene električne energije do 5% (uključen predviđeni rast cijene u avgustu 2015. godine);
6. Rast investicija i intezivnija ekonomski aktivnost u 2015. godini;
7. Stagnacija cijena nekretnina.

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

S druge strane, ekspertska procjena je vrlo slična modelskoj, prema kojoj će inflacija u 2015. godini biti u rasponu od -0,5% do 2%.

## 2.3. Budžetski deficit/suficit

Efekti loše opšte ekonomsko situacije su i u prethodnoj godini uticali na to da se budžetske projekcije ne ostvaruju u obimu i dinamici kako je to planirano, iako možemo konstatovati da je fiskalna konsolidacija ostvarila značajne pozitivne rezultate. Tako je i u 2014. godini crnogorski budžet karakterisao veći nivo deficita od planiranog, primarno uslijed 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 sprječila veći budžetski deficit.

Tabela 2.12

Kretanje budžetskog deficita/suficita						
Opis/Period	2010.	2011.	2012.	2013.*	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

\* Deficit uključuje i neto povećanje obaveza, u iznosu od 14,4 miliona eura.

Izvor: Ministarstvo finansija

Izvorni prihodi budžeta u 2014. godini iznosili su 1,35 milijardi eura ili 39,8% procijenjenog BDP-a<sup>10</sup>. 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%.

Prema procjeni Ministarstva finansija, ukupni prilivi budžeta (izvorni prihodi i dodatno finansiranje) u 2014. godini iznosili su 1,66 milijardi eura, ili 49% procijenjenog BDP-a.

**Tabela 2.13**

Vrsta prihoda	Prihodi budžeta u 2014. godini						
	Ostvarenje	Plan	Odstupanje u odnosu na plan		2013.	Odstupanje u odnosu na 2013.	
	mil. €	mil. €	mil. €	%	mil. €	mil. €	%
PRIHODI BUDŽETA	1.351,9	1.276,1	75,8	5,9	1.243,4	108,5	8,7
Porezi	833,2	797,8	35,4	4,4	755,7	77,5	10,3
Porez na dohodak fizičkih lica	104,4	96,0	8,4	8,7	95,6	8,8	9,2
Porez na dobit pravnih lica	45,0	44,4	0,6	1,4	40,6	4,4	10,8
Porez na promet nepokretnosti	1,5	1,5	-0,1	-4,2	1,4	0,0	2,7
Porez na dodatu vrijednost	497,6	455,9	41,6	9,1	429,2	68,4	15,9
Akcize	156,5	171,1	-14,6	-8,6	161,4	-5,0	-3,1
Porez na međunarodnu trgovinu i transakcije	22,3	23,7	-1,5	-6,2	22,3	0,0	0,0
Ostali republički porezi	6,0	5,1	0,9	17,5	5,1	0,9	17,3
Doprinosi	444,3	397,8	46,5	11,7	398,5	45,8	11,5
Doprinosi za penzijsko i invalidsko osiguranje	270,1	234,9	35,2	15,0	241,9	28,2	11,6
Doprinosi za zdravstveno osiguranje	151,0	138,7	12,4	8,9	134,7	16,3	12,1
Doprinosi za osiguranje od nezaposlenosti	12,2	11,6	0,5	4,7	10,8	1,4	12,9
Ostali doprinosi	11,0	12,7	-1,7	-13,2	11,1	-0,1	-0,7
Takse	15,0	20,9	-5,9	-28,3	27,2	-12,2	-44,8
Naknade	17,0	13,0	3,9	30,2	13,2	3,7	28,1
Ostali prihodi	29,5	31,4	-1,9	-6,0	33,7	-4,1	-12,3
Primici od otplate kredita i sredstva prenesena iz prethodne godine	7,4	7,0	0,3	4,8	8,5	-1,2	-13,6
Donacije i transferi	5,5	8,0	-2,5	-31,6	6,6	-1,1	-17,3
DODATNO FINANSIRANJE							
Pozajmice i krediti od domaćih izvora	104,4	0,0	104,4	...	145,4	-40,9	-28,2
Pozajmice i krediti od inostranih izvora	205,7	228,0	-22,2	-9,8	188,5	17,2	9,1
Primici od prodaje imovine	3,9	5,0	-1,1	-21,6	11,9	-8,0	-67,2
Povećanje / smanjenje depozita	-1,8	-10,0	8,3	-82,5	44,0	-45,8	-104

Izvor: Ministarstvo finansija

<sup>10</sup> Procijenjeni BDP za 2014. godinu iznosi 3,39 milijardi eura.

Izdaci<sup>11</sup> 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).

**Tabela 2.14**

Vrsta izdatka	Ostvarenje	Plan	Odstupanje u odnosu na plan		2013.	Odstupanje u odnosu na 2013.	
	mil. €	mil. €	mil. €	%	mil. €	mil. €	%
BUDŽETSKI IZDACI	1.454,4	1.327,6	126,9	9,6	1.444,8	9,6	0,7
TEKUĆI IZDACI	1.379,3	1.237,3	142,0	11,5	1.367,6	11,7	0,9
Tekući budžetski izdaci	691,5	632,1	59,4	9,4	605,6	85,9	14,2
Bruto zarade i doprinosi na teret poslodavca	387,3	386,3	1,0	0,3	371,0	16,3	4,4
Ostala lična primanja	11,8	11,5	0,3	2,6	12,0	-0,2	-1,6
Rashodi za materijal	28,6	30,8	-2,2	-7,2	27,3	1,3	4,8
Rashodi za usluge	51,9	42,7	9,2	21,7	47,5	4,4	9,3
Rashodi za tekuće održavanje	21,3	21,7	-0,4	-1,8	20,4	0,9	4,2
Kamate	75,0	75,6	-0,6	-0,8	67,9	7,1	10,4
Renta	8,0	8,1	-0,1	-1,2	7,9	0,1	1,5
Subvencije	18,4	18,9	-0,4	-2,4	17,4	1,0	5,7
Ostali izdaci	24,8	26,2	-1,5	-5,6	21,9	2,8	12,9
Kapitalni izdaci u tekućem budžetu	64,4	10,3	54,0	521,9	12,2	52,1	427,0
Transferi za socijalnu zaštitu	492,1	494,7	-2,6	-0,5	483,0	9,2	1,9
Prava iz oblasti socijalne zaštite	61,9	58,6	3,2	5,5	64,0	-2,2	-3,4
Sredstva za tehnološke viškove	22,6	17,3	5,3	30,9	13,1	9,5	72,6
Prava iz oblasti penzijskog i invalidskog osiguranja	384,4	397,3	-12,9	-3,3	383,2	1,2	0,3
Ostala prava iz oblasti zdravstvene zaštite	15,2	14,5	0,7	4,9	14,8	0,4	2,9
Ostala prava iz zdravstvenog osiguranja	8,1	7,0	1,1	15,6	7,9	0,2	2,9
Transferi institucijama, pojedincima, nevladinom i javnom sektoru	99,0	99,5	-0,4	-0,4	94,3	4,7	5,0
KAPITALNI BUDŽET	75,2	90,3	-15,1	-16,7	77,2	-2,1	-2,7
Pozajmice i krediti	2,5	2,1	0,3	16,1	2,8	-0,3	-9,7
Rezerve	13,5	8,9	4,7	52,8	14,1	-0,6	-4,2
Otplata garancija	15,3	0,0	15,3	...	107,2	-92,0	-85,8
Otplata obaveza iz prethodnih godina	65,3	0,0	65,3	...	60,5	4,7	7,8
Neto povećanje obaveza	0,0	0,0	0,0	...	14,4	-14,4	...
OTPLATA DUGOVA							
Otplata dugova	209,8	171,4	38,3	22,4	174,0	35,7	20,5
Otplata hartija od vrijednosti i kredita rezidentima	99,8	30,0	69,7	232,4	107,6	-7,9	-7,3
Otplata hartija od vrijednosti i kredita nerezidentima	110,0	108,1	1,9	1,8	66,4	43,6	65,6
Otplata obaveza iz prethodnih godina		33,3	...	...			

Izvor: Ministarstvo finansija

<sup>11</sup> Ukupni odlivi umanjeni za otpлатu dugova.

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 deficitu tokom posljednjih šest godina iznosio je visokih 4% BDP-a. Ujedno, u pitanju je šesta godina za redom u kojoj je zabilježen i primarni deficit budžeta (razlika između deficitu i izdataka za kamate). Ipak, ohrabrujuće djeluje činjenica da je budžetski deficit niži u odnosu na prešlogodišnji i pored visokog nivoa vanrednih rashoda. Da nije bilo ranjivosti iz prethodnog perioda (garancije i isplate po sudskim odlukama) budžetski deficit bio bi znatno manji i u skladu sa planiranim.

Dodatno, otpalata duga iznosila je 209,8 miliona eura (što je iznos koji ne ulazi u deficit), tako da su ukupno nedostajuća sredstva za 2014. godinu bila 312,3 miliona eura, ili 9,2% BDP-a. Ovaj iznos je finansiran pozajmicama iz inostranih izvora (205,7), pozajmicama iz domaćih izvora (104,4), prihodima od prodaje državne imovine (3,9) i kreiranjem-povećanjem nivoa državnih depozita (1,8 miliona eura).

Prema Zakonu o budžetu Crne Gore za 2015. godinu, planiran je deficit od 235,8 miliona eura (6,6% BDP-a), a kako je za plaćanje kamata (što je trošak koji se odnosi na planiranja i izvršenja budžeta u prethodnom periodu) predviđeno 75,8 miliona eura, to bi značilo da se za 2015. planira primarni deficit budžeta od 160 miliona eura. Razlog rasta budžetskog deficitu treba tražiti u izgradnji auto-puta. Ipak, biće izazov zadržati se u tim granicama deficitu, jer su, između ostalog, prethodnih godina izvršenja uglavnom podbacivala u odnosu na plan, bilo na prihodnoj ili rashodnoj strani.

## 2.4. Javni dug

Prema podacima Ministarstva finansija, državni dug na kraju 2014. godine iznosio je 1,94 milijarde eura, ili 57,3% procijenjenog BDP-a za 2014. godinu. Ukoliko se tome doda dug lokalnih samouprava, koji je iznosio 128,8 miliona eura, bruto javni dug na kraju 2014. iznosio je 2,07 milijardi eura<sup>12</sup>. Neto javni dug, kao razlika između bruto javnog duga i depozita Ministarstva finansija (koji uključuju i zlatot), iznosio je 2,02 milijarde eura, ili 59,6% BDP-a.

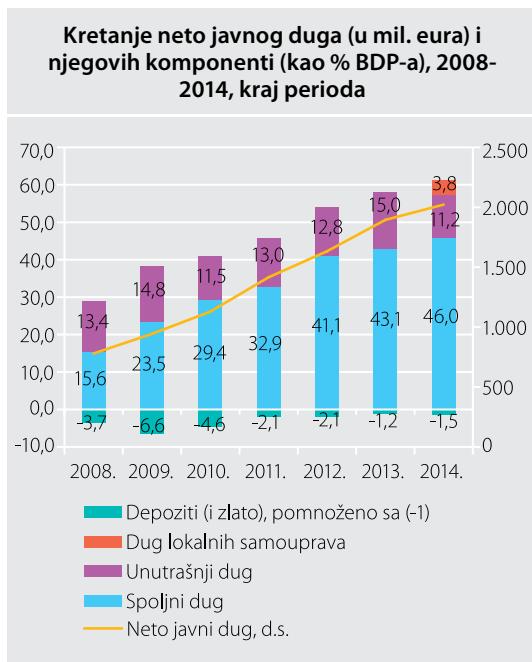
Tokom 2014. neto javni dug je povećan za 127,8 miliona eura, ili 2,7 p.p. BDP-a.

Tabela 2.15

Plan glavnih kategorija budžeta za 2015, u milionima eura	
Izvorni prihodi	1.329,2
Porezi i doprinosi	1.250,2
Ostali prihodi	79,0
Izdaci	1.565,0
Tekuća budžetska potrošnja	1.280,3
Kapitalni budžet CG	284,7
Deficit	-235,8
Primarni suficit	-160,0
Otplata duga	398,3
Otplata glavnice rezidentima	46,7
Otplata glavnice nerezidentima	317,8
Otplata obaveza iz prethodnog perioda	33,8
Otplata garancija	0,0
Nedostajuća sredstva	-634,1
Finansiranje	634,1
Pozajmice i krediti iz domaćih izvora	0,0
Pozajmice i krediti iz inostranih izvora	634,1

Izvor: Zakon o budžetu Crne Gore za 2015. godinu („Sl. Crne Gore“ 59/2014)

<sup>12</sup> Prema Zakonu o budžetu i fiskalnoj odgovornosti („SL CG“ 20/2014 i 56/2014) javni dug je definisan kao zbir državnog duga i duga lokalnih samouprava, čiji je dug prije 2014. bio obuhvatan kao dio unutrašnjeg državnog duga.

**Grafik 2.5**

Unutrašnji dug iznosio je 381,2 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).

Izvor: Ministarstvo finansija

**Tabela 2.16**
**Struktura unutrašnjeg duga, 31.12.2014 (sortirano po stanju duga)**

Kreditor	Unutrašnji dug, milioni €	% BDP-a	% unutrašnjeg duga	% ukupnog javnog duga
Obaveze po osnovu obeštećenja	89,9	2,7	23,6	4,3
Državni zapisi	77,7	2,3	20,4	3,8
Krediti kod poslovnih banaka	71,4	2,1	18,7	3,4
Stara devizna štednja	55,7	1,6	14,6	2,7
Domaće obveznice	38,2	1,1	10,0	1,8
Pravna lica i privredna društva	36,1	1,1	9,5	1,9
Krediti kod nefinansijskih institucija	6,7	0,2	1,8	0,3
Obveznice Fonda rada	3,8	0,1	1,0	0,2
Zaostale penzije	1,8	0,1	0,5	0,1
<b>UKUPNO</b>	<b>381,2</b>	<b>11,2</b>	<b>100,0</b>	<b>18,4</b>

Izvor: Ministarstvo finansija

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, 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).

**Tabela 2.17**

<b>Struktura spoljnog duga, 31.12.2014 (sortirano po stanju duga)</b>				
Kreditor	Spoljni dug, milioni €	% BDP-a	% spoljnog duga	% ukupnog javnog duga
Euroobveznice	647,4	19,1	41,5	31,3
Međunarodna banka za obnovu i razvoj (IBRD)	229,4	6,8	14,7	11,1
Credit Suisse	204,0	6,0	13,1	9,9
Evropska investiciona banka (EIB)	103,8	3,1	6,7	5,0
Zemlje članice Pariskog kluba kreditora*	98,9	2,9	6,3	4,8
Međunarodna organizacija za razvoj (IDA)**	62,2	1,8	4,0	3,0
Deutsche bank	60,0	1,8	3,8	2,9
Kreditna banka za obnovu - Njemačka (KfW)	25,2	0,7	1,6	1,2
Erste	18,0	0,5	1,2	0,9
EUROFIMA	17,0	0,5	1,1	0,8
EBRD	16,1	0,5	1,0	0,8
Češki exim	14,6	0,4	0,9	0,7
Steiermarkische Sparkassen	14,3	0,4	0,9	0,7
Mađarski kredit	9,3	0,3	0,6	0,5
Razvojna banka Savjeta Evrope	9,1	0,3	0,6	0,4
Poljski kredit	8,3	0,3	0,5	0,4
Austrijski kredit	7,4	0,2	0,5	0,4
Francuski kredit - Natixis	7,3	0,2	0,5	0,4
Španski kredit	4,8	0,1	0,3	0,2
Evropska komisija	4,7	0,1	0,3	0,2
<b>UKUPNO</b>	<b>1.561,7</b>	<b>46,0</b>	<b>100,0</b>	<b>75,4</b>

\* Na 31.12.2014. godine 29,1% duga je denominovano u USD, CHF i NOK.

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

Izvor: Ministarstvo finansija

### Boks 2.1 – Kreditni rejting Crne Gore

Na kraju 2014. godine, Crna Gora je imala B+ (B plus) kao dugoročni kreditni rejting u stranoj valuti, dodijeljen od strane rejting agencije Standard and Poor's (*Standard and Poor's*, ili S&P). Rejting Crne Gore aktuelan je od sredine novembra 2014, nakon što je tada snižen sa BB– na B+, a izgledi promijenjeni iz negativnih u stabilne. BB+/stabilno, dodijeljen u martu 2007, bio je najjači rejting od kada S&P dodjeljuje rejting Crnoj Gori, tj. od decembra 2004. godine.

B+ je „veoma špekulativan rejting“, gdje je „dužnik više ranjiv u odnosu dužnike rejtinga BB, ali trenutno može da izmiruje svoje finansijske obaveze. Nepovoljni poslovni, finansijski ili ekonomski uslovi se mogu negativno odraziti na kapacitet ili spremnost dužnika da izmiri svoje finansijske obaveze“. Stabilni izgledi znače da se rejting vjerovatno neće mijenjati u sljedećih šest do 24 mjeseci.

U odnosu na druge zemlje regiona, Crna Gora je u grupi zemalja sa gorim rejtingom, a ispred je Albanija, Bosne i Hercegovine i Grčke, čiji rejting je B. Međutim, ni ostale zemlje regiona nijesu bitno bolje u odnosu na Crnu Goru. Jedino Slovenija i Rumunija imaju investicioni rejting (A- i BBB-), dok Bugarska i Hrvatska, zemlje članice EU, imaju rejting BB+ i BB, respektivno.

**Tabela 1**

**Dugoročni kreditni rejting u stranoj valuti S&P-a za zemlje regiona  
(stanje na kraju 2014; rangirano prema rejtingu)**

Zemlja	Rejting	Početak važenja	Izgledi	Početak važenja
Slovenija	A-	12.02.2013.	Stabilni	12.02.2013.
Rumunija	BBB-	16.05.2014.	Stabilni	16.05.2014.
Bugarska	BB+	12.12.2014.	Stabilni	12.12.2014.
Hrvatska	BB	24.01.2014.	Stabilni	24.01.2014.
Makedonija	BB-	24.05.2013.	Stabilni	24.05.2013.
Srbija	BB-	07.08.2012.	Negativni	07.08.2012.
Crna Gora	B+	14.11.2014.	Stabilni	14.11.2014.
Albanija	B	06.12.2013.	Pozitivni	10.10.2014
BiH	B	28.03.2012.	Stabilni	28.03.2012.
Grčka	B	12.09.2014.	Stabilni	18.12.2012.

Izvor: Bloomberg

### Garancije

Strane garancije Crne Gore na kraju 2014. godine iznosile su 305,4 miliona eura, ili devet posto BDP-a. U pitanju je povećanje od 25,8 miliona eura u odnosu na kraj 2013. godine, uslijed potpisivanja jedne nove garancije u 2014., kao i većeg povlačenja ranije nepovučenih sredstava u odnosu na otplate za jmova tokom godine. Takođe, treba pomenuti i dio sredstava koja nijesu povučena, a za koja će država garantovati ako do povlačenja dođe. U pitanju je iznos od 90,8 miliona eura, to jest 2,7% BDP-a.



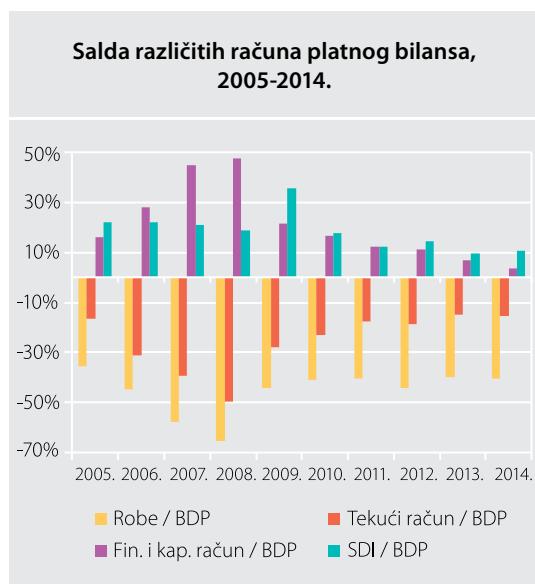
**Tabela 2.19**

<b>Domaće garancije, u eurima (sortirano po stanju duga)</b>					
Kreditor	Zajmoprimac	Godina potpisivanja	Potpisani iznos	Povućeno do 31.12.2014.	Stanje duga na 31.12.2014.
Hipotekarna banka	Montenegro Airlines	2009.	2.700.000	2.700.000	2.324.525
NLB Montenegrobačka	Montenegro Airlines	2011.	2.400.000	1.997.580	1.750.309
Hipotekarna banka	Montenegro Airlines	2011.	2.000.000	2.000.000	1.518.136
Prva banka	Montenegro Airlines	2013.	1.200.000	1.200.000	1.200.000
NLB Montenegrobačka	Montenegro Airlines	2010.	1.800.000	1.800.000	1.072.108
Crnogorska komercijalna banka	Jadransko brodogradilište a.d. Bijela	2012.	1.050.000	1.050.000	893.309
Investicione razvojni fond	Crnogorska plovidba a.d. Kotor	2011.	1.500.000	1.000.000	185.495
<b>UKUPNO</b>			<b>12.650.000</b>	<b>11.747.580</b>	<b>8.943.881</b>

Izvor: Ministarstvo finansija

Kako je CBCG na to i ranije upozoravala, i u 2014. je materijalizovan rizik aktiviranja određenih garancija. U 2014. su aktivirane domaće garancije, i to po kreditima datim Rudnicima boksita a.d. Nikšić, Melgoniji-Primorka d.o.o. Bar i Pobjedi a.d Podgorica (dva kredita). Ukupno, u 2014. potrošeno je 15,3 miliona eura za plaćanje obaveza po aktiviranim garancijama.

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

**Grafik 2.6**

Izvor: CBCG

## 2.5. Platni bilans

U 2014. godini zabilježeno je blago povećanje deficitu tekućeg računa platnog bilansa. Gledano kroz strukturu tekućeg računa, povećanje deficitu prevashodno je uzrokovo povećanjem robnog deficitu i manjim suficitom na računu primarnih dohodaka, dok rast salda usluga nije bio dovoljan da nadomesti negativna kretanja kod salda roba i primarnih dohodaka.

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

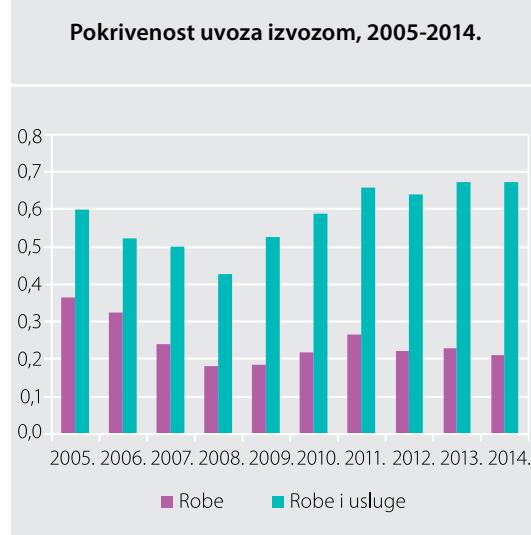
U robnoj razmjeni sa inostranstvom ostvareni su pad izvoza (8,4%) i neznatan rast uvoza (0,5%). Gleđano kroz strukturu izvoza ubjedljivo najkrupnija promjena odnosi se na pad prihoda od izvoza električne energije, obojenih metala i gvožđa i čelika, dok je najveći rast prihoda zabilježen kod izvoza mesa i mesnih prerađevina. Najveća promjena u strukturi uvoza odnosi se na rast rashoda po osnovu uvoza mesa i mesnih prerađevina, odnosno na pad rashoda po osnovu uvoza ostalih transportnih sredstava i opreme, kao i uvoza električne energije. Pokrivenost uvoza izvozom iznosi 20,9%, što predstavlja pad od dva procentna poena u odnosu na 2013. godinu. I dalje veoma skroman racio izvoz/uvoz roba ukazuje na potrebu za daljom promocijom i podsticanjem ulaganja u proizvodnju namijenjenu izvozu i/ili supstituciji uvoza, tj. iznad svega, na stvaranje uslova za povećanje konkurentnosti domaćih proizvođača i produktivnosti domaće radne snage.

Rast eksterne tražnje je pozitivno uticao na kretanja na računu usluga na kojem je suficit povećan za 5,7% (690,4 miliona eura), prije svega zahvaljujući manjem neto odlivu od ostalih poslovnih usluga (odliv 24,6 miliona eura nakon odliva od 47,1 milion eura u 2013. godini) i većem neto prilivu po osnovu putovanja-turizma (za 17,1 milion eura). Pokrivenost spoljnotrgovinskog deficitu suficitima ostvarenim na ostalim podračunima tekućeg računa u 2014. godini iznosila je 62%, što je za 1,3 procentna poena niže u odnosu na prethodnu godinu.

Na kapitalnom i finansijskom računu ostvaren je mnogo manji suficit u odnosu na 2013. godinu, zbog izrazito većeg deficitita na računu ostalih investicija. U 2014. godini je, najviše zbog rasta prihvata po osnovu interkompanijskog duga, neto priliv SDI bio za 9,3% veći u poređenju s prethodnom godinom. Neto priliv SDI je tako iznosio 353,9 miliona eura ili 10,4% BDP-a. Na računu portfolija 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 (od tog iznosa blizu 85 miliona eura je izdvojeno na refinansiranje starih euroobveznica, pa je novo zaduženje bilo preko 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.

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

Deficit tekućeg računa stoga ne predstavlja nužno negativnu pojavu u situaciji u kojoj je povezan sa izbalansiranim tekućim (i/ili budućim) ekonomskim rastom. Struktura uvoza je važna – generalno,

**Grafik 2.7**

Izvor: CBCG

gora je situacija u kojoj je uvoz investicionih dobara (ili potrošnih dobara u investicione svrhe) zapo-stavljen u korist potrošnih dobara. Važni su i način i održivost finansiranja: vlasnička ulaganja su po pravilu poželjnija od dužničkih ulaganja, posebno ukoliko je zaduženost već na izraženijem nivou. Generalno, platnobilansna kretanja sama po sebi ne predstavljaju prijetnju finansijskoj stabilnosti u slučaju Crne Gore, ali i dalje ukazuju na potrebu za ekonomskim reformama i promjenom razvojnog modela ekonomije.

## 2.6. Tržište nekretnina

Na tržištu nekretnina i u 2014. godini nastavljen je trend prilagođavanja velike ponude ograničenoj tražnji, kroz smanjivanje cijena stambenih objekata. Imajući u vidu izdiferenciranost tražnje, ograničenost domicilne tražnje za nekretninama uslijed 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, uslijed kojeg potrošači odlažu kupovinu očekujući dalji pad cijena, realno je bilo očekivati pad cijena nekretnina.

**Tabela 2.20**

<b>Sumarna statistika prosječne vrijednosti stambenih objekata po kvadratnom metru u Podgorici</b>			
Period	Cijena, €	Lančani indeks	Bazni indeks
Septembar 2007.	1.697,6	100,0	100,0
Mart 2008.	1.738,3	102,4	102,4
Septembar 2008.	1.525,5	87,8	89,9
Mart 2009.	1.402,1	91,9	82,6
Septembar 2009.	1.223,1	87,2	72,1
Mart 2010.	1.128,3	92,2	66,5
Jun 2010.	1.191,5	105,6	70,2
Septembar 2010.	1.177,1	98,8	69,3
Decembar 2010.	1.185,2	100,7	69,8
Mart 2011.	1.171,2	98,8	69,0
Jun 2011.	1.163,0	99,3	68,5
Septembar 2011.	1.174,0	100,9	69,2
Decembar 2011.	1.151,2	98,1	67,8
Januar 2012.	1.168,3	101,5	69,0
Jun 2012.	1.179,6	102,5	69,5
Septembar 2012.	1.172,3	99,4	69,1
Decembar 2012.	1.171,6	99,9	69,0
Mart 2013.	1.169,4	99,9	68,88
Jun 2013.	1.069,8	91,48	63,10
Mart 2014.	971,4	90,80	57,22
Septembar 2014.	950	97,8	55,96

Izvor: CBCG

Prema rezultatima septembarske ankete, просјечна цijena nekretnina по kvadratnom metru<sup>13</sup> у Подгорици iznosila je 950 eura, што представља pad od 2,2% u odnosu na mart 2014. godine. Posmatrajući lančani indeks kretanja цijena nekretnina, može se vidjeti da je u septembru 2014. godine nastavljen pad цijena koji je започет у јуну 2013. godine, nakon трогодишње stagnacije цijena на тржишту nekretnina.

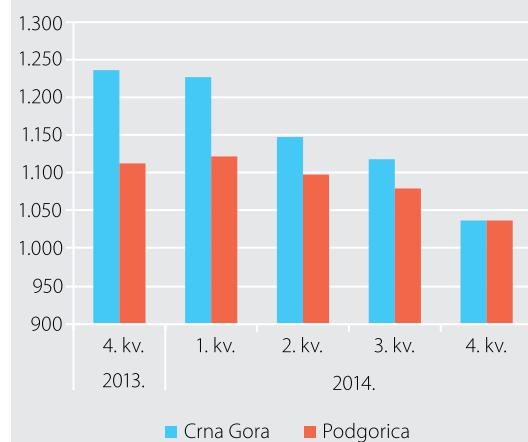
Просјечне цijene kvadratnog metra stanova u novogradnji u Crnoj Gori takoђе биљеže pad. Тако је просјечна цijена stana u novogradnji u poslednjem kvartalu 2014. године iznosила 1.037 eura, што је за 16,1 % мање у односу на исти прошлогодишњи период. На овај pad највише је uticao pad цijena stanova u novogradnji u Budvi. Prodaja stanova u novogradnji u четвртом kvartalu u Crnoj Gori blježi pad od 7,8% у односу на исти kvartal прошле године. Najвећа просјечна цijena stanova u novogradnji u четвртом kvartalu уgovorenа је у општини Budva, 1.365 eura за метар kvadratni, slijedi Podgorica sa 1.036 eura, Bar sa 1.180 eura i Nikšić sa 539 eura po metru kvadratnom.

Na pad цijena nekretnina ukazuje и posljednja anketa agencija za nekretnine коју је спровела CBCG. Naime, 50% испитаних агенција сматра да су цijene nekretnina u Crnoj Gori пale u просјеку 10%-20%. Такође, 45% анкетirаних агенција забилježilo је pad prometa u просјеку од 30-50%, dok је 45% агенција имало непромијенjen promet. Само је 10% испитаних агенција ostvarilo rast prometa u просјеку од 10-30%.

Tabela 2.21 ukazuje да, mјерено nivoom signifikantnosti, на цijenu stambenog objekta u Podgorici, prevashodno, utиће zona којој stambeni objekat pripada. Naime, stambeni objekti u prvoj zoni су скuplji u odnosu na трећu zonu, dok su stambeni objekti u drugoj zoni jeftiniji od треће zone<sup>14</sup>. Уколико posmatramo tip stambenog objekta, stanovi су скuplji u odnosu на куће. Stanovi starosti do 10 godina су скuplji od осталих. На цijenu stambenog objekta utиће и да ли objekat posjeduje гараžу. Ostale kvalitativne karakteristike stambenog objekta као што су број soba, број balkona, tip grijanja и posjedovanje interneta, nijesu uticali на цijenu stamenih objekata u Podgorici.

Grafik 2.8

Prosječne cijene kvadratnog metra stanova  
u novogradnji u Crnoj Gori, u eurima,  
4. kvartal 2013 – 4. kvartal 2014.



Izvor: Monstat

<sup>13</sup> Prema hedonickom indeksu dobijenom iz ankete koju spроводи CBCG, где se цijene ne odnose na стварне, realizovane цijene, већ у основи представљају subjektivne цijene vlasnika nekretnina, tj. цijene ispod којих они не би били спремни да prodaju nekretnine koje posjeduju.

<sup>14</sup> Treću zonu smo uzeli kao bazu.

**Tabela 2.21**

<b>Empirijski rezultati modela prosječne cijene stambenog prostora, septembar 2014. godine</b>					
Inprice	Koeficijent	Standardna greška	t	P> t	
PG1	0,143***	0,032	4,45	0,000	
PG2	-0,115***	0,041	-4,00	0,000	
Stan	0,115**	0,041	2,79	0,006	
Starost do pet godina	0,140**	0,053	2,64	0,009	
Starost između 5-10 godina	0,211***	0,054	3,90	0,000	
Posjeduje garažu	0,072*	0,039	1,84	0,067	

**Objašnjenje:**

\*\*\* značajnost na 1%,

\*\* značajnost na 5%, \*

značajnost na 10%

**Dijagnostika:**

Broj opservacija 370;

R-squared = 0.4024;

VIF= 2,95;

Ramsey test F(3, 348) = 2.0

Prob &gt; F = 0.1132

Testovi robusnosti pokazuju da je model dobro specificiran, da nema problema sa multikolinearnošću (izuzetno niska vrijednost VIF-a), kao ni sa funkcionalnom formom (Ramsey Reset Test).

U tabeli 2.22 prikazano je kretanje cijena nekretnina u nizu zemalja prema *Global Property Guide*. Kao što se može vidjeti, u 2014. godini prisutna su divergentna kretanja cijena nekretnina: najveći rast je registrovan u Ujedinjenim Arapskim Emiratima - Dubaiju (od 23,73%), a najveći pad u Ukrajini (od 36,6%). Takođe, primjetno je da se evropsko tržište nekretnina oporavlja. Što se tiče balkanskih zemalja koje su uključene u Izvještaj, nakon pada cijena nekretnina u 2013. godini, rast cijena zabilježen je u Hrvatskoj (2,64%) i Bugarskoj (1,29%), dok je u Rumuniji i Grčkoj zabilježen pad cijena.

Tabela 2.22

Kretanje cijena nekretnina u odabranim zemljama (rangirano prema godišnjoj promjeni u trećem kvartalu 2014)				
Država	Godišnja promjena, kv.3 2013, %	Ocjena trenda	Godišnja promjena, kv. 3 2014, %	Kvartalna promjena, kv. 3 2014, %
UAE – Dubai	21,37	↑	23,73	-1,13
Estonija (Talin)	12,46	↑	15,30	2,51
Irska	3,45	↑	14,52	6,43
Ujedinjeno Kraljevstvo	1,47	↑	8,95	1,16
Turska	4,65	↑	7,51	3,87
Australija	5,99	→	6,76	1,17
Island	2,03	↑	6,69	2,00
Izreal	6,22	→	6,43	2,37
Letonija	2,44	↑	4,71	1,17
Litvanija	-0,47	↑	4,62	0,49
Češka	0,22	↑	4,04	1,20
Novi Zeland	6,40	↓	3,93	-1,91
Holandija	-3,14	↑	3,89	1,58
Filipini	10,83	↓	3,58	2,43
Tajvan	14,97	↓	3,42	-1,60
Kanada	1,61	↑	3,31	2,33
Brazil –Sao Paolo	6,98	↓	3,29	1,00
US (Case Shiller)	9,31	↓	3,08	0,77
US (FHFA)	6,55	↓	2,76	0,84
Hrvatska	-17,69	↑	2,64	4,43
Indonezija	4,54	↓	2,19	-0,81
Tajland	3,61	↓	2,15	3,42
Južna Afrika	2,05	↑	1,91	0,47
Portugalija	1,55	↑	1,86	2,67
Hong Kong	7,76	↓	1,57	4,53
Švajcarska	3,46	↓	1,48	-0,02
Vijetnam	-0,88	↑	1,45	-0,21
Norveška	0,13	↑	1,32	-0,45
Bugarska	-0,21	↑	1,29	-0,08
Južna Koreja	-2,00	↑	0,59	-3,34
Japan – Tokio	7,63	↓	0,49	-0,53
Slovačka	2,87	↑	-0,23	0,42
Rumunija	-8,01	↑	-1,41	1,12
Finska	-0,24	↓	-2,15	-0,80
Kina	14,26	↓	-4,11	-3,83
Španija	-9,46	↑	-4,15	-2,71
Singapur	2,10	↓	-4,79	-0,38
Rusija	-3,64	↓	-5,68	-0,74
Grčka	-9,69	↑	-7,08	-0,17
Ukrajina - Kijev	4,61	↓	-36,60	-10,45

Napomena:

↑ = povećanje promjene cijena kuća više od jednog procentnog poena

→ = povećanje promjene cijena kuća manje od jednog procentnog poena

← = smanjenje promjene cijena kuća manje od jednog procentnog poena

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

Izvor: Global Property Guide, 2014.

Stambeni krediti su značajna determinanta tražnje na tržištu nekretnina. Učešće stambenih kredita na kraju 2014. godine iznosi oko 9,3% procijenjenog BDP-a, i opada u odnosu na 2013. i 2012. godinu. Primjetno je razdvajanje i slabljenje kreditne aktivnosti, kako u apsolutnim tako i u relativnim pokazateljima, što je vjerovatno uticalo na ograničavanje tražnje.

**Tabela 2.23**

Trend kretanja stambenih kredita, 2005-2014.					
Godina	BDP, u milionima €	Stambeni krediti, stanje na kraju godine, u 000 €	Broj stanovnika*	Stambeni krediti, stanje na kraju godine	
				% BDP-a	Po glavi stanovnika (u €)
2005.	1.815,0	11.259	623.277	0,6	18
2006.	2.149,0	63.790	624.241	3,0	102
2007.	2.680,5	222.592	615.875	8,3	361
2008.	3.085,6	264.073	616.969	8,6	428
2009.	2.981,0	349.042	618.294	11,7	565
2010.	3.104,0	350.880	619.428	11,3	566
2011.	3.234,0	325.793	620.029	10,1	525
2012.	3.148,9	309.729	620.029	9,8	500
2013.	3.327,1	317.987	620.029	9,6	512
2014.	3.393,0	315.089	620.029	9,3	508

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

Izvor: CBCG, Ministarstvo finansija, Monstat

Tokom 2014. godine izloženost bankarskog sektora prema sektoru građevinarstva najveća je poslije sektora trgovine. Međutim, udio loših kredita prema sektoru građevinarstva je osjetno ispod prosjeka. Trend smanjenja cijena na tržištu nekretnina nosi sa sobom nizak do umjeren rizik povećanja nelikvidnosti građevinskih firmi, tretmana kolateralna, odnosno aktiviranja hipoteke i posljedičnog daljeg umanjenja kreditne aktivnosti bankarskog sektora. Ipak, najavljena restrukturiranja kredita u građevinskom sektoru u 2015. godini trebalo bi da poboljšaju likvidnost građevinskih firmi, čime bi se smanjio predmetni rizik.

Većina anketiranih agencija za nekretnine (njih 55%) očekuje da će cijene pasti, 35% agencija smatra da će cijene ostati nepromijenjene, dok samo 10% smatra da će cijene porasti. Ipak, 40% agencija smatra da će tražnja ostati na istom nivou, 30% agencija očekuje da će doći do povećanja tražnje za nekretninama, dok 30% agencija očekuje da će se tražnja smanjiti. Što se tiče očekivanja agencija o promjeni broja inozemnih kupaca, polovina anketiranih agencija smatra da će se taj broj smanjiti, dok 30% agencija smatra da će se taj broj povećati u narednih godinu dana, a 20% agencija smatra da će taj broj ostati isti.

Imajući u vidu visoku ponudu nekretnina, izdiferenciranost tražnje, najave restrukturiranja kredita u građevinskom sektoru, realno je očekivati dalje prilagođavanje ponude tražnji, kroz blagi pad cijena nekretnina u prvoj polovini godine. Takođe, jakva devalvacija rublje može imati negativne posljedice na tržište nekretnina. Naime, državljanji Ruske Federacije koji su vlasnici nekretnina u Crnoj Gori mogu odlučiti da unovče svoje nepokretnosti, podstičući i onako veliku ponudu koja bi rezultirala

daljim smanjenjem cijena. Međutim, treba istaći da će tok realizacije značajnih turističkih i infrastrukturnih projekata u Crnoj Gori u drugoj polovini 2015. godine generisati priliv stanih direktnih investicija i uopšte uticati na blago oživljavanje prometa na tržištu nekretnina. Pored toga, rast kreditne aktivnosti banaka koji se očekuje u narednoj godini, snižavanje kamatnih stopa na kredite podstaknuto konkurenjom banaka, dešavanja u Eurozoni i kriza eura, mogli bi djelimično doprinijeti oživljavanju tržišta nekretnina i blagom rastu cijena nekretnina. Izvjesno poskupljenje nekretnina može se očekivati u opština gdje počinje izgradnja velikih turističkih objekata, kao što su Porto Novi, Luštica, Porto Montenegro.



# 3. FINANSIJSKI SISTEM

## 3.1. Bankarski sistem

Kretanja osnovnih agregata aktive su tokom 2014. godine bila uslovljena percepcijom o neubjedljivom stanju realnog sektora i potrebom pronašanja 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 zasniva na značajnom rastu pozicije novčanih sredstava i računa kod centralnih banaka, kao i na značajnom povećanju investicija u hartije od vrijednosti.

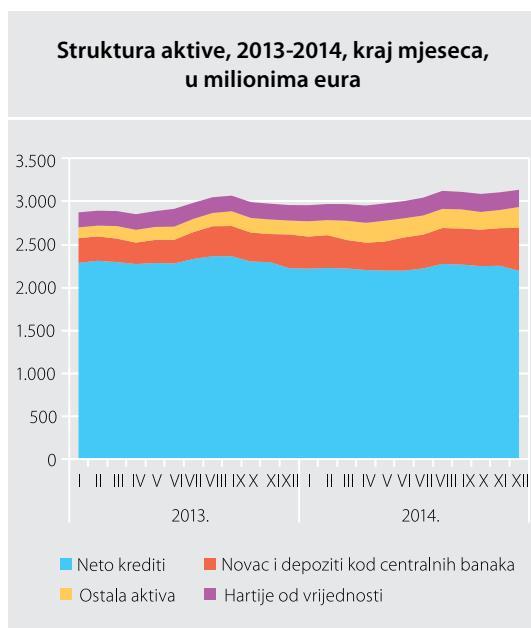
Poslijekrizni trend smanjenja pozajmica je nastavljen i u ovoj godini, što predstavlja nastavak promjene u načinu finansiranja, gdje se banke u sve većoj mjeri finansiraju putem depozita, koji su tokom godine porasli najjačom dinamikom još od 2007. godine. Strana aktiva i pasiva dodatno su uravnotežene. Likvidna sredstva su i u ovoj godini imala snažan rast, što djelimično ukazuje na problem slabijeg kreditiranja. Izloženost banaka prema državnom sektoru je blago smanjena.

Smanjenje koncentracije bankarskog sektora je nastavljeno i tokom 2014. godine, a ono nije vezano samo za ukupnu aktivu i kredite, već i za depozite.

Ukupna bilansna suma je u porastu 6% na kraju 2014. u odnosu na kraj 2013. U strukturi aktive, učešće neto kredita i potraživanja je smanjeno za 5,2 p.p. na 70,0%, dok je učešće novčanih sredstava i depozita kod centralnih banaka povećano za 2,7 p.p., na 15,9%. Hartije od vrijednosti su porasle za 50,3% pa je njihovo učešće u aktivi uvećano za 2,2 p.p. na 7,7% aktive. U strukturi pasive, pozicija depozita je na kraju 2014. godine povećana za 2,7 p.p. na 73,6% pasive. Pad pozajmica je iznosio 23% pa se njihov udio u pasivi smanjio za tri p.p na 7,9%.

Odnos bruto kredita i depozita je u padu, a na kraju 2014. je iznosio 84,6%, što je smanjenje od 11,4 p.p. u odnosu na kraj 2013.

Grafik 3.1



Izvor: CBCG

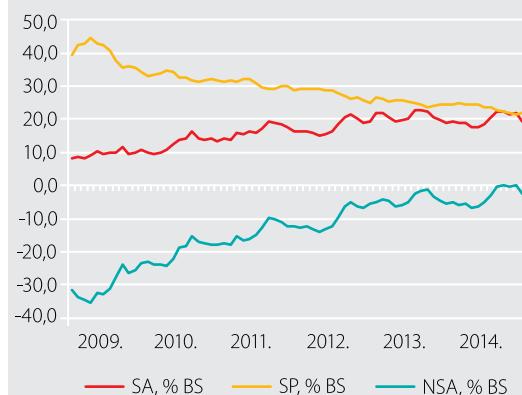


Strana aktiva i strana pasiva su dodatno uravnotežene tokom 2014., daljim rastom strane aktive i padom strane pasive. Tako je u septembru i novembru, na primjer, neto strana aktiva bila pozitivna, a odnos NSA i ukupne aktive bio je 0,2%. Na kraju godine, NSA u odnosu na ukupnu aktivu je iznosila -2,3%, uz učešće strane aktive od 19,5%, a strane pasive 21,9% u ukupnoj bilansnoj sumi. Radi se o najnižim nivoima neto strane aktive još od 2007. godine. Primjera radi, najveća neravnoteža zabilježena je na kraju aprila 2009. godine, kada je strana pasiva bila čak 44,6% ukupne pasive, a neto strana aktiva -35,5% u odnosu na bilansnu sumu.

Izloženost banaka u absolutnom 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 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 3.5

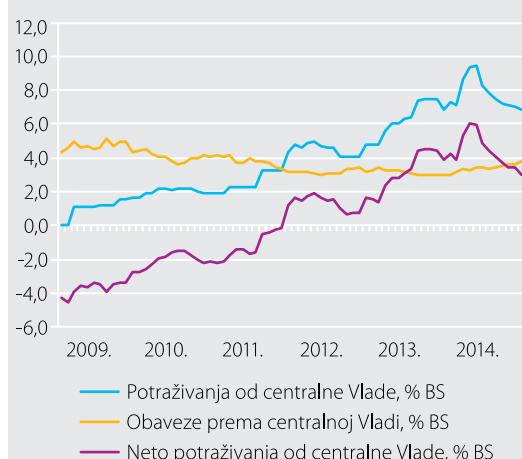
**SA, SP i NSA u odnosu na bilansnu sumu, 2009-2014, kraj mjeseca**



Izvor: CBCG

Grafik 3.6

**Izloženost banka prema centralnoj Vladi u odnosu na bilansnu sumu, 2009-2014, kraj mjeseca**



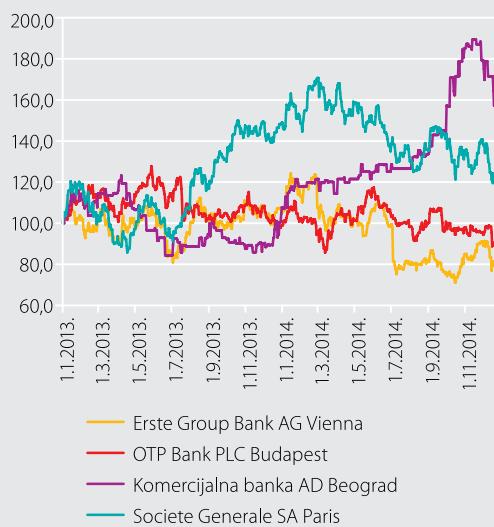
Izvor: CBCG

### Boks 3.1 – Matične banke na finansijskim tržištima u 2014. godini

U Crnoj Gori je u 2014. godini poslovalo 12 banaka, od čega ih je sedam sa većinskim učešćem nerezidenata u kapitalu. Od toga, šest banaka je u potpunom (ili gotovo potpunom) vlasništvu nerezidenata – većih bankarskih grupa iz Austrije (dvije banke), Francuske, Mađarske, Slovenije i Srbije. Na graficima 1 i 2 i tabeli 1 date su cijene akcija, CDS spredovi i rejtinzi banaka, kao i rejtinzi zemalja u kojima se nalaze sjedišta tih banaka. Određeni podaci nijesu bili dostupni.

**Grafik 1**

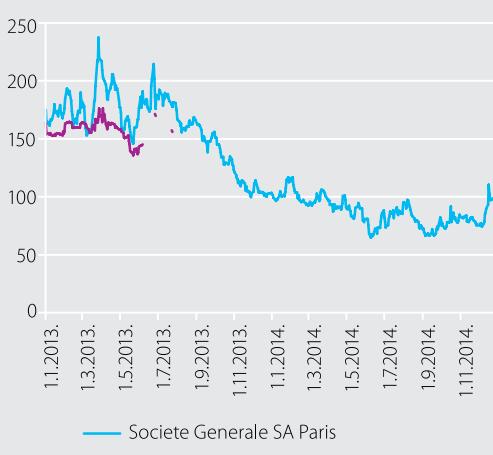
Cijene akcija banaka čiji supsidijari posluju u Crnoj Gori, 2013-2014, 01.01.2013=100



Izvor: Bloomberg, kalkulacije CBCG

**Grafik 2**

CDS spredovi banaka čiji supsidijari posluju u Crnoj Gori, 2013-2014, b.p.



Izvor: Bloomberg

**Tabela 1**

Rejtinzi S&P-a za banke čiji supsidijari posluju u Crnoj Gori (prema abecednom redu) i za njihove matične zemlje, kraj 2014.

Banka	Rejting	Početak važenja	Zemlja	Rejting	Početak važenja
Erste Group Bank AG Vienna	A-	13.08.2014.	Austrija	AA+	13.01.2012.
Hypo Alpe-Adria-Bank International AG Klagenfurt	Bez rejtinga	/			
Komercijalna banka a.d. Beograd	Bez rejtinga	/	Srbija	BB-	07.08.2012.
Nova Ljubljanska banka d.d. Ljubljana	Bez rejtinga	/	Slovenija	A-	12.02.2013.
OTP Bank Nyrt. Budapest	BB	27.11.2012.	Mađarska	BB	23.11.2012.
Société Générale S.A. Paris	A	23.01.2012.	Francuska	AA	08.11.2013.

Izvor: Bloomberg

### 3.1.1. Kreditni rizik

Tokom 2014. godine, kvalitet kreditnog portfolija banaka je zabilježio blagi 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 izuzetno visoka, što će se u narednom periodu vjerovatno manifestovati tako da će banke nastaviti politiku obazrivog kreditiranja. U narednoj 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, barem u jednom periodu, moglo poboljšati i stanje u bankarskom sektoru, u vidu boljih naplata kredita.

Dinamika kreditiranja je tokom 2014. godine bila slabija, što je rezultiralo smanjenjem ukupnih kredita. U odnosu na kraj 2013. stanje bruto kredita i potraživanja<sup>17</sup> smanjeno je za 1,9%, na 2,4 milijarde eura, a situaciju nije moglo „popraviti“ ni 801,5 miliona eura novoodobrenih kredita<sup>18</sup> tokom 2014. godine.

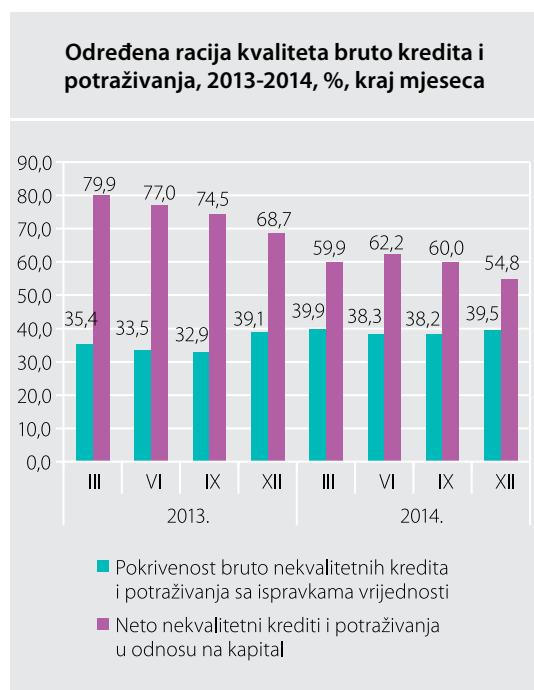
Banke su 2014. godinu završile s učešćem bruto nekvalitetnih kredita i potraživanja u ukupnim bruto kreditima i potraživanjima od 16,8% (uz iznos od 402,1 milion eura), tj. zabilježen je pad od 1,6 p.p. u odnosu na kraj 2013. Bruto krediti i potraživanja koji kasne s otplatom više od 30 dana takođe bilježe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

Grafik 3.7



Izvor: CBCG

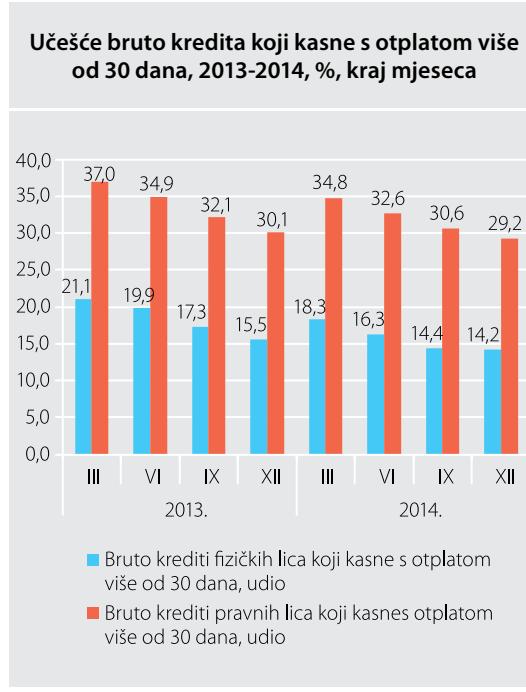
Grafik 3.8



Izvor: CBCG

<sup>17</sup> Bruto krediti i potraživanja čije se kretanje komentariše u ovom Izvještaju uključuju i pripadajuća kamatna potraživanja i vremenska razgraničenja naknada (kamata), ukoliko nije drugačije naznačeno.

<sup>18</sup> 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 3.9**

Izvor: CBCG

ći da je sektor stanovništva, zbog drugačijeg tipa obezbjeđivanja kredita, kao i zbog neraspolažanja „ograničenom odgovornošću“, primoran da bude disciplinovaniji. Pored toga, u aktuelnom crnogorskom slučaju uzroke bi trebalo tražiti u strukturi privrede (orientisanost na uvoz i crnogorsko tržište), tj. u problemima u određenim sektorima privrede čije se funkcionisanje u značajnoj mjeri zasnivalo na prilivima sa finansijskog računa platnog bilansa, a imajući u vidu da su ti tokovi u posljednjih pet godina u padu. S druge strane, značajan dio zaposlenih (stanovništva) radi u državnom sektoru, čija pozicija tokom istog perioda ipak nije bila toliko poljuljana, najviše zahvaljujući mogućnosti zaduživanja tog sektora iz inostranstva.

### Stresno testiranje kreditnog rizika

Za testiranje kreditnog rizika korišćeni su sljedeći šokovi:

- Prekompozicija strukture klasifikovanih kredita i potraživanja i primjena ispravki vrijednosti propisanih u skladu sa metodologijama banaka, odnosno prosječnih ispravki vrijednosti, na sljedeći način:
  - kategorija A (dobra aktiva) obračunata je u iznosu od 90%, a za iznos kredita i potraživanja od 10% iz kategorije A uvećana je kategorija B;
  - kategorija B (aktiva sa posebnom napomenom) obračunata je u iznosu od 95% uvećane kategorije B;

<sup>19</sup> Odnos ispravki vrijednosti za gubitke po bruto nekvalitetnim kreditima i potraživanjima prema bruto nekvalitetnim kreditima i potraživanjima.

<sup>20</sup> Pravna lica ovdje obuhvataju i državni sektor, inače bi racio koji bi se odnosio striktno na privredu bio još viši.

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 potraživanja<sup>19</sup> je neznatno viši u odnosu na kraj prethodne godine (39,5% naspram 39,1%), što je i dalje relativno niska poktivenost. Racio neto nekvalitetnih kredita i potraživanja prema kapitalu je povoljniji na kraju 2014., pošto je opao sa 68,7% na kraju 2013. na 54,8%, kao rezultat smanjenja nekvalitetnih kredita i povećanja kapitala.

Privreda i dalje predstavlja najveći izvor kreditnog rizika. Na kraju 2014. učešće bruto kredita koji kasne s otplatom više od 30 dana kod pravnih lica<sup>20</sup> i dalje je vrlo visoko u poređenju sa sektorom stanovništva – 29,2% naspram 14,2%. Veći nivo kredita koji kasne kod privrede u odnosu na stanovništvo nije neuobičajena situacija, budu-

- kategorija C (supstandardna aktiva) obračunata je u iznosu od 5% iz kategorije B, a zadržano je 95% kategorije C;
- kategorija D (sumnjiva aktiva) obračunata je u iznosu od 5% iz kategorije C, dok je zadržano 95% kategorije D;
- kategorija E (gubitak), iznos je uvećan za 5% iznosa kategorije D.

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

- kategorija A - 1%,
- kategorija B - 3%,
- kategorija C - 30%,
- kategorija D - 75%,
- kategorija E - 100%.

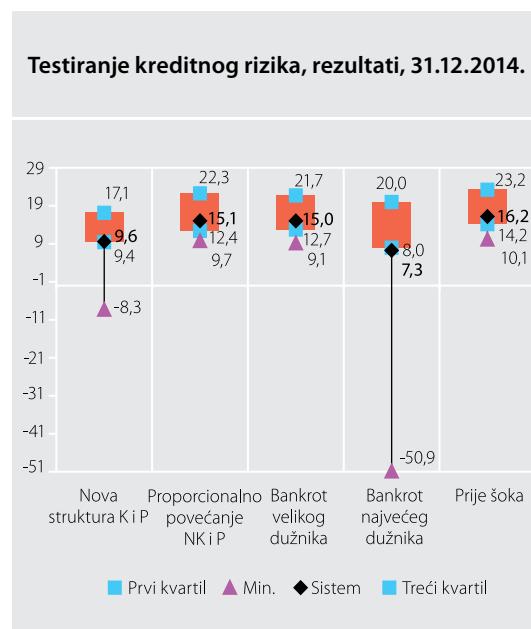
2. Povećanje nekvalitetnih kredita i potraživanja (C, D, E) za 20% i, shodno tome, povećanje nivoa ispravki vrijednosti od 30%;
3. Neizvršenje obaveza od strane jednog zajmoprimca, čija je izloženost izračunata na bazi srednje vrijednosti 20 najvećih zajmoprimaca banke umanjenih za iznos srednje vrijednosti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

Generalno, testovi su potvrdili osjetljivost banaka na kreditni rizik, pri čemu su rezultati vrlo različiti po bankama. Stresno testiranje je pokazalo da su banke najosjetljivije na prvi i četvrti šok, gdje je koeficijent solventnosti na nivou sistema pao za 6,6 p.p., odnosno 8,9 p.p., iznosivši 9,6%, odnosno 7,3%. Pritom, tri banke nijesu prošle prvi test, uz iznos nedostajućeg kapitala od 57,7 miliona eura, dok sedam banaka nije prošlo četvrti test, uz iznos nedostajućeg kapitala od 85,7 miliona eura. Kod prvog tj. četvrtog testa, kapital dvije, tj. jedne banke, bio bi potpuno „pojeden“ u slučaju prekompozicije kredita i potraživanja, tj. potpunog bankrota najvećeg dužnika, a koeficijent solventnosti bi im pao ispod nule. Drugi, odnosno treći test nije prošla jedna banka, uz iznose nedostajućeg kapitala od 0,5 miliona eura za drugi, i 1,7 miliona eura za treći test.

### 3.1.2. Upravljanje rizikom likvidnosti

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, odnosno, bila je manja „uposlenost“ slobodnih sredstava. Likvidna aktiva<sup>21</sup> je na kraju 2014. učestvovala sa 22,2% u ukupnoj aktivi, iznosivši 697,2 miliona

Grafik 3.10



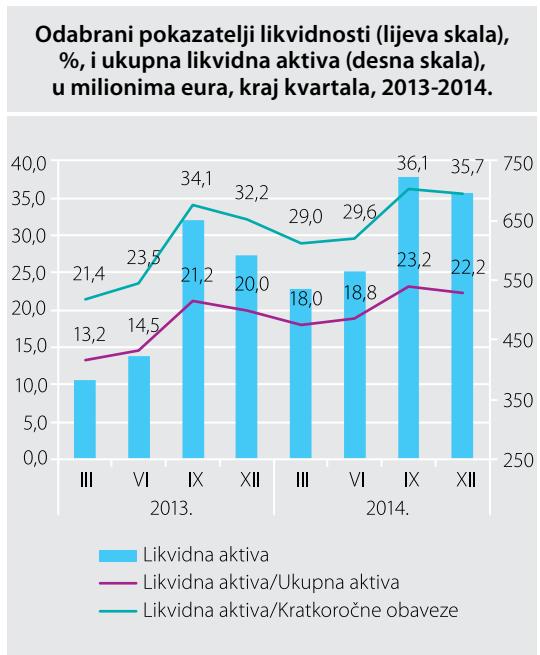
Izvor: CBCG

<sup>21</sup> Konta br: 1001-4, 1007-10, 1012, 1122, 1126-27, 1130, 1134 i 1138 (vidjeti prilog uz Odluku o kontnom okviru za banke), plus 50% izdvojene obavezne rezerve.

euра, 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.

Dekadni pokazatelj likvidnosti je tokom 2014. bio znatno iznad propisanog minimuma, uz slično kretanje kao i kod likvidne aktive.<sup>22</sup>

**Grafik 3.11**



Izvor: CBCG

**Grafik 3.12**



Izvor: CBCG

### Stresno testiranje rizika likvidnosti

Odnos novčanih sredstava i računa depozita kod centralnih banaka (strana aktive) i depozita (strana pasive) je relativno nizak (na agregatnom nivou iznosi 21,4%), što će se negativno odraziti na rezultate testiranja odliva depozita za većinu banaka.

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

<sup>22</sup> Pokazatelj predstavlja odnos likvidnih sredstava i dospjelih obaveza, a minimalni dozvoljeni nivo na dekadnom nivou je 1, prema Odluci o minimalnim standardima za upravljanje rizikom likvidnosti u bankama („SL CG“ 60/2008). Definicija likvidnih sredstava i dospjelih obaveza data je u istoj Odluci. Napominjemo i da su likvidna sredstva različita kategorija u odnosu na slobodna likvidna sredstva i raspoloživa likvidna sredstva (kasnije u tekstu).

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

Testirana je otpornost na sljedeće šokove: 1) povlačenje 30% ukupnih depozita, 2) povlačenje 30% depozita po viđenju, 3) povlačenje 20% depozita po viđenju stanovništva i 30% depozita po viđenju pravnih lica, 4) povlačenje 30% oročenih depozita stanovništva i 30% oročenih depozita pravnih lica, 5) povlačenje depozita najvećeg deponenta, 6) povlačenje polovine depozita 10 najvećih deponenata i 7) povlačenje depozita javnog sektora.

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

Bez korišćenja obavezne rezerve, sistem nije pao na trećem, petom i šestom testu, dok bi sistem pao na prvom testu i sa korišćenjem obavezne rezerve. Banke su najgore prošle kod prvog, a najbolje kod petog testa. Prvi test je palo 11 banaka, a korišćenje 50% obavezne rezerve bi samo donekle amortizovalo problem. Na petom testu su pale četiri banke, pri čemu bi jedna prevazišla problem korišćenjem 50% obavezne rezerve.

### 3.1.3. Upravljanje tržišnim rizicima<sup>23</sup>

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

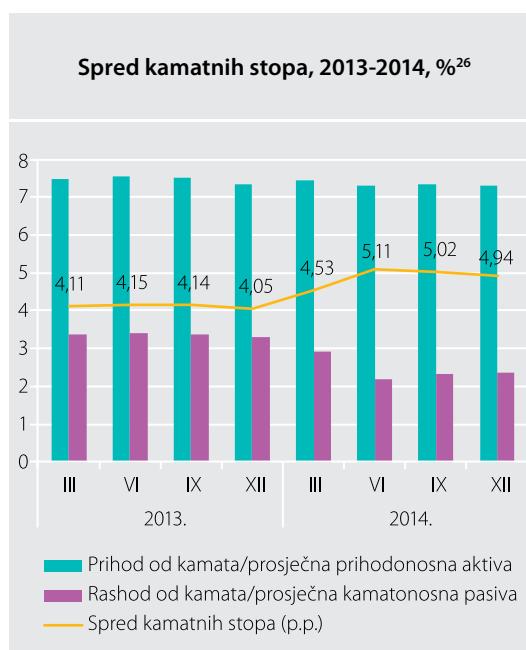
Kamatni spred<sup>24</sup> na nivou bankarskog sektora je tokom 2014. povećan, što je uglavnom rezultat smanjenja odnosa rashoda po osnovu kamata i prosječne kamatonosne pasive. Na kraju 2014. godine, spred na nivou sistema je iznosio 4,94 p.p. (naspram 4,05 p.p. sa kraja 2013), dok se po bankama znacajno razlikovao, krećući se od 3 do 8,7 p. p.

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 kapitala<sup>25</sup>. 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.

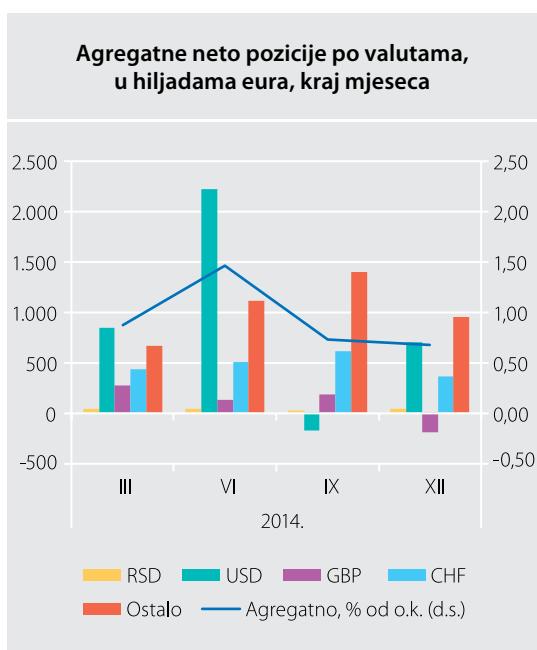
<sup>23</sup> Ovaj dio se odnosi na dva oblika tržišnog rizika: rizik promjene kamatne stope i devizni rizik.

<sup>24</sup> Kamatni spred je izračunat kao razlika između prihoda od kamata u odnosu na prosječnu prihodonosnu aktivan i rashoda od kamata u odnosu na prosječnu kamatonosnu pasivu.

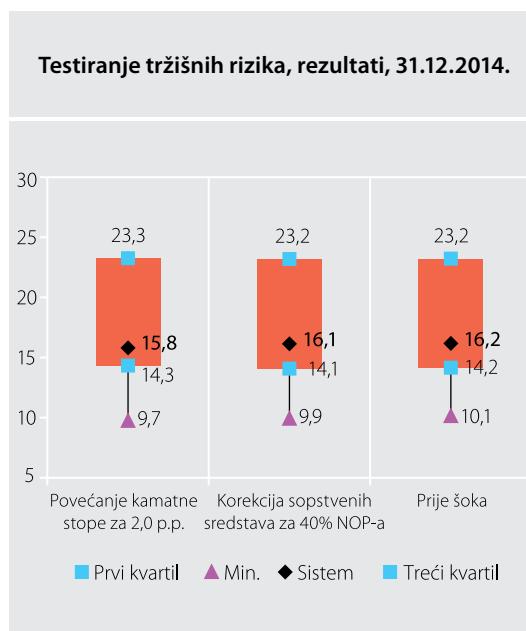
<sup>25</sup> O obuhvatu osnovnog kapitala vidjeti više u Odluci o adekvatnosti kapitala banaka („SL CG“ 38/2011 i 55/2012).

**Grafik 3.13**

Izvor: CBCG

**Grafik 3.14**

Izvor: CBCG

**Grafik 3.15**

Izvor: CBCG

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%.

#### Stresno testiranje tržišnog rizika

Osjetljivost pozicija aktive i pasive na rizik kamatne stope testirana je primjenom povećanog iznosa kamatne stope od 2 p.p. na kumulativnu razliku (gep) pozicija aktive i pasive osjetljivih na promjenu kamatne stope.

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

<sup>26</sup> Kvartalna racija su svedena na godišnja množenjem racija za prvi kvartal, prvo polugodiće i prva tri kvartala (po odgovarajućim kumulativima prihoda/rashoda od kamata) sa 4, 2 i 4/3, respektivno.

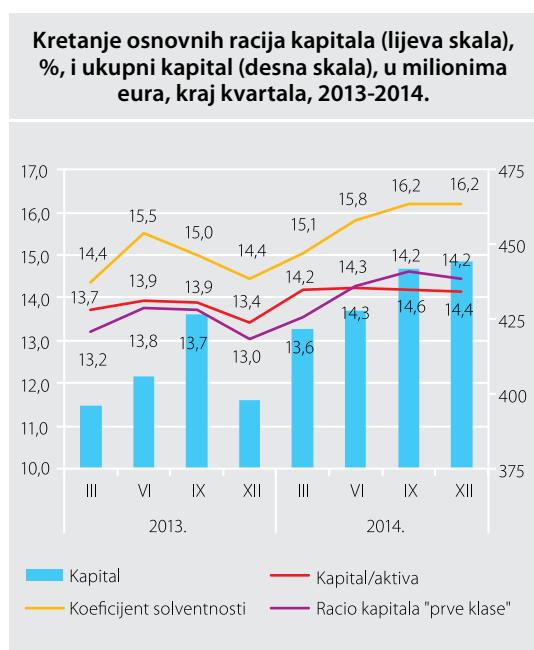
Rezultati stres testova govore da banke nijesu značajno izložene riziku promjene kamatne stope i deviznom riziku. Na test za promjenu kamatne stope sistem reaguje padom koeficijenta solventnosti za 0,4 p.p., tj. 2,3%, uz nešto „jače“ padove kod pojedinih banaka, ali i uz rast koeficijenta solventnosti kod tri banke. Kod testa za devizni rizik javlja se neznatan pad koeficijenta solventnosti, od 0,04 p.p. tj. 0,2%, uz, takođe, nešto jače oscilacije kod pojedinih banaka, kao i rast koeficijenta solventnosti kod četiri banke. U slučaju oba testa koeficijent solventnosti je bio ispod regulatornog minimuma samo kod jedne banke.

### 3.1.4. Kapital bankarskog sektora

Kapital banaka je na kraju 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 u 2014. na tržištu pojavila nova banaka, 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%.

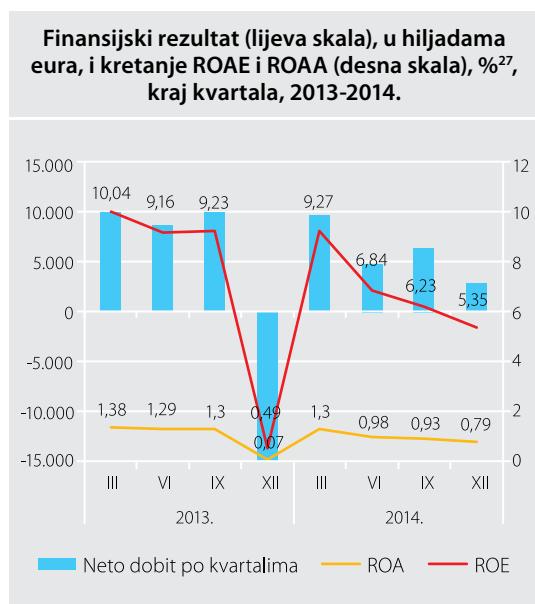
Grafik 3.16



Izvor: CBCG

### 3.1.5. Profitabilnost bankarskog sektora

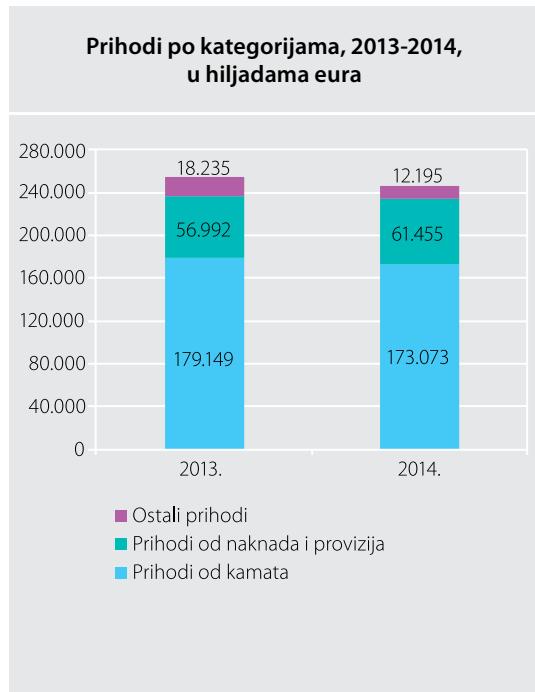
Bankarski sektor je ostvario pozitivan finansijski rezultat u 2014. godini, u iznosu od 23,8 miliona eura. Deset banaka je godinu završilo sa dobitkom, dok su dvije poslovale negativno (jedna srednja i jedna mala banka). Povraćaj na prosječni kapital (ROAE) i povraćaj na prosječnu aktivu (ROAA) na kraju 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.

**Grafik 3.17**

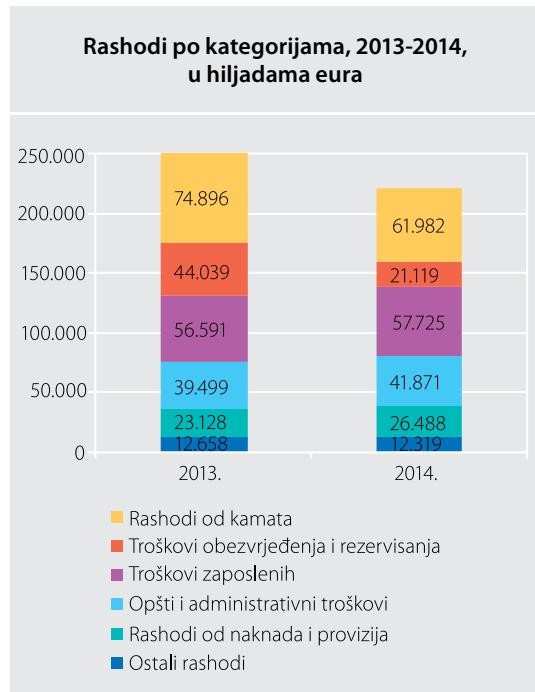
Izvor: CBCG

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 obezvredenja i rezervisanja, koji su bili manji za 22,9 miliona eura, iznosivši 21,1 milion eura u 2014.

**Grafik 3.18**

Izvor: CBCG

**Grafik 3.19**

Izvor: CBCG

<sup>27</sup> Kvartalni ROAE i ROAA su analizovani množenjem racija za prvi kvartal, prvo polugode i prva tri kvartala (po odgovarajućim kumulativima neto profita) sa 4, 2 i 4/3, respektivno.

### 3.1.6. Kamatne stope

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 mjesечnih podataka, PPPEKS je tokom 2014. u odnosu na 2013. bila niža za 0,78 p.p. (2,14% u odnosu na 2,91%).

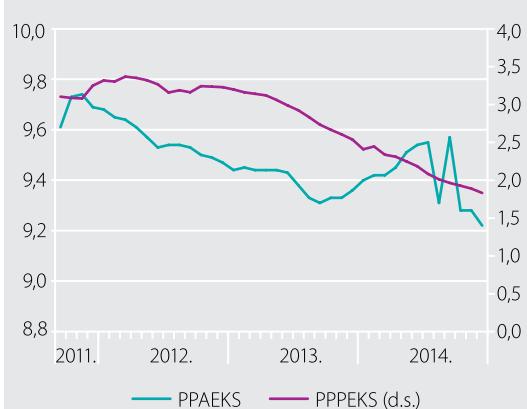
Istorijski gledano, aktivne kamatne stope tokom 2014. godine su nastavile tendenciju pada započetu novembra 2011. godine, nakon što su pretvodno, u periodu sredina 2007-kraj 2011. godine porasle za oko 0,7 p.p. (rastući gotovo kontinuirano u tom periodu, sa oko 9% na oko 9,7%). Međutim, treba napomenuti da je tendencija pada tokom 2014. nastavljena samo ukoliko se posmatraju podaci za kraj godine, dok su tokom godine aktivne kamatne stope bilježile rast i do nivoa 9,57% (kraj septembra), tako da su aktivne kamatne stope u 2014. u prosjeku bile na nešto višem nivou u odnosu na 2013. godinu.

Sa druge strane, kretanje pasivnih kamatnih stope u 2014. godini označilo je nastavak tendencije pada započete nakon prvog kvartala 2010. godine, nakratko zaustavljene tokom 2012. Što se tiče promjena aktivnih i pasivnih stope u 2014. u odnosu na 2013. godinu, jasno je da se radi o vrlo blagim promjenama aktivnih stope, dok su pasivne kamatne stope pretrpjeli značajnu korekciju naniže.

PPAEKS na novoodobrene kredite<sup>28</sup> je u decembru 2014. iznosila 9,02%, što je 0,4 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 ponderisa-

Grafik 3.20

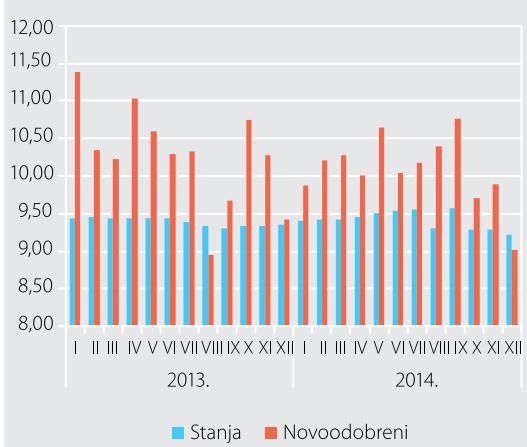
Prosječna ponderisana aktivna/pasivna efektivna kamatna stopa, kraj mjeseca, %, sep. 2011-2014.



Izvor: CBCG

Grafik 3.21

Prosječna ponderisana aktivna efektivna kamatna stopa na novoodobrene kredite (tokom mjeseca) i ukupne kredite (kraj mjeseca), %, 2013-2014.



Izvor: CBCG

<sup>28</sup> Iznosi novoodobrenih kredita (koji u krajnjem imaju ulogu pondera za određivanje agregatnih kamatnih stope) predstavljaju ugovorene, a ne stvarno realizovane/isplaćene iznose. Takođe, i činjenica da se značajan broj novih kredita održava 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.

nom prosjeku. U strukturi gledano, PPAEKS iz decembra 2014. je niža u odnosu na onu iz ostatka godine prije svega zbog kredita privredi, koji su odobreni i uz niže kamatne stope i u većem iznosu u odnosu na prosjek iz ostatka 2014. godine.

Iako se podaci o kamatnim stopama na nove kredite/depozite ne mogu upoređivati, jer još uvijek ne postoji statistika kamatnih stopa na nove depozite, na osnovu postojećih parametara čini se da ima prostora za dalji pad kamatnih stopa na kredite. Treba imati u vidu da je kamatna stopa na kredit rezultat djelovanja više faktora. U osnovi, banke moraju da plate kamate na depozite i pozajmice, a i da pokriju operativne troškove. Takođe, banke trenutno značajan dio aktive preusmjeravaju u inostranstvo, gdje ostvaruju mnogo niže kamatne stope nego u Crnoj Gori. Na kraju, margina koja se odnosi na profit reflektuje nagradu za rizik koji su vlasnici banke (uglavnom strane bankske grupe) preuzeli u smislu osnovne investicije, akcionarskog kapitala. Kako je crnogorska privreda i dalje rizičnija od prosjeka EU28, normalno je očekivati da zahtijevana/očekivana margina bude relativno veća.

Ipak, iako bi, prema teoriji, 12 banaka trebalo da bude dovoljno za efikasno djelovanje tržišta i konkurenčko formiranje kamatnih stopa, stiče se utisak da konkurenčke snage koje bi dalje oborile nivo kamatnih stopa na kredite ne djeluju na odgovarajući način, i da su te stope makar djelimično „neopravdano“ više od kamatnih stopa na depozite. To nije poželjna situacija u kontekstu finansijske stabilnosti, budući da više aktivne stope odbijaju tražnju za kreditima, koji su neophodni za rast. Takođe, one opterećuju finansije i funkcionisanje subjekata koji su zaključili kreditne aranžmane, uz moguće negativne posljedice na same banke koje su dale kredite, ukoliko dođe do problema u naplati. CBCG stoga budno prati kretanja kamatnih stopa, te će, u skladu sa instrumentima koji joj stoje na raspolaganju, i u budućnosti reagovati ukoliko ocijeni da bi intervencija vodila ka optimalnom rješenju.

### 3.2. Mikrokreditne finansijske institucije

Ukupna aktiva mikrokreditnih finansijskih institucija (MFI) na kraju 2014. godine iznosila je 38,3 miliona eura, i povećana je za 10,7% u odnosu na kraj 2013. godine.

U strukturi aktive MFI dominantno učešće ostvarili su neto krediti i potraživanja (90,7%), novčana sredstva i računi depozita kod centralnih banaka činili su 3,3%, a neto ostala aktiva šest posto ukupne aktive MFI na kraju 2014. godine.

Bruto krediti i potraživanja MFI iznosili su 39,7 miliona eura i zabilježili su rast od 6,7% u odnosu na kraj 2013. Učešće bruto nekvalitetnih kredita i potraživanja, iznosilo je 12% i u padu je za 4,4 p.p. u odnosu na kraj 2013. godine. Učešće bruto kredita i potraživanja koji kasne s otplatom više od 30 dana iznosilo je 13,2% i u padu je u odnosu na kraj 2013. godine za 4,5 p.p.

Gledano po institucionalnim sektorima, gotovo svi bruto krediti i potraživanja MFI odnose se na fizička lica, dok su, gledano prema namjeni, u strukturi kreditnog portfolija MFI dominantno učešće ostvarili bruto krediti za nabavku osnovnih sredstava (19,6%), potrošački krediti (14,6%) i gotovinski-nenamjenski krediti (11%). U ročnoj strukturi bruto kredita MFI, dominirali su dugoročni krediti (72,8%).

U strukturi pasive MFI većinsko učešće ima kapital (51,7%), koji je na kraju 2014. iznosio 19,8 miliona eura. Od ukupnog iznosa kapitala, 71,3% odnosilo se na donirani kapital, 18,5% na neraspoređenu do-

bit, a dobit iz tekuće godine činila je 10,2% ukupnog kapitala. Sa druge strane, obaveze su činile 48,3% pasive, odnosno 18,5 miliona eura.

MFI su 2014. godinu završile sa pozitivnim finansijskim rezultatom od dva miliona eura (uz pozitivan rezultat u svakom kvartalu godine).

Kamatne stope po kojima MFI odobravaju kredite imale su opadajuću tendenciju tokom 2014. godine, uz niži nivo u odnosu na 2013. Na kraju 2014. godine, prosječna ponderisana aktivna efektivna kamatna (PPAEK) stopa iznosila je 25,66% i u odnosu na kraj prethodne godine niža je za 0,72 procenatna poena. Što se tiče stopa na novoodobrene kredite, PPAEK stopa je iznosila 24,62% na kredite odobrene u decembru 2014, što je 1,41 p.p. niže od iste kamatne stope na kredite odobrene u decembru 2013. godine.

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

### 3.3. Tržište kapitala

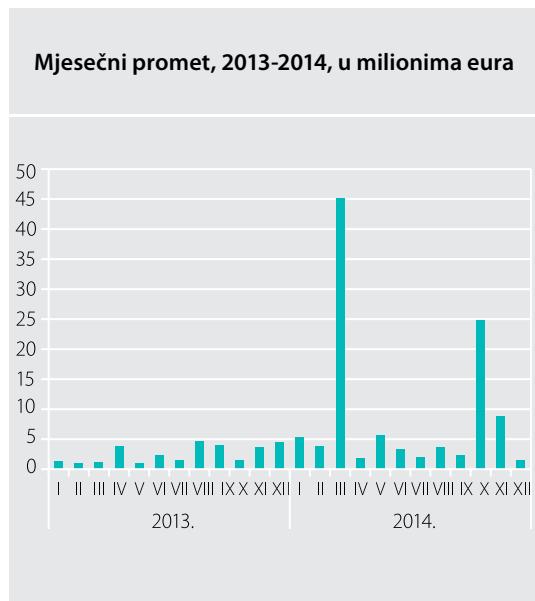
Kretanja na tržištu kapitala u 2014. bila su osjetno bolja u odnosu na period od par prethodnih godina. Promet je bio tri i po puta veći u odnosu na 2013. godinu, i iznosio je 108,2 miliona eura, što je najviši nivo godišnjeg prometa od 2009. godine. Glavni indeks Montenegroberze, MONEX 20, na kraju 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. zabilježio je pad od 11%.

Tabela 3.1

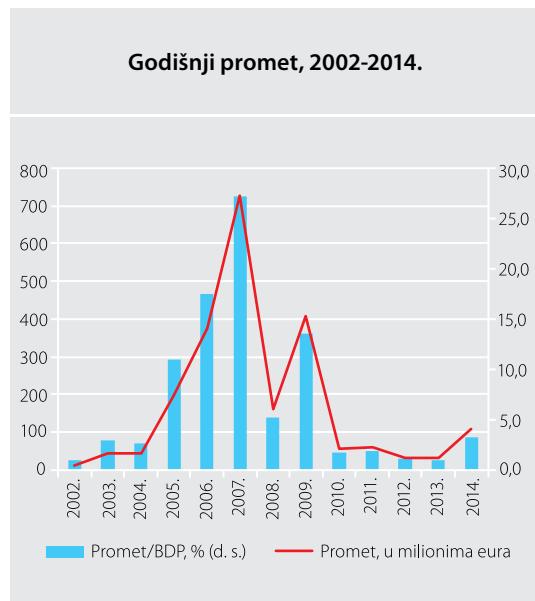
<b>Osnovni pokazatelji kretanja na Montenegroberzi u 2014. godini</b>	
MONEX 20, 31.12.2014.	11.356,11
Godišnja promjena indeksa	15,3%
Ukupan promet u 2014. godini, u eurima	108.157.203
Promet, 2014. na 2013.	251,5%
Tržišna kapitalizacija, u eurima, 31.12.2013.	2.960.670.753
Godišnja promjena tržišne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

Izvor: Montenegroberza

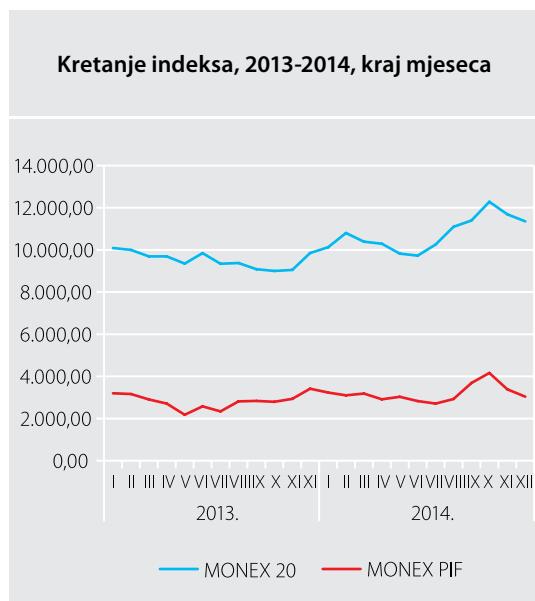
Prosječni mjesecični promet u 2014. godini je iznosio devet miliona eura, u odnosu na 2,6 miliona eura iz 2013. godine. Na takav rast prometa najviše su uticale primarne emisije državnih obveznica (43,2 miliona eura, u martu) i obveznica jedne od banaka (10 miliona eura, u oktobru i novembru).

**Grafik 3.22**

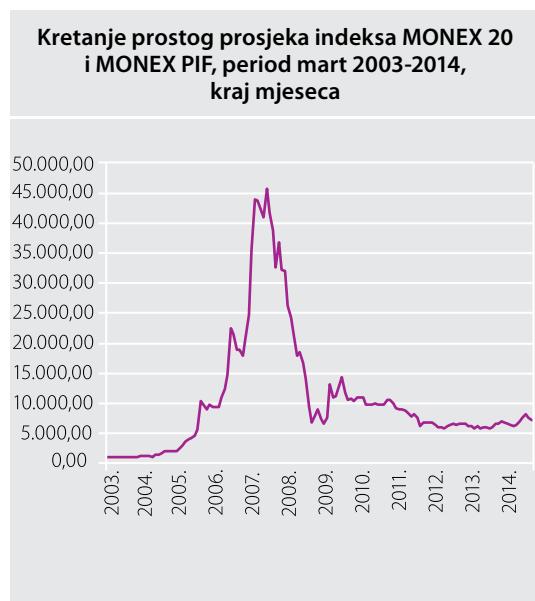
Izvor: Montenegroberza

**Grafik 3.23**

Izvor: Montenegroberza, Monstat

**Grafik 3.24**

Izvor: Montenegroberza

**Grafik 3.25**

Izvor: Montenegroberza, kalkulacije CBCG

Crnogorsko tržiste 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 ocjenama, a

uzimajući u obzir i strmoglav pad vrijednosti indeksa nakon udara krize, značajan broj investitora je izgubio povjerenje u tržište kapitala. Međutim, i dalje ostaje ocjena da su cijene akcija nekih firmi trenutno nerealno ispod „fundamenata“, što je nepoželjno s aspekta finansijske stabilnosti.

Tržište kapitala u Crnoj Gori, u odnosu na banke, tradicionalno ima relativno malu ulogu u finansiranju privrede, tj. prikupljeni iznosi kapitala preko emisija akcija u Crnoj Gori zanemarljivo su mali u odnosu na kapital koji privreda u vidu kredita pozajmljuje od banaka. Ipak, neophodno ga je razvijati, te ispravljati gore navedene nedostatke i slabosti, kako bi i ono davalо veći doprinos u povezivanju onih koji imaju viškove finansijskih sredstava (štediše, investitori) sa subjektima kojima finansijska sredstava nedostaju. Cijeli finansijski sektor/sistem bi tako bio likvidniji i razvijeniji, uz mnogo više prostora za ekonomski rast. Primarne emisije državnih i korporativnih obveznica iz 2014. godine predstavljaju dobar pomak u tom smjeru.

### Boks 3.2 – Prve primarne emisije državnih i korporativnih obveznica na domaćem tržištu kapitala

U 2014. su realizovane prve primarne emisije državnih obveznica i korporativnih obveznica na domaćem tržištu kapitala, što je znatno povećalo promet na domaćoj berzi u 2014. u odnosu na prethodni period.

Za razliku od obveznica stare devizne štednje, kojima je dug države ranije naprsto konvertovan u obveznice, država je u 2014. po prvi put na domaćem tržištu kapitala emitovala obveznice koje su podrazumijevale prikupljanje kapitala, tj. primarnu emisiju u pravom smislu riječi. Emisija državnih obveznica je sprovedena početkom marta, a od planiranih 100 miliona eura na aukciji je prikupljeno 43,15 miliona eura. Vrijednost jedne obveznice bila je 10.000 eura, tako da je prodato 4.315 obveznica, koje su manjom otkupile domaće banke i osiguravajuća društva. Obveznice su četvorogodišnjeg roka dospijeća, a kamatna stopa je 5% godišnje. Značajno je napomenuti i da su obveznice amortizirajuće, tj. da se otplata i glavnice i kamate vrši u jednakim polugodišnjim anuitetima, čime su, što se tiče kreditnog rizika, obveznice učinjene mnogo atraktivnijim za investitore.

U oktobru i novembru jedna poslovna banka izvršila je emisiju subordinisanih obveznica, radi jačanja kapitalizovanosti, tj. koeficijenta solventnosti. Realizovan je kompletan planirani iznos emisije, odnosno deset miliona eura. Vrijednost jedne obveznice bila je 100 eura, tako da je emitovano 100 hiljada obveznica. Rok dospijeća je sedam godina, a godišnja kamatna stopa 6%. Interesantno je pomenuti da će obveznice davati polugodišnju kamatu, dok će glavnica biti otplaćena po dospijeću, tj. na samom kraju sedmogodišnjeg perioda.

I jednim i drugim obveznicama će se moći trgovati na sekundarnom tržištu.

### 3.4. Sektor osiguranja<sup>29</sup>

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 onu 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 poena<sup>30</sup>. 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 eura<sup>31</sup>. 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 se sektor osiguranja dodatno konsolidovao tokom 2014. godine, te da u tom smislu iz ovog sektora trenutno nema većih prijetnji finansijskoj stabilnosti.

Naravno, sektor osiguranja ne može imati preveliki uticaj zbog svoje veličine (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 dalje plasiraju, najčešće

<sup>29</sup> Svi podaci sektora osiguranja koji se odnose na 2014. godinu su preliminarnog karaktera.

<sup>30</sup> Obavezna osiguranja ovdje su osiguranja od odgovornosti zbog upotrebe motornih vozila, vazduhoplova i plovnih objekata.

<sup>31</sup> Kapital je ovdje veličina obračunata prema regulativi, a ne kategorija iz bilansa stanja.

prema drugim finansijskim posrednicima (obično bankama), ili direktno na tržište, a uz sve to pružajući nezaobilizan tip finansijske usluge. Kao najznačajniji razlozi zašto tržište osiguranja nije veće, prirodno se nameću nizak nivo dohotka stanovništva i vrlo teško stanje u privredi, kao i nedostatak shvatanja o značaju usluge koju ovaj sektor pruža.



## 4. FINANSIJSKA INFRASTRUKTURA

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

### 4.1. Platni sistem

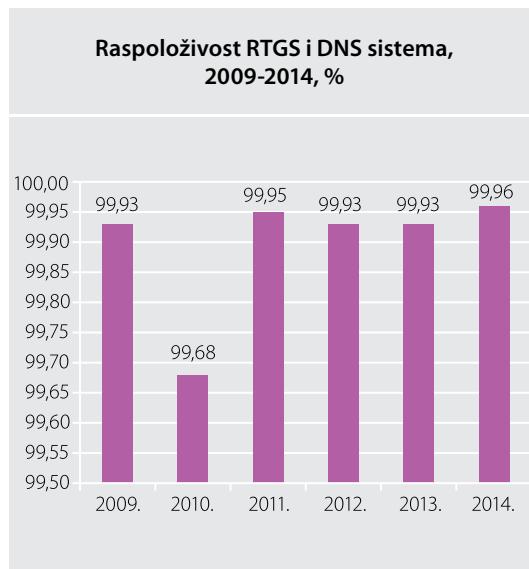
Centralna banka Crne Gore operater je međubankarskog platnog sistema, koji se sastoji od dva podsistema, RTGS i DNS sistema<sup>32</sup>. Osnovni ciljevi poslovanja u ovom domenu su sigurnost i efikasnost funkcionisanja platnog sistema, čime se obezbeđuje odgovarajuća podrška kako procesu finansijske intermedijacije, tako i otpornosti ostalih djelova finansijskog sistema.

**Tabela 4.1**

Period	Radni			Produženje u min.	Producija u min.	Zastoj u min.	Raspoloživost sistema, u %
	Dani	Sati	Minuti				
2009.	254	2.159		37	129.577	96	99,93
2010.	256	2.176		6	130.566	414	99,68
2011.	255	2.165	30	29	129.959	62	99,95
2012.	255	2.167	30	15	130.065	86	99,93
2013.	254	2.159			129.540	85	99,93
2014.	<b>253</b>	<b>2.150</b>	<b>30</b>		<b>129.030</b>	<b>47</b>	<b>99,96</b>
I 2014.	21	178	30		10.710		100,00
II 2014.	20	170			10.200		100,00
III 2014.	21	178	30		10.710		100,00
IV 2014.	22	187			11.220		100,00
V 2014.	18	153			9.180		100,00
VI 2014.	21	178	30		10.710	31	99,71
VII 2014.	21	178	30		10.710		100,00
VIII 2014.	21	178	30		10.710		100,00
IX 2014.	22	187			11.220	16	99,86
X 2014.	23	195	30		11.730		100,00
XI 2014.	20	170			10.200		100,00
XII 2014.	23	195	30		11.730		100,00

Izvor: CBCG

<sup>32</sup> Osnovne karakteristike: RTGS sistem – plaćanja se procesuiraju pojedinačno, u realnom vremenu, na bruto osnovi po FIFO principu, koristi se za velika plaćanja (plaćanja iznad 1.000 eura); DNS sistem – koristi se za mala plaćanja, podrazumijeva multilateralnu šemu svođenja obaveza na neto nivo, a poravnanje neto pozicija se vrši preko RTGS sistema. (Tri su klinička ciklusa u danu.)

**Grafik 4.1**

Izvor: CBCG

U 2014. godini ukupna produkcija međubankarskog platnog sistema, odnosno RTGS i DNS sistema, iznosila je 129.030 minuta, sa evidentiranim 47 minuta zastoja u radu, tako da je raspoloživost sistema iznosila 99,96%, čime je nastavljena serija izuzetno visoke raspoloživosti iz prethodnih godina.

U 2014. godini, vrijednost ukupnog realizovanog platnog prometa u zemlji iznosila je 23,2 milijarde eura, odnosno 3,9% više u odnosu na 2013. S druge strane, broj transakcija je porastao za 7,5%, na blizu 28 miliona transakcija. Gledano kroz strukturu, vrijednost prometa je porasla uslijed rasta vrijednosti međubankarskog prometa (8,7%), dok je vrijednost internog prometa neznatno smanjena, za 0,1%. Što se tiče strukture obima, obrnuto, obim internog platnog prometa je primarno uslovio rast obima ukupnog prometa, porastavši 8,8%, naspram rasta obima međubankarskog prometa za 4,4%.

**Tabela 4.2**

Uporedni pokazatelji vrijednosti platnog prometa, u eurima						
	2014.	2013.	2012.	2011.	2010.	2014/2013.
Međubankarski	11.006.358.207	10.123.092.075	9.103.468.406	9.069.817.107	8.673.777.093	108,7
RTGS	10.407.060.461	9.552.596.535	8.553.655.836	8.519.229.139	8.140.415.076	108,9
DNS	599.297.745	570.495.540	549.812.570	550.587.969	533.362.017	105,0
Interni	12.164.245.660	12.180.126.932	11.710.512.566	12.009.464.651	11.733.587.598	99,9
Bezgotovinski	8.871.084.699	8.998.002.178	8.682.132.662	8.952.110.113	8.741.589.307	98,6
Gotovinski	3.293.160.961	3.182.124.754	3.028.379.904	3.057.354.538	2.991.998.291	103,5
Ukupno	23.170.603.866	22.303.219.007	20.813.980.972	21.079.281.758	20.407.364.691	103,9

Izvor: CBCG, poslovne banke

**Tabela 4.3**

Uporedni pokazatelji obima platnog prometa, broj transakcija						
	2014.	2013.	2012.	2011.	2010.	2014/2013.
Međubankarski	8.212.730	7.865.980	7.405.773	7.780.970	8.809.445	104,4
RTGS	3.725.929	3.678.688	3.520.051	3.999.616	5.136.534	101,3
DNS	4.486.801	4.187.292	3.885.722	3.781.354	3.672.911	107,2
Interni	19.704.536	18.113.762	16.648.750	15.862.001	16.483.085	108,8
Bezgotovinski	13.556.253	12.549.144	11.602.066	10.805.920	11.275.833	108,0
Gotovinski	6.148.283	5.564.618	5.046.684	5.056.081	5.207.252	110,5
Ukupno	27.917.266	25.979.742	24.054.523	23.642.971	25.292.530	107,5

Izvor: CBCG, poslovne banke

Uspostavljanjem lokacije za oporavak od katastrofe (vanrednih okolnosti) i usavršavanjem tehnološke/IT platforme za rad sistema smanjeni su rizici koji bi mogli proisteći iz platnog sistema.

## 4.2. Kreditni register

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

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

**Tabela 4.4**

<b>Stanje broja klijenata po aktivnim kreditima, kraj godine</b>						
	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Fizička lica	117.047	107.414	104.158	102.212	104.948	106.365
Pravna lica	5.207	5.031	4.830	4.771	5.241	5.521
Ukupno	122.254	112.445	108.988	106.983	110.189	111.886

Izvor: CBCG

**Tabela 4.5**

<b>Stanje broja klijenata po ukupnim potraživanjima (krediti, lizing, kreditne kartice i minusi po tekućim računima), kraj godine</b>						
	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Fizička lica	171.153	160.161	146.132	150.260	142.311	143.528
Pravna lica	5.787	6.483	6.261	6.355	6.926	7.373
Ukupno	176.940	166.644	152.393	156.615	149.237	150.901

Izvor: CBCG

**Tabela 4.6**

<b>Broj pretraga za dati period</b>					
2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
119.576	188.165	198.722	143.990	136.949	135.432

Izvor: CBCG

Zakonom o Centralnoj banci iz 2010. godine uspostavljen je pravni osnov za dalji razvoj kreditnog registra, čije je funkcionisanje kasnije bliže regulisano Odlukom o kreditnom registru<sup>33</sup>. Implementacijom ove Odluke, kojom je od 1. novembra 2011. godine, pored mjesečnog, uvedeno i dnevno izvještanje o novoodobrenim kreditima i drugim izloženostima kreditno-garantnih institucija, dodatno je povećan kvalitet informacija koje se dobijaju iz kreditnog registra i, istovremeno, omogućeno izdavanje izvještaja rezidentima – pravnim i fizičkim licima – o njihovoј tekućoj i potencijalnoj zaduženosti.

Pored 12 banaka, šest MFI i Investiciono-razvojnog fonda (IRF), a na osnovu zaključenog ugovora sa Centralnom bankom, u sistem izvještavanja mogu se uključiti i drugi subjekti iz finansijskog sektora (lizing kompanije, društva za osiguranje), kao i pravna lica izvan finansijskog sektora kod kojih postoje značajna zaduženja pravnih i fizičkih lica (kompanije za distribuciju električne energije, poreski organi i dr.).

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

<sup>33</sup> Do tada je učešće u registru bilo isključivo regulisano ugovorima. Zakon: „SL CG“ 40/2010, 46/2010 i 6/2013. Odluka: „SL CG“ 27/2011 i 64/2012.

## 5. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

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

### Međunarodno okruženje

Pritisci po pitanju evropske dužničke krize su nesporno oslabili, dok je situacija na svjetskim finansijskim tržištima poboljšana. Ipak, stanje na globalnoj ekonomskoj sceni i dalje karakteriše određena neizvjesnost, a rast i dalje nije sasvim zadovoljavajući (prije svega u naprednim ekonomijama, a uz djelimičan izuzetak SAD). Ovo, nažalost, važi i za region koji okružuje Crnu Goru.

Kako se u Evropi predviđa tek blagi rast ekonomske aktivnosti u 2015. godine (posljednja zvanična prognoza MMF-a za Eurozonu je 1,2%), to se za malu i otvorenu crnogorsku privrodu, direktno ili indirektno vrlo povezana sa Evropom, po tom osnovu, ne može očekivati visok rast u 2015. godini, kao ni za ostatak regiona. Što se tiče kanala uticaja, a imajući u vidu postojeći model funkcionisanja sistema, najznačajniji kanal je finansijski račun platnog bilansa (pad priliva kapitala/odlivu kapitala). Pritom, i državni i privatni sektor su prilično ranjivi i zavisni, kako po osnovu dužničkih, tako i po osnovu vlasničkih ulaganja.

### Domaće makroekonomsko okruženje

U periodu 2009-2014. crnogorska ekonomija kumulativno je ostvarila tek blagi realni rast, dok je pad ekonomske aktivnosti primarno izbjegnut zbog novog zaduživanja državnog sektora (emisije euro-obveznica i bilateralni kreditni aranžmani), i naravno, stranih direktnih investicija. U 2014. godini je zabilježena pozitivna stopa rasta, ali položaj privrede se nije bitno promijenio nabolje – ostali su zabrinjavajući problemi sa slabom likvidnošću. Ni za sektor stanovništva se ne može reći da je u boljoj situaciji nego što je bio prije godinu dana.

Drugim riječima, rast iz 2013. i 2014. godine je u značajnoj mjeri predstavljao anuliranje posljedica krize s kraja 2008. i 2009. godine, kao i recesione 2012. godine, nego što se izašlo na put dugoročno održivog, stabilnog oporavka. Domaće tržište kapitala možda najbolje potvrđuje pomenuto. Iako je ukupan promet za 2014. bio tri i po puta veći u odnosu na 2013., a indeks MONEX20, kao indikator očekivanja, u porastu od preko 15% na kraju 2014. u odnosu na kraj 2013., isti indeks je u padu od preko 75% u odnosu na period buma iz proljeća 2007. godine (u situaciji kada se mnogi globalni indeksi potpuno vraćaju na pretkrizne vrijednosti, ili ih čak preskaču).

Mjereno preko indeksa potrošačkih cijena, cijene su tokom 2014. godine opale za 0,3%, u odnosu na porast cijena od 0,3% iz 2013. Pad cijena je uglavnom posljedica pada cijena proizvoda iz kategorije prevoz(zbog pada cijena goriva i maziva) i kategorije *komunikacije*, zbog pada cijena telefonske i tel-

efaks opreme, telefonskih i telefaks usluge. Gledano na nivou užih grupa proizvoda/usluga, negativnoj stopi inflacije su najviše doprinijeli pad cijena ulja i masti, kao i pad cijena električne energije.

Što se tiče očekivanja za 2015. godinu, Crna Gora će svakako biti izložena globalnim promjenama cijena, a najznačajniji uticaj, uobičajeno, imaće cijene hrane i nafte. Ipak, MMF na globalnom nivou za 2015. godinu prognozira deflaciona kretanja (gledano po projektu), tako da sa te strane ne bi trebalo da bude pritisaka na rast cijena u Crnoj Gori, iako su prognoze ovog tipa nezahvalne.

Kao što je već istaknuto, platno-bilansna kretanja su pokazatelj možda i najznačajnijih neravnoteža crnogorske ekonomije. U 2014. deficit tekućeg računa bio je viši u odnosu na 2013. godinu (deficit bilježi rast od 6,9%, a učešće u BDP-u mu raste za 0,7 p.p.), dok je pokrivenost uvoza izvozom opala za dva procentna poena, na veoma slabih 20,9%. U strukturi, povećanje deficit-a prevashodno je uzrokovano povećanjem robnog deficit-a i manjim suficitom na računu primarnih dohodaka, dok rast salda usluga nije bio dovoljan da nadomjesti negativna kretanja kod salda roba i primarnih dohodaka. Sa druge strane, neto priliv SDI bio je za 9,3% veći u poređenju s prethodnom godinom i iznosio je 353,9 miliona eura ili 10,4% BDP-a.

Procjena je da je budžetski deficit u 2014. godini iznosio 3% BDP-a, što je u značajnoj mjeri posljedica ranjivosti iz prethodnog perioda (aktiviranja garancija i isplata po sudskim odlukama). Dodatno, otplata duga iznosila je 209,8 miliona eura (što je iznos koji ne ulazi u deficit), tako da su ukupna nedostajuća sredstva za 2014. godinu bila 312,3 miliona eura, ili 9,2% BDP-a. Deficit iz 2014. godine, iako bitno manji nego u 2013., predstavlja nastavak negativnih kretanja iz perioda 2009-2014., pa je projekcija deficit-a u periodu 2009-2014. bio na nivou oko 4% BDP-a. Planirani deficit za 2015. godinu je 6,6% BDP-a.

Deficit je, posljedično, povećavao neto javni dug, koji je na kraju 2014. iznosio 2,02 milijarde eura, od čega se na spoljni dug odnosilo 1,56 milijardi eura. Dodatno, iznos izdatih garancija (stranih i domaćih) iznosio je 314,3 miliona eura. Javni dug još uvijek nije previsok u odnosu na BDP, ali ono što zabrinjava je nastavak tendencije povećanja duga i otežane mogućnosti nalaženja izvora za njegovu otplatu. Tokom 2014. učešće neto javnog duga u BDP-u povećano je na 59,6%, dok je učešće garancija na kraju 2014. iznosilo 9,3% BDP-a<sup>34</sup>. Na ovo sve treba dodati visok nivo ranjivosti privatnog sektora, čijim se oporezivanjem dolazi do sredstava za otplatu duga.

Sigurno je da je zaduživanjem države značajno sprječena kontraktacija ekonomске aktivnosti u periodu 2009-2014., ali se budžet mora uravnovežiti i rast duga se mora zaustavljati, ili će se problem samo odložiti i biti neuporedivo bolniji za apsorpciju kasnije. Upravo to uravnoveženje povratno će se odražavati na finansijsku poziciju svih domaćih sektora, što će vršiti pritisak na finansijski sistem (banke).

Prema Monstatu, prosječna cijena kvadratnog metra novogradnje bila je 1.089 eura, tj. 5,5% niža u odnosu na 2013. godinu (4,3% niža u Podgorici), dok je broj prodanih stanova novogradnje opao za čak 28,9% (rast od 5,9% u Podgorici). Prema anketi CBCG (obuhvata i nove i stare nekretnine, pri čemu dominiraju starije nekretnine), prosječna cijena nekretnina u Podgorici je u padu od 2,2% u septembru u odnosu na mart 2014., uz značajan pad prometa kod agencija anketiranih posljednjom anketom.

<sup>34</sup> Prema osnovnom scenaru iz Programa ekonomskih reformi za Crnu Goru (Vlade Crne Gore), dug će na kraju 2015. iznositi 2,24 milijarde eura, ili 63,2% BDP-a.

Imajući u vidu visoku ponudu nekretnina, izdiferenciranost tražnje, najave restrukturiranja kredita u građevinskom sektoru, realno je očekivati dalje prilagođavanje ponude tražnji, kroz blagi pad cijena nekretnina u prvoj polovini godine. Međutim, treba istaći da će tok realizacije značajnih turističkih i infrastrukturnih projekata u Crnoj Gori u drugoj polovini 2015. godine generisati priličan stotinjak direktnih investicija i, uopšte, uticati na blago oživljavanje prometa na tržištu nekretnina. Pored toga, rast kreditne aktivnosti banaka koji se očekuje u narednoj godini, snižavanje kamatnih stopa na kredite podstaknuto konkurenčijom banaka, dešavanja u Eurozoni i kriza eura, mogli bi djelimično doprinijeti oživljavanju tržišta nekretnina i blagom rastu cijena nekretnina. Izvjesno poskupljenje nekretnina može se očekivati u opština u kojima počinje izgradnja velikih turističkih objekata, kao što su Porto Novi, Luštica, Porto Montenegro.

### **Finansijski sistem**

Generalno, bankarski sektor se dodatno konsolidovao tokom 2014. godine. Banke se još više nego ranije finansiraju putem (uglavnom domaćih) depozita, u odnosu na (uglavnom inostrane) pozajamice. Depoziti su u godišnjem porastu od 10%. I likvidna aktiva je u porastu, a banke nastavljaju da je preusmjeravaju u inostranstvo značajnim dijelom, u, prema njihovim percepcijama, nedostatku boljih investicionih mogućnosti u Crnoj Gori. Ukupna aktiva je tako porasla za 6%, dok su bruto krediti i potraživanja u padu od 1,9% na kraju 2014. u odnosu na kraj 2013, čime je i odnos kredita i depozita dodatno smanjen. Dobit na nivou sistema iznosila je 23,8 miliona eura (uz gubitke kod dvije banke), naspram dobiti od dva miliona eura u 2013.

I pored poboljšanja, problem kvaliteta kreditnog portfolija ostaje veoma izražen. Učešće bruto loših kredita i potraživanja, tj. bruto kredita i potraživanja koji kasne s otplatom više od 30 dana u ukupnim bruto kreditima i potraživanjima, sniženo je u odnosu na kraj 2013, ali je iznosilo i dalje visokih 16,8% i 19,9%, respektivno. Takođe, odnos ispravki vrijednosti za bruto loše kredite i potraživanja prema bruto lošim kreditima i potraživanjima, iako nešto bolji u odnosu na kraj 2013, iznosio je i dalje niskih 39,5% na kraju 2014. Slično, neto loši krediti i potraživanja i dalje su visoki u odnosu na kapital, 54,8%. Konačno, i stresno testiranje je pokazalo da su pojedine banke i dalje vrlo osjetljive na kreditni rizik.

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

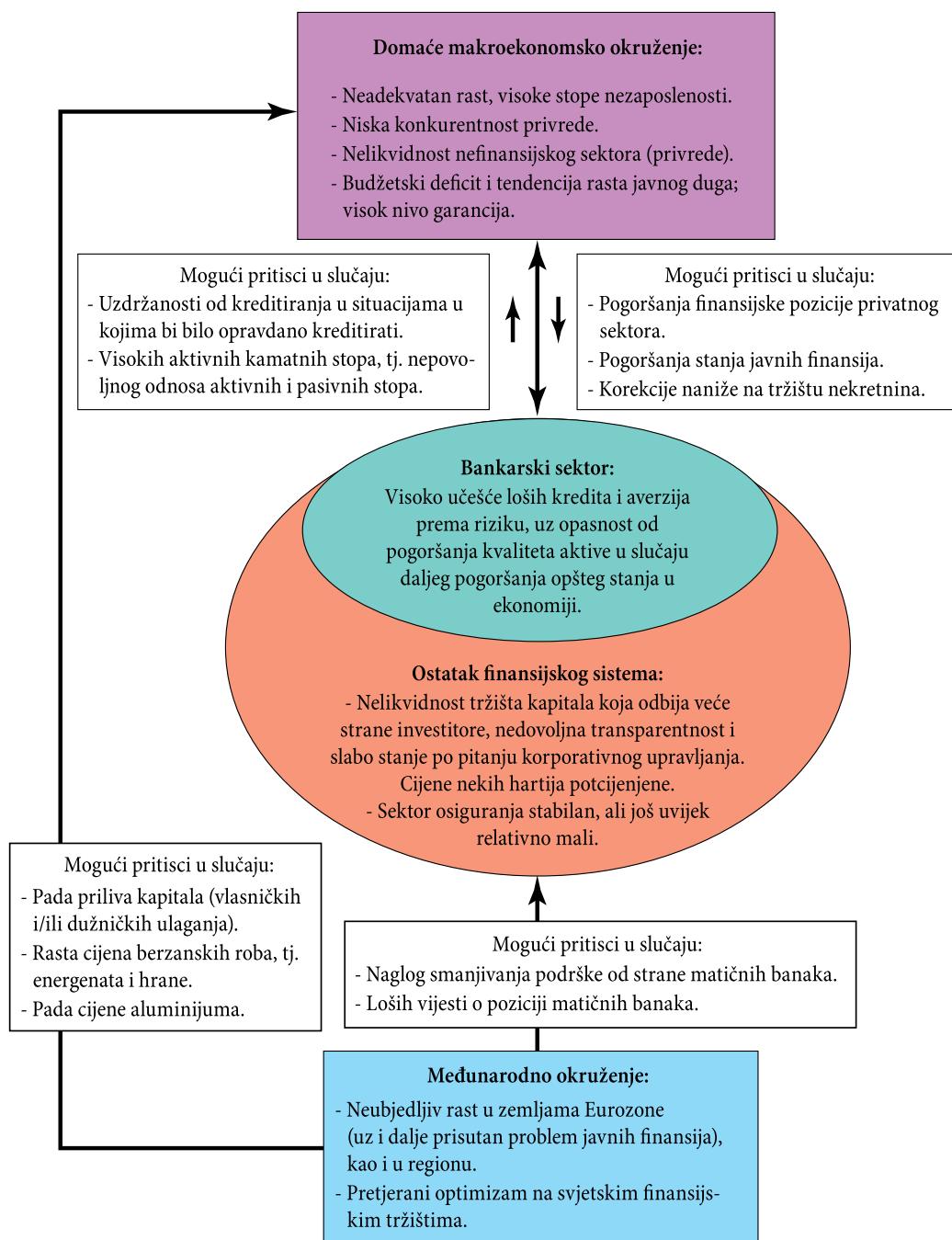
Takođe, stresno testiranje je pokazalo da su kamatni i devizni rizik zanemarljivi, kako na nivou sistema, tako i na nivou pojedinačnih banaka.

Na tržištu kapitala, 2014. je bila bitno bolja od 2013. godine, prije svega po pitanju prometa. Ukupan promet bio je tri i po puta veći u odnosu na 2013. godinu i iznosio je 108,2 miliona eura (najviše zbog primarnih emisija državnih obveznica i obveznica jedne poslovne banke), što je najviši nivo godišnjeg prometa još od 2009. godine. Indeks MONEX 20 porastao je 15,3%, dok je MONEX PIF opao 11% tokom 2014. Ipak, na tržištu su ostali prisutni određeni krupni nedostaci. Dalje, čini se da je izvjestan broj akcija i dalje potcijenjen, što nije poželjno sa aspekta finansijske stabilnosti. Između ostalog, i percepcija pojedinaca o ličnom bogatstvu je tako nerealno potcijenjena, što utiče na kontrakciju njihove potrošnje, i posljedično, na opšti nivo ekonomske aktivnosti.

Što se tiče pozicije osiguravajućih društava, preliminirani rezultati poslovanja pokazuju da je u 2014. došlo do dalje konsolidacije tog sektora. Relativna veličina ovog sektora i dalje ograničava njegov potencijalni uticaj na ostatak finansijskog sistema, tj. na realnu ekonomiju. Ipak, bilo bi poželjno da sektor bude još jači i veći: to bi značilo još više kapitala u finansijskom sistemu.

Ključni rizici su prikazani u šemi 5.1 i boksu 5.1.

#### Šema 5.1 – Ključni rizici i smjerovi uticaja



### Boks 5.1 – Sistemske ranjivosti bankarskog sektora

Karakteristike realnog sektora predstavljaju slabu diverzifikovanost, nisku produktivnost i konkurentnost, uz prisustvo značajnog nivoa neizvjesnosti. Prisutno je i kašnjenje strukturnih reformi u najširem smislu, neophodnih za promjenu takvog stanja. Sa druge strane, banke ne mogu da posluju izolovano od makrookruženja, pa ne djeluju stimulativno, već možda i previše oprezno, destimulativno. Generalno, banke stoje prilično stabilno (likvidno, profitabilno, i solventno, iako uz dosta problematične aktive), ali svojim djelovanjem djelimično „neopravdano“ destimulišu ionako krhko makrookruženje. Kao ključne ranjivosti možemo navesti:

1. Nestabilna ekonomска situacija u Eurozoni/EU (nizak rast, deflatorni pritisci), i dalje nestabilna pozicija banaka Eurozone/EU, uz nestabilne ekonomске prilike u Rusiji i „zategnutost“ u vezi sa Ukrajinskom političkom krizom, što vrši negativan pritisak na priliv direktnih stranih investicija, a što je posljednjih godina bio glavni pokretač crnogorske ekonomije.
2. Prilično osjetljiva situacija u javnim finansijama Crne Gore, gdje se nastavlja deficitarno finansiranje budžeta i rast javnog duga, što prijeti da se negativno odrazi na finansijski sistem, bilo indirektno (preko uticaja na bilanse stanja sektora stanovništva i privrede), bilo direktno, u smislu direktne izloženosti banaka prema državi, koja se u posljednjih par godina osjetno povećala.
3. Visoka nelikvidnost u privredi i loša pozicija sektora stanovništva, uz visoko učešće nekvalitetnih kredita. Ta činjenica, uz percepcije banaka o nepretjerano povoljnim izgledima za crnogorsku ekonomiju, utiče da banke nerado kreditiraju rezidente (odnosno da to čine uz visoke kamatne stope), opredjeljujući se umjesto toga da sredstva plasiraju u inostranstvu. Banke su značajno oborike kamatne stope na depozite, jer im nova sredstva (likvidnost) nijesu potrebna. Ovo je trenutno najkarakterističnija sistemska ranjivost i dobar primjer „začaranog kruga“ u odnosu markoekonomsko okruženje-finansijski sistem.
4. Ročna neusklađenost sredstava i izvora sredstava (odnosno, primarno – kredita i depozita), iako se ne radi o previše izraženom problemu, niti o činjenici koja nije karakteristična za banke kao finansijske posrednike, uopšte.
5. Osjetno učešće finansiranja crnogorskih banaka od nerezidentnih subjekata, s tim da je problem neuporedivo manji nego ranijih godina. Nivo pozajmica od nerezidenata je drastično niži nego što je bio ranije (iako je i dalje značajan), dok je nivo depozita od nerezidenata prilično značajan. Ipak, pretpostavlja se da je centar ekonomске aktivnosti tih deponenata usmjeren prema Crnoj Gori više nego što to podaci pokazuju.

## 5.1. Politike za očuvanje finansijske stabilnosti

### Realni sektor / platni bilans

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

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

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

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

### **Budžetski deficit (suficit) / javni dug**

Državni sektor nosi rizike i u 2015. godini. U tom smislu, veoma ohrabruju mjere fiskalne konsolidacije iz 2013. i 2014. godine: uvođenje progresivnog oporezivanja na dohodak fizičkih lica, snižavanje određenih rashoda za materijal i usluge, kao i mjere za bolju naplatu poreza i doprinosa, tj. za smanjenje sive ekonomije. U našem bliskom okruženju i zemljama EU, možemo vidjeti kako prekomjerni javni dug postaje faktor ograničavanja rasta i prosperiteta.

Budžetski deficit u 2015. godini biće na znatno višem nivou u odnosu na prethodnu godinu. Bilo bi poželjno i zaustavljanje tendencije rasta javnog duga, ali to nije realno sprovodivo u narednom periodu, primarno zbog zaduživanja za izgradnju prve dionice autoputa. Usvajanje Zakona o budžetu i fiskalnoj odgovornosti solidan je korak prema uspostavljanju veće fiskalne discipline.

Nagli rast javnog duga i visok budžetski deficit mogu biti protumačeni od strane finansijskih tržišta kao faktori koji mogu ugroziti redovno finansiranje državnih obaveza. U takvim uslovima prekida se ili značajno smanjuje priliv kapitala, dolazi do povlačenja portfolio investitora, raste premija rizika (poskupljuje finansiranje javnog duga), pogoršava se kreditni rejting, ugrožava se poslovanje bankarskog sistema i dr. Pitanju samog duga se nezaobilazno priključuje i pitanje garancija: izdavanje novih garancija se mora primjenjivati krajnje restriktivno, što je u periodu 2012-2014. bilo značajno unaprijeđeno.

## **Bankarski sektor i ostatak finansijskog sistema**

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

I pored pomaka u smislu veće aktivnosti u 2014. u odnosu na 2013. godinu, na tržištu kapitala mora se težiti većoj transparentnosti (posebno u dijelu redovnog objavljivanja tačnih finansijskih izvještaja emitentata, ali i informacija o poslovanju svih drugih učesnika na tržištu: berze, brokera, itd.), jačoj zaštiti vlasničkih prava (prije svega, prava manjinskih akcionara) i promociji, podršci i zaštiti bazičnih principa korporativnog upravljanja. I u sektoru osiguranja je potrebno povećati nivo transparentnosti i pojačati superviziju. Takođe, potrebno je intenzivirati promociju značaja usluga koje pružaju osiguravajuća društva.

## Dodatak 1: Odabrani indikatori stabilnosti bankarskog sistema

**Tabela 5.1**

Odabrani indikatori stabilnosti bankarskog sistema								
	31.03.2013.	30.06.2013.	30.09.2013.	31.12.2013.	31.03.2014.	30.06.2014.	30.09.2014.	31.12.2014.
<b>Kapital, u %</b>								
Koeficijent solventnosti	14,4	15,5	15,0	14,4	15,1	15,8	16,2	16,2
Ukupan kapital / ukupna aktiva (leveridž ratio)	13,7	13,9	13,9	13,4	14,2	14,3	14,2	14,2
Neto CDE krediti i potraživanja / kapital	79,9	77,0	74,5	68,7	59,9	62,2	60,0	54,8
<b>Kvalitet aktive, u %</b>								
CDE aktiva / ukupna aktiva	17,4	16,6	16,7	16,4	15,3	15,6	15,1	13,9
CDE krediti i potraživanja / ukupni krediti i potraživanja	19,4	18,8	18,4	18,4	17,2	17,9	17,3	16,8
CDE krediti / ukupni krediti	22,5	21,5	21,3	20,7	19,3	19,7	20,2	19,0
Ispравke vrijednosti za CDE kredite i potraživanja / CDE krediti i potraživanja	35,4	33,5	32,9	39,1	39,9	38,3	38,2	39,5
<b>Likvidnost, u %</b>								
Likvidna aktiva / ukupna aktiva	13,3	14,5	21,2	20,0	18,0	18,8	23,2	22,2
Likvidna aktiva / ukupne obaveze	15,4	16,8	24,6	23,1	21,0	21,9	27,1	25,9
<b>Profitabilnost, u %</b>								
Povraćaj na prosječnu aktivu (ROaA) *	1,4	1,3	1,3	0,1	1,3	1,0	0,9	0,8
Povratak na prosječni kapital (ROaE) *	10,0	9,2	9,2	0,5	9,3	6,8	6,2	5,4
<b>Prihodi i rashodi od kamata i kamatne stope, u %</b>								
Prihod od kamata / prosječna prihodonosna aktiva (a) *	7,5	7,6	7,5	7,4	7,5	7,3	7,3	7,3
Rashod od kamata / prosječna kamatonosna pasiva (b) *	3,4	3,4	3,4	3,3	2,9	2,2	2,3	2,4
Razlika: a - b, u procentnim poenima *	4,1	4,2	4,1	4,1	4,5	5,1	5,0	4,9
Kamatna stopa na ukupne kredite (c)	9,4	9,4	9,3	9,4	9,4	9,5	9,6	9,2
Kamatna stopa na ukupne depozite (d)	3,1	3,0	2,7	2,5	2,3	2,2	2,0	1,8
Razlika: c - d, u procentnim poenima	6,3	6,4	6,6	6,8	7,1	7,4	7,6	7,4
Kamatna stopa na novoodobrene kredite **	10,2	10,3	9,7	9,4	10,3	10,1	10,8	9,0

\* Indikatori koji sadrže varijable toka anualizovani su množenjem vrijednosti za prvi kvartal, prvo polugodište i prvih devet mjeseci sa 4, 2 i 4/3, respektivno.

\*\* Podaci se odnose na posljednji mjesec u kvartalu.

Izvor : CBCG



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

336

IZVJEŠTAJ o stabilnosti finansijskog sistema u 2014. godini. - 2010- . - Podgorica (Bulevar Sv. Petra Cetinskog br. 6) : Centralna banka Crne Gore, 2015 (Podgorica: AP Print d.o.o. Podgorica). - 28 cm

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



# Izvještaj o stabilnosti cijena

# 2014



# IJVJEŠTAJ O STABILNOSTI CIJENA 2014. GODINA

Podgorica, 2015. godine

<b>IZDAVAČ:</b>	Centralna banka Crne Gore Bulevar Svetog Petra Cetinjskog broj 6 81000 Podgorica Telefon: +382 20 664 997, 664 269 Fax: +382 20 664 576
<b>WEB ADRESA:</b>	<a href="http://www.cbcg.me">http://www.cbcg.me</a>
<b>SAVJET CENTRALNE BANKE:</b>	Mr Milojica Dakić, guverner Dr Velibor Milošević, viceguverner Dr Nikola Fabris, viceguverner Asim Telačević Dr Milivoje Radović Dr Milorad Jovović Dr Srđa Božović
<b>GRAFIČKA PRIPREMA:</b>	Andrijana Vujović Nikola Nikolić
<b>LEKTURA:</b>	Bojana Šupeljak
<b>ŠTAMPA:</b>	AP PRINT d.o.o. Podgorica
<b>TIRAŽ:</b>	200 primjeraka

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

## **SPISAK UPOTRIJEBLJENIH SKRAĆENICA**

ARIMA	Autoregressive Integrated Moving Average – autoregresivni integrisani model sa pokretnim prosjecima
BDP	Bruto domaći proizvod
CBCG	Centralna banka Crne Gore
CPI	Indeks potrošačkih cijena
EMU	Evropska monetarna unija
EU	Evropska unija
EUR	Euro
MONSTAT	Zavod za statistiku Crne Gore
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries – Organizacija zemalja izvoznica nafte
PDV	Porez na dodatu vrijednost
SDI	Strane direktnе investicije
UN	United Nations – Ujedinjene nacije
USD	Američki dolar



# SADRŽAJ

<b>1. INDIKATORI INFLACIJE</b>	7
1.1. Kretanje inflacije u Crnoj Gori	7
1.2. Kretanje inflacije u regionu i EU	11
<b>2. INFLACIONA OČEKIVANJA BANKARSKOG SEKTORA I PRIVREDE</b>	13
2.1. Očekivanja banaka	13
2.2. Očekivanja privrede (osim banaka)	14
<b>3. DETERMINANTE INFLACIJE</b>	15
3.1. Tražnja	15
3.1.1. Kretanje plata i ostale raspoložive determinante tražnje	16
3.1.2. Tražnja javnog sektora	18
3.1.3. Privreda	20
3.1.4. Eksterna tražnja i tekući račun platnog bilansa	20
3.2. Ponuda i proizvodnja	22
<b>4. MONETARNA POLITIKA</b>	23
4.1. Mjere monetarne politike za suzbijanje inflacije	23
<b>5. PROGNOZA INFLACIJE ZA 2015. GODINU</b>	24
5.1. Modelska procjena	24
5.2. Ekspertska procjena	26



# 1. INDIKATORI INFLACIJE

## 1.1. Kretanje inflacije u Crnoj Gori

Nakon kontinuiranog dezinflacionog trenda u 2013. godini, cijene su u 2014. godini, posmatrano preko godišnjih stopa, imale negativan predznak u svim mjesecima osim u novembru kada je godišnja inflacija iznosila 0,0%. Na kretanje cijena u Crnoj Gori u najvećoj mjeri, zbog uvozne zavisnosti, utiče kretanje cijena u zemljama okruženja i zemljama EU. Niska inflacija je trenutno opšta pojava u većini zemalja, a rezultat je pada cijena energenata, tj. cijena nafte na svjetskom tržištu, kao i nižih cijena nekih prehrabnenih proizvoda. Takav cjenovni trend nije zaobišao ni Crnu Goru, pa je stopa od -0,3% zabilježena u decembru 2014. godine najniži međugodišnji nivo cijena od kako se inflacija mjeri preko potrošačkih cijena (januar 2009. godine). Posmatrano po kvartalima, rast cijena u 2014. godini zabilježen je tokom drugog (0,7%) i trećeg kvartala (0,1%), dok je pad cijena zabilježen u prvom (-0,8%) i četvrtom kvartalu (-0,4%)<sup>1</sup>. Posmatrano po mjesecima, najveći pad potrošačkih cijena je zabilježen u januaru (-0,8%), julu (-0,4%) i decembru (-0,4%), dok je najveći i identičan rast cijena zabilježen u junu i septembru (0,5%).

Tabela 1

	Inflacija, %							
	2013.				2014.			
	III	VI	IX	XII	III	VI	IX	XII
Promjena u odnosu na kraj prethodne godine	0,5	0,4	1,1	0,3	-0,8	0,0	0,0	-0,3
Godišnja promjena	3,3	2,2	1,8	0,3	-0,9	-0,1	-0,7	-0,3

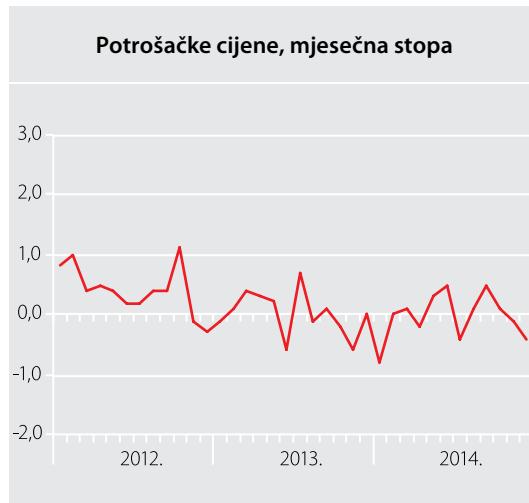
Izvor: Monstat

Najveći godišnji pad u 2014. godini zabilježile su cijene iz kategorije *prevoz* (4,7%), gdje su najviše smanjene cijene goriva i maziva za 11,1%, koje inače čine skoro polovinu kategorije *transport* čije učešće u ukupnoj ponderacionoj strukturi CPI-a iznosi 10,1%. Pad cijene telefonske i telefaks opreme, telefonske i telefaks usluge od 3,5% najviše je uticao na pad cijena u kategoriji *komunikacije* (3,5%). Cijene u kategoriji *pokućstvo i rutinsko održavanje stana* su zabilježile pad od 1,9%, zbog pada cijena tekstilnih proizvoda za domaćinstvo od 11,5%. Smanjene su i cijene u kategoriji *ostali proizvodi i usluge* za 1%, dok su cijene u kategoriji *stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva* smanjene za 0,3%. Najveći godišnji rast cijena u 2014. godini zabilježen je u kategoriji *zdravlje* (3,6%), najviše zbog povećanja cijena

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

farmaceutskih proizvoda od 4,3% i cijena stomatoloških usluga od 5%. Rasle su i cijene u kategoriji alkoholna pića i duvan za 0,9%, zbog porasta cijena alkoholnih pića od 2,9%. Cijene u kategoriji *hrana i bezalkoholna pića* bilježe rast od 0,8%, zbog rasta cijene hljeba i žitarica za 4,3%, povrća za 2,9%, voća za 2,7%, ribe za 1%, mlijeka, sira i jaja za 0,7% i ostalih prehrabnenih proizvoda za 2,1%. Istovremeno se u okviru ove kategorije bilježi pad cijene ulja i masti za 11,7%, šećera, džema, meda, čokolade

i konditorskih proizvoda za 0,6%, dok su cijene bezalkoholnih pića niže za 1,4%. Rasle su cijene u kategoriji *odjeća i obuća* za 0,7%, kategoriji *rekreacija i kultura* za 0,6%, dok je najmanji rast cijena zabilježen u kategoriji *hoteli i restorani* za 0,1%. Cijene u kategoriji *obrazovanje* ostale su nepromijenjene u odnosu na decembar 2013. godine.

**Grafik 1**

Izvor: Monstat

U UN-ovom izvještaju *World Economic Situation and Prospect 2015* navodi se da su, tokom pretodne dvije godine, cijene većine osnovnih roba imale silazni trend, a ne predviđa se ni pretjerani rast cijena u 2015. i 2016. godini. Nagli pad cijena nafte posljednjih mjeseci 2014. godine bio je opredjeljujući faktor niske inflacije u većini zemalja za 2014. godinu. Tokom 2015. i 2016. godine globalni rast cijena će biti vrlo umjeren, iako će pojedine zemlje u tranziciji i većina zemalja u razvoju imati povećanu stopu inflacije, dok će se

**Tabela 2**

Doprinos pojedinih kategorija u ukupnoj inflaciji <sup>2</sup>				
	Ponderi	XII 14/XII 13.	Stopa rasta	Doprinos
UKUPNO	1000,0	99,7	-0,3	-0,3
Hrana i bezalkoholna pića	386,4	100,8	0,8	0,3
Alkoholna pića i duvan	37,9	100,9	0,9	0,0
Odjeća i obuća	70,7	100,7	0,7	0,1
Stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva	153,1	99,7	-0,3	0,0
Pokućstvo i rutinsko održavanje stana	46,9	98,1	-1,9	-0,1
Zdravlje	38,2	103,6	3,6	0,1
Prevoz	101,0	95,3	-4,7	-0,5
Komunikacije	57,1	96,5	-3,5	-0,2
Rekreacija i kultura	27,2	100,6	0,6	0,0
Obrazovanje	15,7	100,0	0,0	0,0
Hoteli i restorani	23,0	100,1	0,1	0,0
Ostali proizvodi i usluge	42,8	99,0	-1,0	0,0

Izvor: Monstat i kalkulacije CBCG

<sup>2</sup> Napominjemo da se, i pored indeksnih promjena, doprinos učešća pojedinih kategorija, zbog ponderacione strukture, evidentira tek na drugoj, odnosno trećoj decimali.

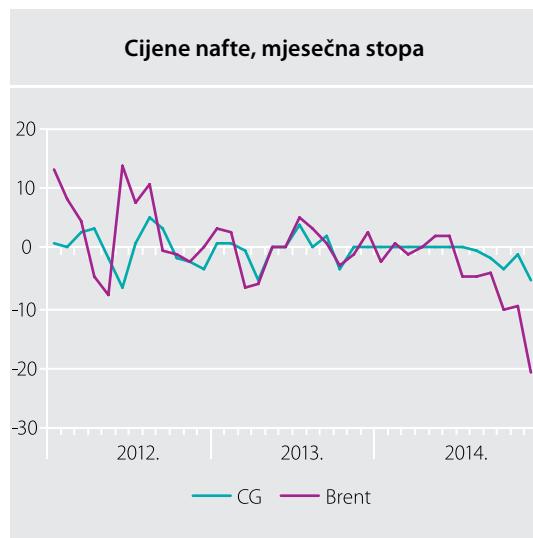
pojedine razvijene zemlje suočavati sa veoma niskom inflacijom, kao i deflacijom. Kako se navodi u *Izvještaju*<sup>3</sup>, inflacija u razvijenim zemljama bi za 2015. godinu mogla iznositi 1,4%, zemljama u tranziciji 7,4% i zemljama u razvoju 5,3%. Zbog uvozne zavisnosti promjene cijena nafte, hrane, kao i roba široke potrošnje, odraziće se i na cijene u Crnoj Gori, odnosno na ukupnu inflaciju u narednom periodu.

Cijene goriva i maziva u Crnoj Gori, koje su uglavnom diktirane promjenama cijena nafte na svjetskom tržištu, zabilježile su pad na godišnjem nivou od 11,1%. Cijena referentne korpe OPEC-a je u 2014. godini, u prosjeku, iznosila 96,2 USD/barel, što je 9,2% niže u odnosu na prosječnu cijenu iz 2013. godine. Prosječna cijena brenta u ovoj godini je bila 99,0 USD/barel, što je za 8,9% niže u odnosu na prosječnu cijenu iz prethodne godine. Posmatrano tokom godine, najviši nivo prosječne cijene brenta zabilježen je u junu (111,66 USD/barel), a najniži u decembru kada je prosječna cijena brenta dostigla nivo 62,53 USD/barel, što je za čak 43,6% manje od prosječne cijene brenta iz decembra 2013. godine i ujedno i najmanji iznos od maja 2009. godine (kada je iznosila 57,27 USD/barel). Na pad cijena nafte značajno je uticalo povećanje ponude, posebno povećanje američke proizvodnje nafte iz škriljaca. Uz to je došlo do usporavanja tražnje za ovim energentom što je posljedica slabijeg globalnog ekonomskog rasta tokom 2014. godine. Cijena nafte je imala tendenciju pada posebno u drugoj polovini 2014. godine i pretpostavka je da će sličan trend imati u 2015. godini, s obzirom na odnos ponude i tražnje. Prema izvještaju UN-a *World Economic Situation and Prospect 2015*, jačanje globalnog ekonomskog rasta u 2016. godini će podstići tražnju za ovim proizvodom što će se odraziti i na cijenu.

Najveći negativan doprinos od -0,5 p.p. dale su cijene iz kategorije *prevoz*, dok je negativan doprinos od -0,2 p.p. ostvarila kategorija *komunikacije*, a doprinos od -0,1 p.p. kategorija *pokućstvo i rutinsko održavanje stana*. Najveći pozitivan doprinos ukupnoj godišnjoj stopi inflacije dale su cijene iz kategorije *hrana i bezalkoholna pića* sa 0,3 p.p. Na grafiku br. 3 mogu se vidjeti doprinosi godišnjoj inflaciji pojedinih komponenti potrošačkih cijena.

U 2014. godini mjesечna<sup>4</sup> stopa **bazne inflacije** je sedam mjeseci bila ispod nivoa zvanične mjesечne inflacije, dok je tokom aprila, jula, oktobra, novembra i decembra bila viša od nivoa ukupne mjesечne inflacije (razlog su promjene cijena određenih proizvoda koji se inače isključuju iz obračuna bazne inflacije, kao npr. električna energija, poljoprivredni proizvodi, gorivo i sl.). Kretanje stope ukupne i bazne inflacije se može vidjeti na grafiku br. 4.

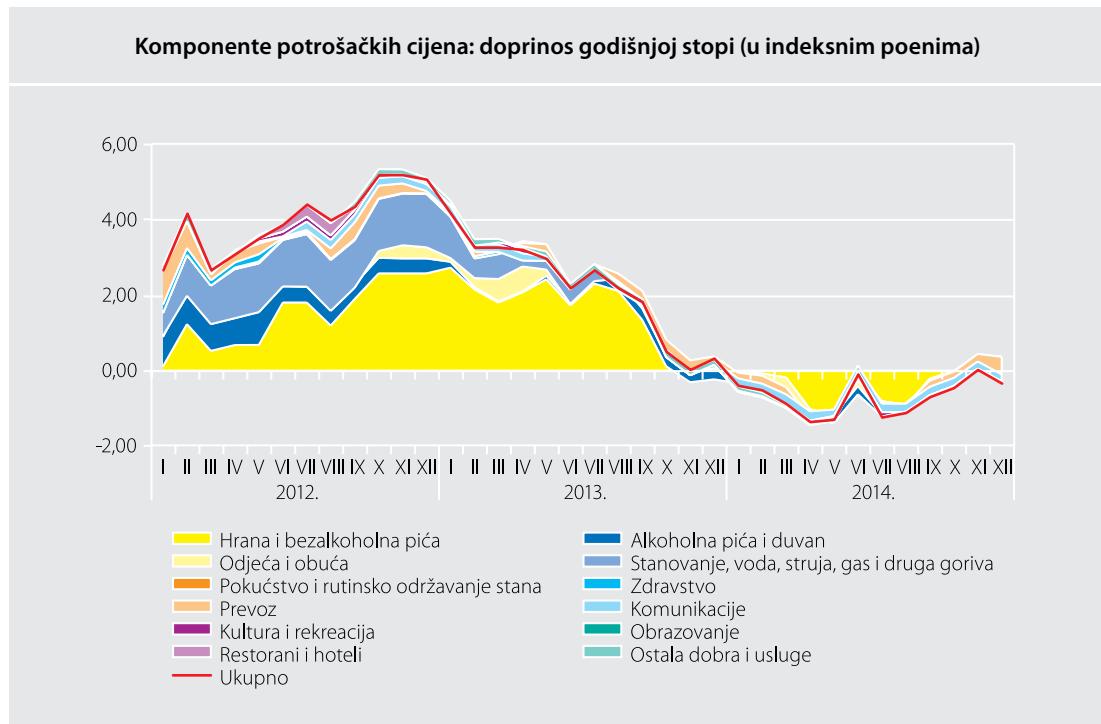
Grafik 2



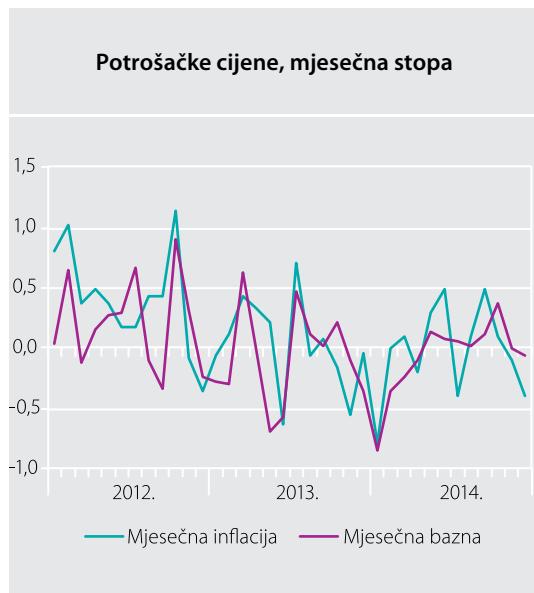
Izvor: Monstat i Monthly Oil Market Reports, OPEC

<sup>3</sup> Detaljni podaci o kretanju inflacije za pojedine regije i zemlje dati u aneksu izvještaja *World Economic Situation and Prospect 2015* u tabelama: A.4, A.5 i A.6.

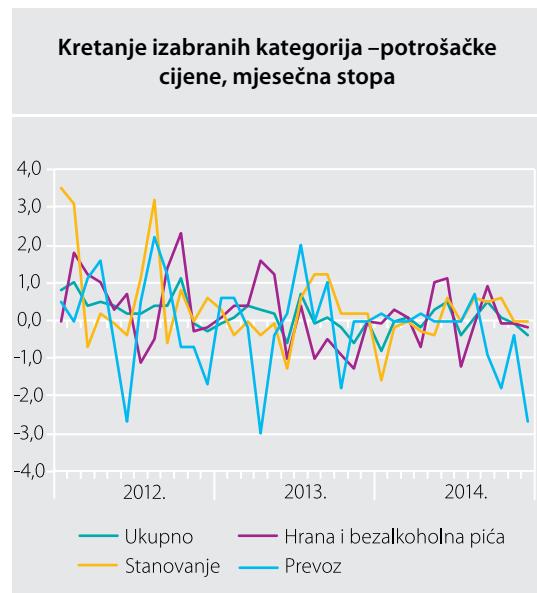
<sup>4</sup> U 2013., kao ni u 2012. godini nijesu bili raspoloživi podaci o godišnjoj promjeni cijena za sve proizvode koji čine korpu bazne inflacije, odnosno za proizvode koji su isključeni iz korpe za obračun bazne inflacije, pa nije bilo moguće računati godišnju baznu inflaciju po mjesecima.

**Grafik 3**

Izvor: Monstat i kalkulacija CBCG

**Grafik 4**

Izvor: Monstat i kalkulacija CBCG

**Grafik 5**

Izvor: Monstat

**Cijene proizvođača industrijskih proizvoda** su u decembru 2014. godine u odnosu na decembar 2013. godine zabilježile rast od 0,9%. Rast cijena zabilježen je u sva tri sektora: sektoru vađenja ruda i kamena za 4,3%, u sektoru snabdijevanja električnom energijom, gasom i parom za 1,6%, i u sektoru prerađivačke industrije za 0,3%. Prosječan rast cijena proizvođača industrijskih proizvoda u 2014. godini iznosio je 0,1%, pri čemu je prosječan rast cijena zabilježen u sektoru vađenja ruda i kamena (4,3%) i sektoru snabdijevanja električnom energijom, gasom i parom (0,3%), dok su cijene u sektoru prerađivačke industrije zabilježile prosječan pad od 0,4%.

**Izvozne cijene proizvođača industrijskih proizvoda<sup>5</sup>** su u decembru 2014. godine u odnosu na isti mjesec prethodne godine zabilježile rast od 20,3%, dok je prosječan godišnji rast cijena iznosio 4,3%. Rast od 21,3% na godišnjem nivou zabilježile su cijene u sektoru prerađivačke industrije, dok je pad od 3,6% registrovan u sektoru vađenja ruda i kamena.

**Uvozne cijene industrijskih proizvoda<sup>6</sup>** su u decembru 2014. godine zabilježile pad od 2% u odnosu na isti mjesec prethodne godine, a pad od 1,6% ako se posmatra prosječna godišnja stopa. Pad na godišnjem nivou je zabilježen kod cijena iz sektora prerađivačke industrije (1,9%), dok su cijene u sektoru vađenja ruda i kamena zabilježile pad od 3% na godišnjem nivou.

## 1.2. Kretanje inflacije u regionu i EU

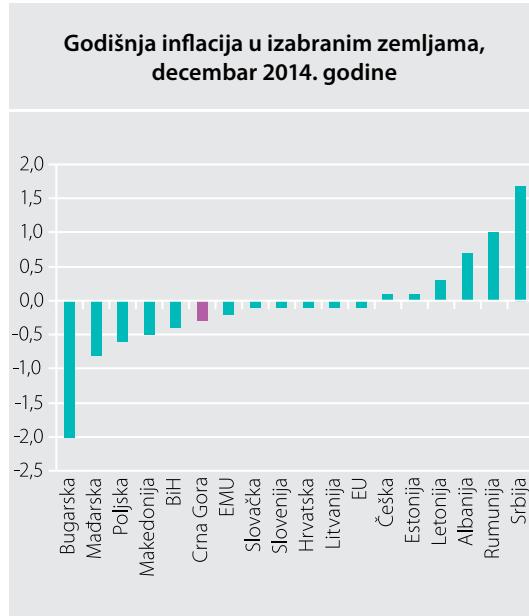
Posmatrajući godišnju inflaciju u pojedinim zemljama regionala, vidi se da se pozitivna stopa bilježi u Srbiji (1,7%) i Albaniji (0,7%), dok je negativna stopa zabilježena u Makedoniji (-0,5%), Bosni i Hercegovini (-0,4%), Hrvatskoj (-0,1%) i Sloveniji (-0,1%).

Godišnja stopa u Eurozoni u decembru 2014. godine od -0,2% je prva negativna stopa zabilježena od oktobra 2009. godine (-0,1%). Na osnovu trenutno raspoloživih informacija i kretanja prepostavlja se da će u prvim mjesecima 2015. godine ostati na niskom nivou, odnosno imati negativan predznak. U decembru 2013. godišnja inflacija iznosila je 0,8%.

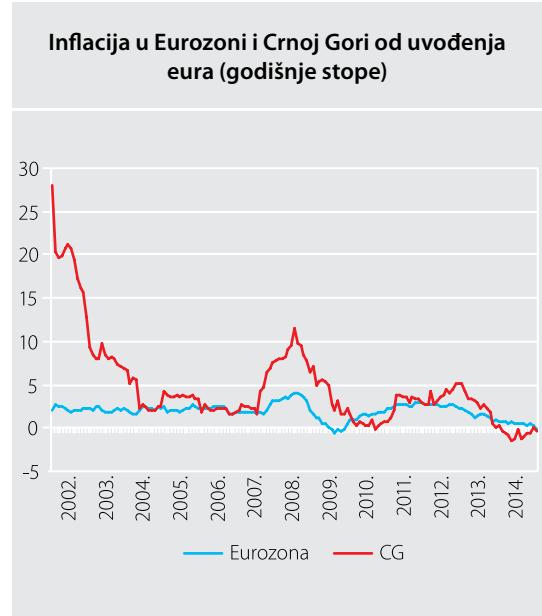
Kada je riječ o inflaciji zemalja članica EU negativna stopa se bilježi u šesnaest zemalja članica, pri čemu je najniža godišnja stopa zabilježena u Grčkoj (-2,5%), Bugarskoj (-2,0%), Španiji (-1,1%) i Kipru (-1,0%). Najveća godišnja stopa je zabilježena u Rumuniji (1,0%), Austriji (0,8%) i Finskoj (0,6%). Ista godišnja stopa inflacije od 0,1% zabilježena je u Češkoj, Danskoj, Njemačkoj i Estoniji. Godišnja stopa ostvarena u Eurozoni, iznosila je -0,2%, a komponente sa najvećim negativnim doprinosom godišnjoj inflaciji su tečna goriva (-0,17 p.p.), goriva i maziva za održavanje vozila (-0,53 p.p.) i telekomunikacije (-0,08 p.p.), dok su najveći pozitivan doprinos dale su komponente restorani i kafići (0,11 p.p.), rente (0,11 p.p.) i duvan (0,07 p.p.).

<sup>5</sup> Indeks izvoznih cijena se odnosi na mjesecne promjene cijena industrijskih proizvoda koje preduzeća proizvode i prodaju na stranom tržištu. Važan je ekonomski indikator koji se može koristiti kao deflator vremenskih serija, naročito za potrebe nacionalnih računa.

<sup>6</sup> Indeks uvoznih cijena se odnosi na mjesecne promjene cijena uvoznih industrijskih proizvoda. Može se koristiti kao deflator vremenskih serija, naročito za potrebe nacionalnih računa i kao sredstvo za usklađivanje cijena pri sklapanju različitih kupoprodajnih ugovora.

**Grafik 6**

Izvor: Nacionalni zavodi za statistiku i Eurostat

**Grafik 7**

Izvor: Monstat i Eurostat

Godišnja stopa inflacije ostvarena u EU u decembru 2014. godine bila je negativna i iznosila je -0,1%, u Eurozoni -0,2%, dok je u Crnoj Gori iznosila -0,3%, odnosno -0,6% mjerena harmonizovanim indeksom potrošačkih cijena.

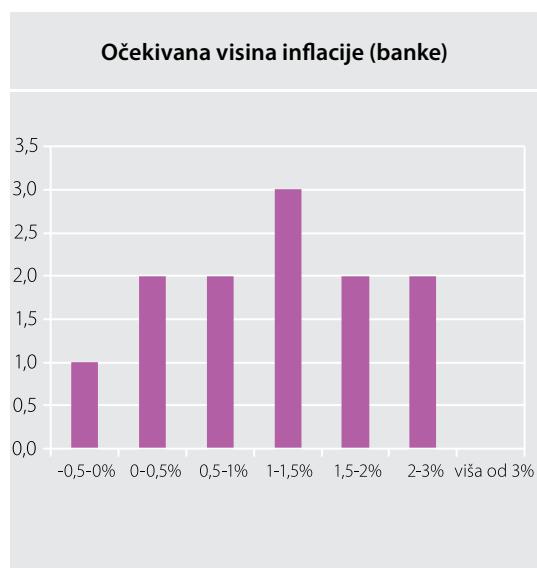
## 2. INFLACIONA OČEKIVANJA BANKARSKOG SEKTORA I PRIVREDE

### 2.1. Očekivanja banaka

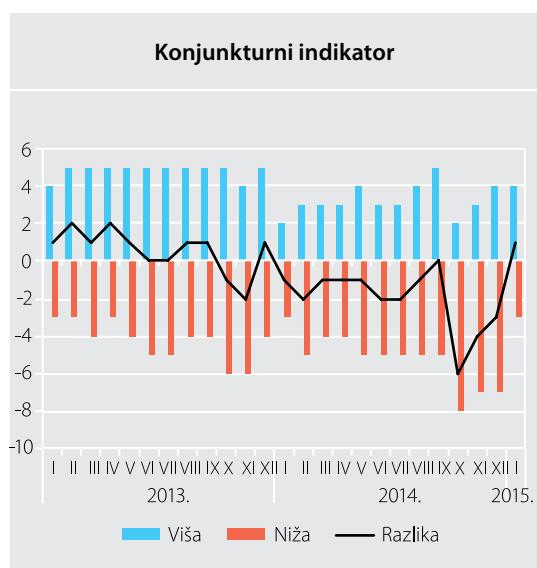
Kada su u pitanju inflaciona očekivanja banaka, na osnovu ankete sprovedene u januaru 2015. godine, tri banke očekuje inflaciju u rasponu od 1% - 1,5%, po dvije banke očekuju inflaciju između 0% - 0,5%, 0,5% - 1%, 1,5% - 2% i 2% - 3%, jedna banka očekuje da će se inflacija kretati između -0,5% i 0%, dok nijedna banka ne očekuje inflaciju veću od 3%.

Za potrebe izračunavanja inflacionih očekivanja koristimo konjunktturni indikator (crna linija na grafiku br. 9). On se dobija kao razlika između broja banaka koje očekuju rast inflacije (plavi stubići) i broja banaka koje očekuju pad inflacije (crveni stubići). Ukoliko konjunktturni indikator ima negativnu vrijednost, u narednom periodu se očekuje opadanje stope inflacije. Ukoliko ima pozitivnu vrijednost, u narednom periodu se može očekivati rast inflacije. Ukoliko ima nullu vrijednost, u narednom periodu se očekuje nepromijenjena stopa inflacije. Što je njegova vrijednost više negativna to su i inflaciona očekivanja niža, a viša pozitivna vrijednost predstavlja viši nivo inflacionih očekivanja.

Grafik 8



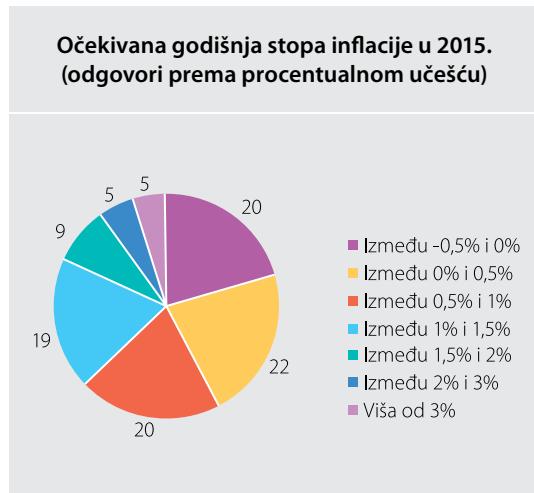
Grafik 9



Prema tome, grafik br. 9 pokazuje da su inflaciona očekivanja, uz manje oscilacije, bila na niskom nivou tokom cijele 2014. godine. Posebno su niska inflaciona očekivanja bila izražena u posljednjem kvartalu prethodne godine kada je većina banaka očekivala pad inflacije. Inflaciona očekivanja u januaru 2015. godine ukazuju na rast inflacije.

## 2.2. Očekivanja privrede (osim banaka)

Grafik 10



### Inflacija

Od ukupnog broja anketiranih privrednih subjekata<sup>7</sup>, najveći broj, 22%, smatra da će se godišnja stopa inflacije kretati između 0% i 0,5% u 2015. godini. Da će se inflacija kretati u rasponu od -0,5% do 0% smatra 20% anketiranih, što je isti procenat onih privrednih subjekata koji smatraju da će inflacija biti između 0,5% i 1%. Inflaciju između 1% i 1,5% očekuje 19% anketiranih, a 9% očekuje inflaciju između 1,5% i 2%. Da će inflacija u 2015. godini biti između 2% i 3% smatra 5% anketiranih, dok isti procenat misli da će inflacija biti veća od 3%.

<sup>7</sup> U strukturi uzorka, od 200 najvećih preduzeća po ostvarenom prihodu u 2013.godini, dominiraju preduzeća trgovine (47,5%), zatim industrije i građevinarstva (po 15%), saobraćaja i skladištenja (8%), usluge smještaja i ishrane, kao i informisanje i komunikacije (po 3,5%), ostali (poljoprivreda, poslovanje s nekretninama, itd.) imaju učešće do 1%.

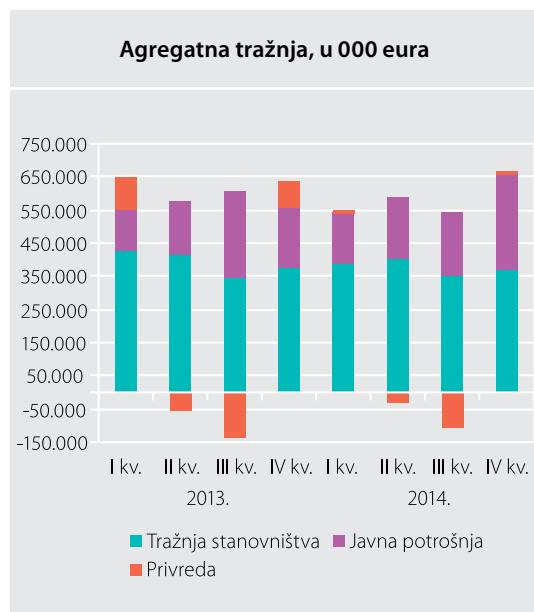
## 3. DETERMINANTE INFLACIJE

### 3.1. Tražnja

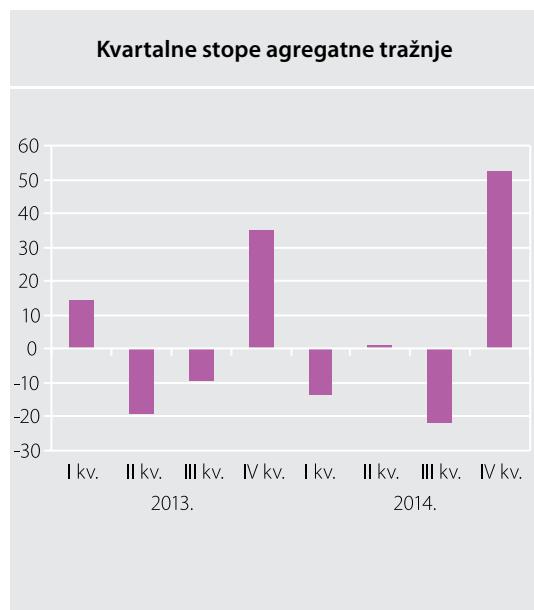
Prema raspoloživim podacima, najviši nivo agregatne tražnje tokom 2014. godine ostvaren je u četvrtom kvartalu, što je tipična pojava, s obzirom na to da se krajem godine isplaćuju zaostale obaveze od strane firmi i budžeta. Ukupna tražnja u četvrtom kvartalu 2014. godine je nešto viša od nivoa tražnje iz istog kvartala prethodne godine. Gledajući strukturu ukupne tražnje u četvrtom kvartalu 2014. godine, u odnosu na strukturu tražnje iz četvrтог kvartala prethodne godine, učešće tražnje stanovništva se neznatno smanjilo. Smanjena je komponenta privrede, dok je javna potrošnja, u četvrtom kvartalu, u ukupnoj strukturi povećana.

Nivo i stopa aggregatne tražnje u četvrtom kvartalu 2014. godine više su nego u prethodna tri kvartala, kao i u odnosu na nivo ostvaren u posljednjem kvartalu prethodne godine.

Grafik 11



Grafik 12



### Boks 1 – Metodologija računanja agregatne tražnje

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

$$AD = C + I + G$$

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

$I$  = neto štednja privrede (depoziti – krediti)

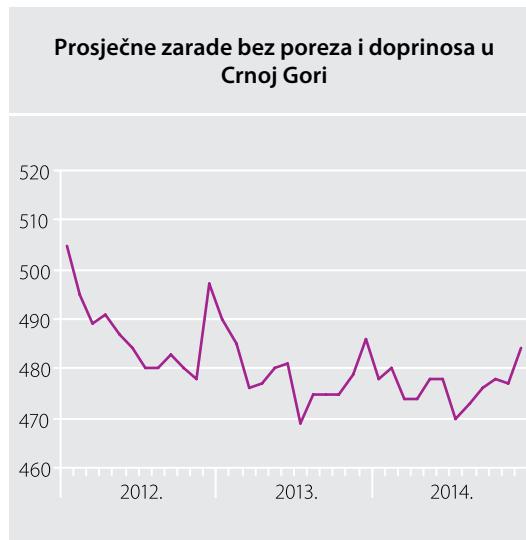
$G$  = javna potrošnja – isplaćene penzije – plate isplaćene iz budžeta – neto štednja države (depoziti – krediti – državni zapisi)

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

#### 3.1.1. Kretanje plata i ostale raspoložive determinante tražnje

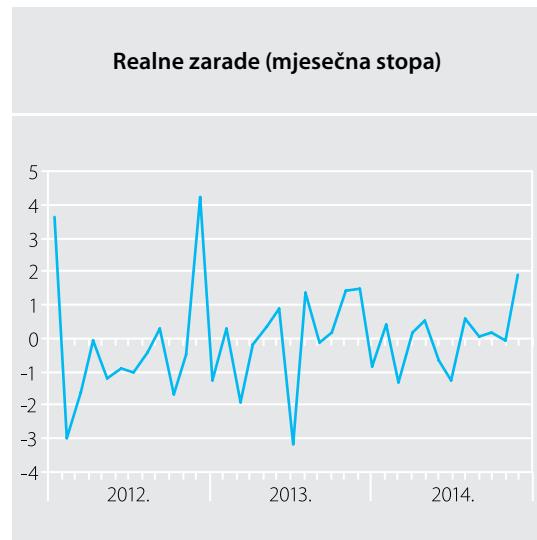
Prosječna zarada u Crnoj Gori, u 2014. godini, iznosila je 723 eura i bila je niža za 0,4% od prosječne zarade iz prethodne godine. Prosječna zarada bez poreza i doprinosa je iznosila 477 eura i u odnosu na prethodnu godinu bila je niža za 0,4%. Realne zarade bez poreza i doprinosa su u 2014. godini bile više za 0,3% u odnosu na prosječnu zaradu bez poreza i doprinosa iz 2013. godine.

Grafik 13



Izvor: Monstat

Grafik 14



Izvor: Monstat

Posmatrano po mjesecima, najveći nominalni pad zarada bez poreza i doprinosa zabilježen je u januaru (-1,6%) i julu (-1,7%). Najveći nominalni rast zarada bez poreza i doprinosa zabilježen je u decembru (1,5%), dok je najmanji nominalni rast sa identičnom stopom od 0,4% zabilježen u februaru i oktobru.

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

Kreditiranje sektora stanovništva u 2014. godini obilježio je pozitivan trend. Prosječno mjesечно, krediti ovom sektoru rasli su po stopi od 0,1% (dok je u 2013. godini zabilježen rast po prosječnoj stopi od 0,7%). Na kraju 2014. godine, ukupni krediti sektora stanovništva su iznosili 893,8 miliona eura, što je za 12,5 miliona eura ili 1,4% više nego na kraju 2013. godine.

Prosječna zaduženost sektora stanovništva povećana je u odnosu na prethodnu godinu. Tako je dug per capita iznosi 1.438 eura na kraju decembra 2014. godine, i bio je za 20 eura ili 1,4% viši nego na kraju 2013. godine.

Dug stanovništva prema mikrokreditnim finansijskim institucijama iznosio je 36,1 milion eura na kraju 2014. godine i bio je za dva miliona eura ili 6% viši nego godinu dana ranije.

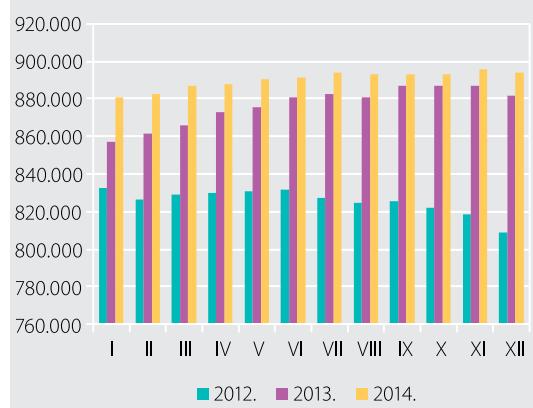
Depoziti sektora stanovništva su i tokom 2014. godini imali pretežno rastući trend i zabilježili su prosječan mjeseci rast od 0,6% (u 2013. godini zabilježen je prosječan mjeseci rast po istoj stopi). Depoziti ovog sektora iznosili su 1.331,8 miliona eura na kraju 2014. godine i bili za 94,3 miliona eura ili 7,6% viši nego na kraju 2013. godine.

Koefficijent krediti/depoziti za ovaj sektor iznosio je 0,67 na kraju 2014. godine i bio je na nižem nivou nego na kraju prethodne godine (0,71). Sektor stanovništva je na kraju 2014. godine ostvario neto štednju u ukupnom iznosu od 438 miliona eura, koja je za 81,8 miliona eura ili 23% viša nego na kraju 2013. godine.

Statistika platnog bilansa pokazuje da je u 2014. u odnosu na 2013. godinu, došlo do porasta priliva novčanih sredstava po osnovu doznaka iz ino-

**Grafik 15**

**Krediti stanovništva, u 000 EUR**



**Grafik 16**

**Priliv sredstava iz inostranstva stanovništvu, u 000 eura**



Izvor: CBCG

**Grafik 17**

stranstva u korist domaćih fizičkih lica, po osnovu plata i nadoknada zaposlenih, kao i po osnovu ostalih ličnih transfera.

Prema preliminarnim pokazateljima, ukupna tražnja sektora stanovništva u četvrtom kvartalu 2014. godine je bila niža u odnosu na nivo tražnje iz istog kvartala 2013. godine, kao i u odnosu na nivo tražnje iz prva dva kvartala 2014. godine, dok je nivo nešto viši u odnosu na tražnju stanovništva iz trećeg kvartala 2014. godine.

### 3.1.2. Tražnja javnog sektora

#### Javne finansije Crne Gore<sup>8</sup>

**Javna potrošnja** u 2014. godini, prema procjeni Ministarstva finansija, ostvarena je u iznosu od 1,61 milijarde eura ili 47,3% procijenjenog BDP-a<sup>9</sup> za 2014. godinu. U poređenju sa prethodnom godinom, javna potrošnja bila je viša za 1,2%, dok je planom predviđeni iznos premašen za 141,8 miliona eura ili 9,7%. Ovako drastičan rast rashoda objašnjava se povećanjem državnog udjela u vlasništvu kompanije Elektroprivreda Crne Gore (po ovom osnovu došlo je do povećanja stavke kapitalni izdaci u tekućem budžetu), i metodološkom prekvalifikacijom karaktera stavke otplate obaveza iz prethodnog perioda<sup>10</sup>, kao i zbog neplanirane otplate garancija u iznosu od 18,5 miliona eura. Ostvareni nivo javne potrošnje finansiran je prihodima od poreza u iznosu od 950,1 milion eura, doprinosa 444,3 miliona eura, naknada 71,5 miliona eura, taksi 20,8 miliona eura, ostalih prihoda 43,3 miliona eura, primicima od otplate kredita i sredstava prenijetih iz prethodne godine u iznosu od 21,4 miliona eura, kao i prihodima od donacija u iznosu od 9,1 milion eura.

Tekuća javna potrošnja (javna potrošnja umanjena za kapitalne izdatke) iznosila je 1,48 milijardi eura ili 43,7% BDP-a i viša je u odnosu na isti period 2013. godine za 1,3%, dok je kapitalni budžet iznosio 124,5 miliona eura ili 3,7% BDP-a.

<sup>8</sup> Strukturu javnih finansija čine budžet Crne Gore sa državnim fondovima (Fondom penzijskog i invalidskog osiguranja, Fondom zdravstvenog osiguranja, Fondom za obeštećenje, Zavodom za zapošljavanje i Fondom rada) i budžeti lokalnih samouprava (Prijestonica Cetinje, Glavni grad Podgorica i 21 opština).

<sup>9</sup> Procijenjeni BDP za 2014. godinu iznosi 3.393 miliona eura.

<sup>10</sup> Otplata obaveza iz prethodnog perioda sada je uključena u izdatke, a samim tim i u obračun deficita za 2014. godinu, dok je ranije bila dio stavke otplate duga.

U strukturi javnih izdataka, prema ekonomskoj klasifikaciji pojedinačno, najveće učešće ostvarili su tekući izdaci (47%), zatim transferi (38,7%), kapitalni izdaci (7,7%), dok se 6,6% odnosilo na ostale izdatke.

**Javni prihodi** procijenjeni su u iznosu od 1,56 milijardi eura ili 46% procijenjenog BDP-a, i bili su za 8,2% viši u odnosu na isti period 2013. godine, kao i u odnosu na plan. U strukturi javnih prihoda i dalje su dominantni prihodi od poreza sa učešćem od 60,9%, kao i prihodi od doprinosa (28,5%), dok svi ostali prihodi učestvuju sa 10,6%.

U 2014. godini, prema preliminarnim podacima Ministarstva finansija, ostvaren je **deficit javne potrošnje** u iznosu od 46,1 milion eura ili 1,4% BDP-a, i manji je za 114,3 miliona eura u odnosu na deficit na kraju 2013. godine.

### Budžet Crne Gore

Budžet Crne Gore je u 2014. godini, prema preliminarnim podacima Ministarstva finansija, ostvario ukupne primitke<sup>11</sup> u iznosu od 1,67 milijardi eura.

**Izvorni prihodi** iznosili su 1,35 milijardi eura ili 39,8% projektovanog BDP-a, i u odnosu na plan zabilježili su rast od 5,9%, a u poređenju sa istim periodom 2013. godine izvorni prihodi budžeta bili su viši za 8,7%. U strukturi izvornih prihoda najveće učešće od 61,6% ostvarili su prihodi od poreza, zatim doprinosi 32,9%, ostali prihodi 2,2%, naknade 1,3%, takse 1,1%, primici od otplate odobrenih kredita 0,5% i donacije 0,4%.

Prihodi po osnovu poreza iznosili su 833,2 miliona eura i ostvarili su rast od 4,4% u odnosu na plan, dok su u odnosu na isti period prethodne godine bili viši za 10,3%. Najznačajniji rast u odnosu na prethodnu godinu je zabilježen kod prihoda po osnovu PDV-a, za 68,4 miliona eura, što je rezultat povećane stope, smanjenja sive ekonomije, rasta ekonomske aktivnosti i naplate zaostalih poreskih potraživanja.

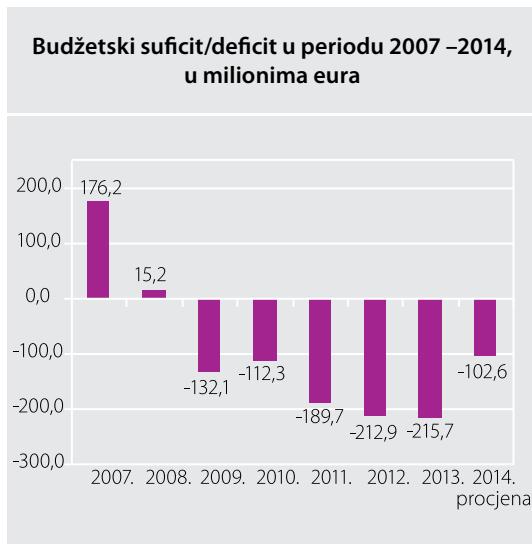
Takođe, rast je zabilježen i u naplati poreza na dohodak fizičkih lica od 8,8 miliona eura u odnosu na 2013. godinu. Značajno pozitivno odstupanje je i kod naplate poreza na dobit pravnih lica od 4,4 miliona eura u odnosu na prethodnu godinu, što se najviše pripisuje Vladinoj podsticajnoj mjeri u kojoj je garantovan diskont za jednokratno i u zakonom propisanom roku plaćanje ove vrste poreza.

S druge strane, pad je zabilježen u naplati prihoda po osnovu akciza od pet miliona eura u odnosu na prethodnu godinu i 14,6 miliona eura u odnosu na plan.

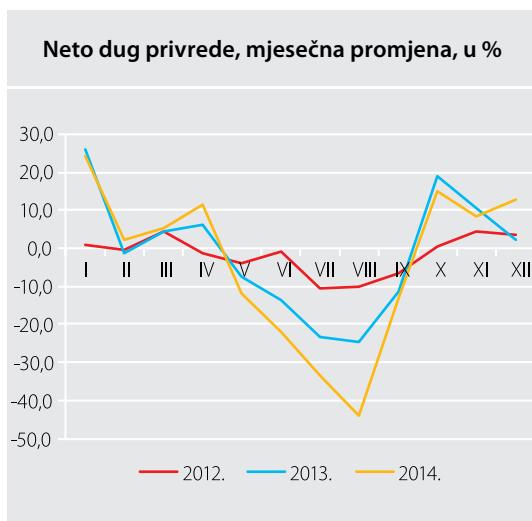
Prihodi po osnovu doprinosa iznosili su 444,3 miliona eura i bili su viši za 46,5 miliona eura ili 11,7% u odnosu na plan za 2014. godinu, a u odnosu na isti period prethodne godine viši su za 45,8 miliona eura ili 11,5%, što je rezultat pojačanih mjera na suzbijanju sive ekonomije na tržištu rada, ali i naplate potraživanja po ovom osnovu od privrednih subjekata.

---

<sup>11</sup> Primici uključuju izvorene prihode (direktne i indirektne poreze i neporeske prihode), pozajmice i kredite od domaćih i inostranih izvora, kao i primitke od prodaje imovine.

**Grafik 18**

Izvor: Ministarstvo finansija

**Grafik 19**

**Konsolidovani izdaci budžeta** u 2014. godini iznosili su 1,45 milijardi eura, što čini 42,9% BDP-a. Ostvareni izdaci u odnosu na 2013. godini zabilježili su rast od 0,7%, a u odnosu na planirane bili su viši za 9,6%. Tekući budžetski izdaci u posmatranom periodu iznosili su 691,5 miliona eura i bili su viši od planiranih za 9,4%. Transferi za socijalnu zaštitu iznosili su 492,1 milion eura ili 14,5% BDP-a. Kapitalni budžet iznosio je 75,2 miliona eura ili 2,2% BDP-a.

**Deficit budžeta** Crne Gore procijenjen je na 102,6 miliona eura ili 3% BDP-a i niži je za 113,2 miliona eura od deficita ostvarenog 2013. godine. Otplata duga iznosila je 209,7 miliona eura.

### 3.1.3. Privreda

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

Krediti odobreni privredi su tokom 2014. godine bili znatno iznad depozita ovog sektora u bankama, stoga je sektor privrede i u 2014. godini bio neto dužnik. Neto dug privrede je iznosio 277,3 miliona eura, i bio je za 118,7 miliona eura ili 30% niži nego na kraju 2013. godine. U strukturi kredita ovog sektora, na kraju 2014. godine dominirali su dugoročni krediti sa 75,2%, što ukazuje na to da su se ovi krediti dominantno koristili za povećanje obima ekonomske aktivnosti.

### 3.1.4. Eksterna tražnja i tekući račun platnog bilansa

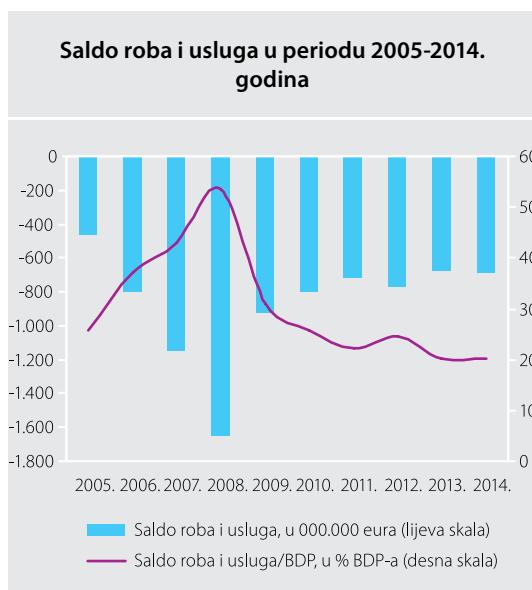
U 2014. godini ostvaren je rast deficitra tekućeg računa platnog bilansa, u poređenju sa prethodnom godinom, koji je većim dijelom rezultat negativnih kretanja na računu roba i faktorskih dohodaka. Prema preliminarnim podacima, deficit tekućeg računa je iznosio 520,4 miliona eura ili 15,3% BDP-a, što je za 6,9% više nego u 2013. godini. Smanjenje izvoza roba, kao i blagi rast uvoza, imali su negativan uticaj na ukupan saldo tekućeg računa.

U robnoj razmjeni sa inostranstvom evidentan je i dalje visok nivo uvozne zavisnosti. Učešće uvoza robe u BDP-u u 2014. godini, prema preliminarnim podacima, je iznosilo 51,1%, što je rezultiralo i dalje visokim spoljnotrgovinskim deficitom od 40,4% BDP-a, koji je iznosio 1,4 milijarde eura. Rast spoljnotrgovinskog deficita na računu roba od 3,2% rezultat je smanjenja izvoza robe i blagog rasta uvoza u odnosu na 2013. godinu. U 2014. godini vrijednost robnog izvoza je smanjena za 8,4% i njegovo učešće u BDP-u iznosilo je 10,7%. Na takvo kretanje izvoza najviše je uticalo smanjenje izvoza električne energije (za 60,5%) i aluminijuma (za 10,2%). Izvoz električne energije iznosio je 37,8 miliona eura i činio je 11,2% ukupnog izvoza, dok je izvoz aluminijuma iznosio 71,7 miliona eura, sa učešćem u ukupnom izvozu od 21,2%. Ukupan uvoz robe je iznosio 1,7 milijardi eura i bio je za 0,5% veći nego prethodne godine.

Pozitivna kretanja su zabilježena na računu usluga, što je rezultiralo suficitom u iznosu od 690,4 miliona eura ili 20,3% BDP-a, odnosno 5,7% više nego u 2013. godini. Ostvarenju suficita na računu usluga u 2014. godini najvećem dijelu doprinio je porast turističkog prometa. Veća turistička tražnja u 2014. godini rezultirala je povećanjem prihoda od putovanja - turizma za 2,5% u poređenju sa prethodnom godinom. Saldo na računu robe i usluga bio je negativan i iznosio je 20,1% BDP-a, što je na približno istom nivou kao u 2013. godini.

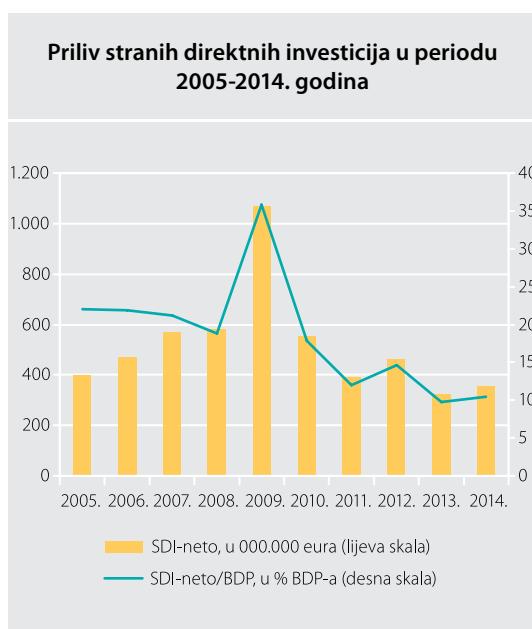
Suficit ostvaren na računu primarnih dohodaka iznosio je 45,9 miliona eura što predstavlja smanjenje od 30% u odnosu na 2013. godinu. Ukupan priliv po osnovu primarnih dohodaka iznosio je 226,1 milion eura ili 6,7% BDP-a, što je za 6,3% više nego u 2013. godini. Na računu sekundarnih dohodaka ostvaren je suficit u iznosu od 114,4 miliona eura, što je za 7,2% manje nego prethodne godine.

Grafik 20



Izvor: CBCG i Monstat

Grafik 21



Izvor: CBCG

U 2014. godini zabilježeno je povećanje priliva SDI. Prema preliminarnim podacima, neto priliv stranih direktnih investicija iznosi 353,9 miliona eura, što predstavlja rast od 9,3% u poređenju sa prethodnom godinom. Ukupan priliv po osnovu stranih direktnih investicija iznosi 498,1 milion eura, od čega se na ulaganja u kompanije i banke odnosilo 16,1%, ulaganja u nekretnine 36,3% i interkompanijski dug 46,2%.

### 3.2. Ponuda i proizvodnja

Industrijska proizvodnja je u 2014. godini u odnosu na prethodnu godinu zabilježila pad od 11,4%<sup>12</sup>. Pad proizvodnje od 19,6% zabilježen je u sektoru snabdijevanja električnom energijom, gasom i parom, dok je pad od 6,7% zabilježen u prerađivačkoj industriji. Rast industrijske proizvodnje od 14,4% evidentiran je u sektoru vađenja ruda i kamena. Posmatrajući mjesecne podatke o kretanju industrijske proizvodnje, najveći mjesecni pad ostvaren je u januaru (-22,2%), a najveći rast u julu (29,2%).

Grafik 22



Izvor: Monstat

Crnu Goru je u 2014. godini posjetilo 1.517.376 turista, što predstavlja rast od 1,7% u odnosu na prethodnu godinu. Broj dolazaka domaćih turista smanjen je za 0,3%, a stranih povećan za 2,0%. Ostvareno je 9.553.783 noćenja, što je za 1,5% više nego u prethodnoj godini.

Ukupna proizvodnja šumskih sortimenata u 2014. godini iznosila je 308.345 m<sup>3</sup> šumskih sortimenata, što je za 17,9 %<sup>13</sup> više nego u 2013. godini.

Prema preliminarnim podacima Monstata, ukupna vrijednost izvršenih **građevinskih radova** tokom 2014. godine iznosila je 275 miliona eura i bila je viša za 2,0% u odnosu na isti period prethodne godine, a mjerena efektivnim časovima rada smanjena je za 4,6 %.

Prevoz putnika na aerodromima u 2014. godini povećan je za 3,4%, u drumskom<sup>14</sup> saobraćaju prevezeno je 10,8% više putnika, dok je u željezničkom broj prevezениh putnika veći za 21,7%.

U 2014. godini, prevoz robe u vazdušnom saobraćaju veći je za 12,2%, dok je u željezničkom saobraćaju prevoz robe smanjen za 13,9% u odnosu na prethodnu godinu.

Ukupni promet u lukama u 2014. godini iznosio je 1,2 miliona tona, i bio je manji za 4,2% u poređenju sa prometom iz prethodne godine, pri čemu je izvoz smanjen za 10,7%, a uvoz povećan za 5,5%.

<sup>12</sup> Pokazatelj preko stope period na period, dok je godišnji pad (decembar 2014. na decembar 2013) iznosi 7%.

<sup>13</sup> Iskazano ponderisanim indeksom, a neponderisanim je proizvodnja veća za 20,7% za isti period.

<sup>14</sup> Drumski robni saobraćaj se, zbog izmjene metodologije, od prvog kvartala 2014. godine sprovodi prema novom istraživanju tako da je došlo do prekida u vremenskoj seriji.

## 4. MONETARNA POLITIKA

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

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

Na kraju 2014. godine je donijeta Odluka o izmjenama Odluke o obaveznoj rezervi banaka kod Centralne banke Crne Gore („Sl. list Crne Gore“, br. 52/14). Ovom Odlukom bankama je omogućeno da do 35% obavezne rezerve izdvajaju u obliku državnih zapisa Crne Gore ročnosti do 182 dana.<sup>15</sup>

### 4.1. Mjere monetarne politike za suzbijanje inflacije

Tokom 2014. godine Centralna banka Crne Gore nije preduzimala monetarne mjere u bilo kom obliku sa ciljem suzbijanja inflacije.

<sup>15</sup> U februaru 2015. godine je donijeta Odluka o izmjenama Odluke o obaveznoj rezervi banaka kod Centralne banke Crne Gore („Sl. list Crne Gore“, br. 7/15) kojom je bankama omogućeno da do 25% obavezne rezerve izdvoje i drže u obliku državnih zapisa Crne Gore bilo koje ročnosti, nakon čega mogu još do 10% obavezne rezerve izdvojiti i držati u obliku državnih zapisa Crne Gore ročnosti do 182 dana. Ovu mogućnost banke će imati do 31.12.2015. godine.

## 5. PROGNOZA INFLACIJE ZA 2015. GODINU

### 5.1. Modelska procjena

Grafik fena (*fan chart*) inflacije Crne Gore predstavlja grafički prikaz distribucije vjerovatnoća prognoze kretanja stope inflacije, izražene preko indeksa potrošačkih cijena. U tom pravcu, umjesto određivanja konkretnih tačaka, grafikonom se preko distribucije vjerovatnoća u obzir uzimaju i potencijalni rizici i neizvjesnosti, koji bi u narednom periodu mogli uticati na kretanje inflacije. Sama svrha grafikona fena je upravo da ukaže i uzme u obzir neizvjesnost koja postoji u realnim tokovima ekonomije, a koja se posljedično reflektuje na kretanje stope inflacije (rast cijena energetika, povećanje-smanjenje spoljno-trgovinskog deficit-a i dr.).

Grafikon fena Crne Gore za 2015. godinu baziran je na tri procijenjena sastavna dijela:

1. Vrijednosti centralne projekcije - vrijednosti centralne projekcije grafikona fena izvedene su iz ARIMA modela;
2. Nivo neizvjesnosti – nivo neizvjesnosti određuje širinu grafikona fena. Koeficijenti nivoa neizvjesnosti dobijeni su analitičkom procjenom i kalkulacijom relativnog uticaja potencijalnih internih i eksternih šokova, koji su mogući u crnogorskoj ekonomiji za period od godinu dana, a koji se očitavaju kroz „debljinu“ raspona oko centralne projekcije.
3. Zakrivljenost grafikona - na osnovu nivoa zakrivljenosti distribucije projekcije inflacije, grafikon fena se prilagođava prognozi, u smislu da li su vrijednosti centralne projekcije „precijenile“ ili „potcijenile“ kretanje stope inflacije. Od toga će zavisiti i pozicija srednje vrijednosti distribucije inflacije.

#### **Centralna projekcija *Fan Charta* - ARIMA model za 2015. godinu**

U cilju izrade grafikona fena, razvijen je ARIMA (autoregresivni integrисani model sa pokretnim prosjecima) model vremenske serije inflacije Crne Gore izražene preko indeksa potrošačkih cijena<sup>16</sup>.

ARIMA model je iskorišćen za potrebe kratkoročne prognoze (12 mjeseci), pri čemu je napravljena iteracija od nekoliko ARIMA modela, koji su rangirani sa stanovišta njihove efikasnosti i kvalititeta

---

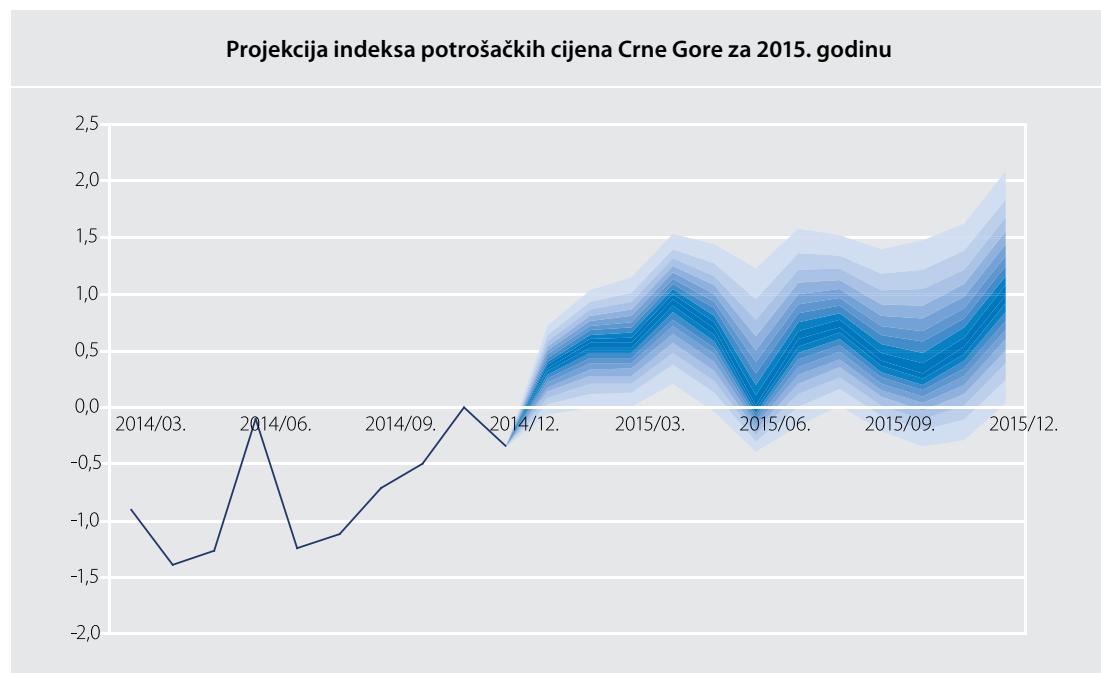
<sup>16</sup> Detaljno objašnjenje ARIMA modela Crne Gore predstavljeno je u radnoj studiji Centralne banke br. 11 „Prognoziranje inflacije: Empirijsko istraživanje kretanja indeksa cijena na malo Crne Gore za 2007. godinu - primjena ARIMA modela“.

dijagnostike. Odabrani ARIMA model, ARIMA (11,1,22)<sup>17</sup> ima dovoljan nivo pouzdanosti za potrebe prognoze.

Vrijednost projekcija na mjesecnom nivou je iskorišćena za vrijednosti centralne projekcije grafikona indeksa potrošačkih cijena za 2015. godinu. Dobijene vrijednosti predstavljaju modu distribucije, odnosno vrijednosti sa najvećom frekvencijom u distribuciji ove vremenske serije.

Srednja vrijednost dobijenog modela je 0,57. Vrijednost koeficijenta asimetričnosti varira u rasponu od 0,5 do 1,2, a vrijednost standardne devijacije iznosi 0,25. Centralni raspon smješten je, uglavnom, u donjem dijelu distribucije, odnosno odgovarajući raspon neizvjesnosti koncentrisan je prema višim nivoima inflacije, koji se na grafikonu reflektuju iznad centralnog „najplavljenog“ raspona. Grafikonom fena objašnjeno je 90% vjerovatnoće distribucije inflacije. Centralna projekcija se obično nalazi u najtamnjem dijelu grafikona, odnosno centralnih 10% vjerovatnoće.<sup>18</sup> Grafikon fena ima po osam slojeva sa svake strane, različitih boja, iznad i ispod centralnog sloja, pri čemu svaki sloj iste boje, u zbiru, iznad i ispod centralnog benda, kumulativno, objašnjava narednih 10% vjerovatnoće kretanja inflacije. Kako neizvjesnost tokom vremena raste, to grafikon fena postaje sve širi.

**Grafik 23**



Izvor: CBCG, 2015.

<sup>17</sup> ARIMA model se obično označava ARIMA (p,d,q), gdje p predstavlja broj autoregresivnih varijabli, d se odnosi na nivo stacionarnosti zavisne varijable, dok q predstavlja broj varijabli, pokretnih prosjeka, koji se nalaze u odgovarajućem modelu.

<sup>18</sup> Obično se vrijednosti mode (centralne projekcije) nalaze u najtamnjem bendu, međutim, ukoliko postoji značajan nivo rizika, tada se može desiti da centralna projekcija ne obuhvata nijednu od ovih vrijednosti. (Britton, E., Fisher, P.G. and Whitley, J.D. (1998), 'The Inflation Report projections: Understanding the Fan Chart', Bank of England, Quarterly Bulletin, 38, pp. 30–37.)

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%. Centralna projekcija *fan charta* (koja se odnosi na najtamniji dio grafika), predstavlja raspon vjerovatnoće od 10% (grafik br. 23).

Polazne prepostavke prognoze inflacije za 2015. godinu su:

1. Povećanje geopolitičkih tenzija moglo bi podstaći rast cijena energenata;
2. Nepovoljne vremenske prilike mogle bi rezultirati izraženijim rastom cijena prehrambenih sirovina;
3. Donošenjem Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o akcizama, postepeno će se povećavati akcize na cigarete, alkohol i gazirana pića;
4. Uvođenje takse na maloprodajnu cijenu goriva;
5. Rast cijene električne energije do 5% (uključen predviđeni rast cijene u avgustu 2015. godine);
6. Rast investicija i intezivnija ekonomski aktivnost u 2015. godini;
7. Stagnacija cijena nekretnina.

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

## 5.2. Ekspertska procjena

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

U 2014. godini smo imali negativnu stopu inflacije, kao rezultat pada cijena energenata, pada cijena velikog broja prehrambenih proizvoda, ali i opadanja kupovne moći. Negativna stopa inflacije nije bila specifična samo za Crnu Goru, već i za EU, kao i za region.

Nivo agregatne tražnje u četvrtom kvartalu je u porastu u odnosu na prethodni kvartal, ali i u odnosu na IV kvartal 2013. godine. Ipak, smatramo da ne treba očekivati inflatorne pritiske, jer će i na globalnom nivou i dalje biti prisutan usporen ekonomski rast, a i sve prognoze ukazuju na nastavak trenda niske inflacije u EU i regionu. Konjunktutni indikator ukazuje na rastuća inflaciona očekivanja, što prije svega treba tumačiti kao izlazak iz zone negativne stope inflacije.

Najveći broj anketiranih banaka očekuje stopu inflacije u rasponu od 1% do 1,5% dok najveći broj anektiranih privrednika očekuje inflaciju u zoni od 0% do 0,5%. U 2015. godini se očekuje ubrzanje rasta BDP-a što će uticati anti-inflatorno.

I modelska procijena inflacije, poput očekivanja bankara i privrednika, ukazuje na nisku pozitivnu stopu inflacije. *Fan chart* inflacije Crne Gore, baziran na procjeni ARIMA modela za 2015. godinu, pokazuje da će, sa vjerovatnoćom od 90%, inflacija na kraju 2015. godine biti u rasponu 0% do 2%.

Njoj je vrlo slična i naša ekspertska procjena prema kojoj će inflacija na kraju 2015. godine biti u rasponu od -0,5% do 2%.

**Tabela 3**

Očekivana stopa inflacije na kraju 2015. godine		
Donji prag inflacije	Centralna projekcija	Gornji prag inflacije
-0,5%	1%	2%

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

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

338.5

IZVJEŠTAJ o stabilnosti cijena u 2014. godini. - 2010- . - Podgorica (Bulevar Sv. Petra Cetinjskog br. 6) : Centralna banka Crne Gore, 2015 (Podgorica: AP PRINT d.o.o. Podgorica). - 28 cm

Godišnje  
ISSN 1800-8895 = Izvještaj o stabilnosti cijena u ... godini  
COBISS.CG-ID 18006544