



CENTRALNA BANKA
CRNE GORE

Izvještaj o rezultatima analize makroekonomskih rizika

Podgorica, novembar 2021.

Na osnovu člana 14 tačka 9 i člana 45 stav 2 tačka 5 Zakona o Centralnoj banci Crne Gore („Službeni list Crne Gore“, br. 40/10, 46/10, 6/13 i 70/17), Savjet Centralne banke Crne Gore, na sjednici od 10. novembra 2021. godine, usvojio je:

Izvještaj o rezultatima analize makroekonomskih rizika

1. Uvodne napomene

Ovom analizom obuhvaćeni su makroekonomski rizici sa kojima se suočava Crna Gora. Identifikacija pojedinih rizika ne znači da će se oni i materijalizovati, već da je potrebno njihovo pažljivo praćenje u narednom periodu, te preduzimanje preventivnih mjera za njihovo suzbijanje, odnosno minimiziranje njihovog uticaja ukoliko ih nije moguće u potpunosti eliminisati. Kreatori ekonomske politike treba da obrate pažnju na sve navedene makroekonomske rizike, pri čemu treba imati u vidu da ovo nije konačna lista jer se kontinuirano javljaju novi rizici. Rizici koji su analizirani u ovoj studiji su podijeljeni na: kratkoročne i dugoročne makroekonomske rizike, rizike iz bankarskog sistema, fiskalne rizike, rizik inflacije, eksterne rizike i ostale.

2. Kratkoročni makroekonomski rizici

Nastavak rasta cijena energenata i ograničena dostupnost na svjetskim tržištima - Rast cijena energenata može nepovoljno uticati na ekonomska kretanja u Crnoj Gori. To se, prije svega, odnosi na rast vrijednosti uvoza, pogoršanje stanja u platnom bilansu i rast inflatornih očekivanja. Ograničena dostupnost energenata, ukoliko do nje dođe, mogla bi da uzrokuje zastoj privrednih kretanja.

Cijene nafte u oktobru su porasle na preko 80 USD/bbl. Prema prognozi Međunarodne agencije za energetiku (IEA), do kraja ove godine i u 2022. godini, globalna tražnja za naftom će dodatno porasti, kao i proizvodnja. Globalne zalihe su u padu. Trend značajnog rasta cijena električne energije započeo je u junu 2021. godine, a najviša cijena zabilježena je početkom oktobra tekuće godine, 270 eura/MWh. Prema fjučers ugovorima, za preostali dio ove godine cijena će ostati iznad 200 eura/MWh, kao i u prvom kvartalu 2022. godine, usljed očekivanja veće potrošnje tokom zimskih mjeseci. U drugom i trećem kvartalu, očekuje se da će cijena pasti na blizu 100 eura/MWh, što je, međutim, dvostruko viša cijena nego u posljednjih nekoliko godina. Cijena gasa je, takođe, ostvarila izuzetan rast. U januaru ove godine u prosjeku je iznosila 17,5 eura/MWh, da bi početkom oktobra dosegla 116,4 eura/MWh. Prema fjučers ugovorima, cijena gasa će se do kraja prvog kvartala 2022. godine kretati od 85 do 90 eura/MWh, poslije čega se očekuje pad, premda ne na nivo iz istog perioda ove godine.

Rast nelikvidnosti realnog sektora - Od nastanka pandemije COVID-19 registrovan je rizik rasta nelikvidnosti realnog sektora. Ovaj rizik je umjerenog nivoa, ali sa rastućim smjerom i intenzitetom uticaja.

U periodu od 31.03.2019. do 30.09.2021. godine broj blokiranih privrednih subjekata, registrovanih u CRPS-u, porastao je za 4,6% ili za 1,233 (sa 14,151 na 15,384). Iznos blokada povećan je u istom periodu za 35% ili za 185,8 miliona eura (sa 638,2 na 824,0 miliona eura),

dok je prosječan iznos blokade po dužniku povećan za 8,5 miliona eura, odnosno za 18,8%. Pri tome, udio iznosa 10 najvećih dužnika u ukupnom iznosu blokade povećan je sa 14,7% na 23,01%, odnosno 50 najvećih dužnika sa 36,9% na 44,3%. Iz toga proizlazi da se najveći dio blokiranih iznosa odnosi na najveće dužnike, kao i da se najveći dio dugovanja odnosi na dugoročna dugovanja, s obzirom da se od 824,0 miliona eura svega oko 8% odnosilo na kontinuirane blokade ročnosti do 365 dana.

Rast nelikvidnosti privrede predstavlja višestruki rizik za crnogorsku ekonomiju. Ograničena mogućnost naplate potraživanja od strane povjerilaca (komercijalnih banaka i države) ugrožava stabilnost bankarskog sektora i prihode državnog budžeta. Takođe, negativno utiče i na nivo zaposlenosti, kao i na održivost „zdravih“ privrednih društava koja nemaju inherentne probleme sa likvidnošću. U kombinaciji, ovi efekti utiču na povećanje kreditnog rizika i rizika zemlje, što može rezultirati smanjenom i skupljom kreditnom aktivnošću domaćih banaka, odnosno povećanjem cijene pozajmljivanja sredstava na međunarodnim finansijskim tržištima, kako za privatni sektor, tako i za državu.

3. Dugoročni makroekonomski rizici

Klimatske promjene - Prema procjeni Okvirne konvencije Ujedinjenih nacija o klimatskim promjenama, Crna Gora spada u ugrožene zemlje. Klimatske promjene u Crnoj Gori manifestuju se kroz: a) češće i duže toplotne talase i češće izuzetno visoke maksimalne i niske minimalne temperature, što utiče na rast prosječne godišnje temperature i češće sušne periode tokom godine, smanjenje količine vodnog potencijala u crnogorskim rijekama, smanjenje ukupne godišnje količine snijega (moguće su i godine sa vrlo intenzivnim sniježnim padavinama), porast temperature mora i porast broja požara; b) porast intenziteta kišnih padavina koje imaju poplavni potencijal, sa uticajem na eroziju zemljišta, prodor slane morske vode u riječne tokove, izrazitije plime i osjeke, povećanje visine talasa, smanjivanje površina plaža; c) češću pojavu snažnih olujnih vjetrova; d) pojavu bolesti netipičnih za mediteranski region.

Klimatske promjene utiču negativno na ekonomski rast i blagostanje, a najviše su pogođene grane koje se baziraju na fosilnim gorivima. Kada je u pitanju ekonomija Crne Gore, klimatske promjene utiču na: sektor poljoprivrede (kroz smanjenje prinosa i gubitak poljoprivrednog zemljišta), ribarstvo (kroz manji ulov ribe), zdravstvo (kroz povećane troškove liječenja, tj. troškove zdravstvenog sistema), sektor energetike i industrije (kroz zatvaranje pogona koji emituju veliku količinu CO₂, smanjen rad hidrocentrala u sušnim periodima), turizam (kroz promjene u turističkim tokovima), javni sektor (kroz rast troškova ulaganja u oštećenu infrastrukturu, rast subvencija privredi i iznosa socijalne pomoći), građevinarstvo (kroz uvođenje novih standarda u cilju povećanja otpornosti na negativne uticaje klimatskih promjena i otežane uslove rada na visokim temperaturama), finansijski sektor (kroz rast loših kredita i otpisa potraživanja, rast isplaćenih premija u sektoru osiguranja, gubitak vrijednosti pojedinih finansijskih instrumenata), vodoprivredu (kroz smanjivanje vodnog potencijala, miješanje morske vode sa riječnim tokovima). Sve navedene grane imaju značajno učešće u formiranju crnogorskog BDP-a. Navedeno utiče na ekonomski rast, zaposlenost, inflaciju, javni dug i troškove njegovog finansiranja, odnosno ugrožava i makroekonomsku i fiskalnu stabilnost.

Zdravstveni rizici – U prethodne dvije godine značajno su porasli svi rizici koji se odnose na zdravlje stanovništva, kako na globalnom, tako i na nacionalnom nivou, tako da se život i rad stanovništva odvija u uslovima stalno prisutne neizvjesnosti. Veliki broj zdravstvenih institucija upozorava na pojavu novih virusa i drugih mikroorganizama koji mogu imati štetni uticaj na zdravlje stanovništva. Činjenica je da su posljedice i efekti aktuelne pandemije dugog roka, kao i da imaju značajan materijalni uticaj. Rizici od budućih pandemija su mogući i povezani su sa visokim fiskalnim, ali i šire, makroekonomskim rizicima, jer mogu uticati na smanjenje zdravstvenog potencijala stanovništva, a samim tim i zdravstvene ravnoteže, odnosno na pojavu nestabilnosti u svim oblastima života ljudi.

Nizak stepen diverzifikovanosti crnogorske ekonomije - Uprkos značajnim promjenama tokom proteklih 30 godina, crnogorsku ekonomiju i dalje karakteriše nizak nivo diverzifikovanosti, odnosno dominacija uslužnog sektora, a samim tim i nizak nivo tehnološke opremljenosti, odnosno slaba (robna) izvozna osnova i visoka uvozna zavisnost, uz neravnomjernu regionalnu razvijenost i nedovoljno korištenje (svih) raspoloživih komparativnih prednosti. Usljed toga, prisutan je rizik niske otpornosti crnogorske ekonomije na eksterne šokove i boom-bust cikluse, kao i na interne, uzrokovane rizičnim modelom ekonomskog rasta, zasnovanim na velikim SDI u mali broj projekata. Visoka zavisnost od uslužnog sektora bila je najuočljivija tokom tekuće pandemije.

U posljednjih pet godina, u prosjeku $\frac{1}{4}$ BDP-a je generisana od izvoza turističkih usluga, a 75% BDV-a (bruto dodate vrijednosti) u uslužnim djelatnostima su kreirali turizam, trgovina i građevinarstvo. U istom periodu, djelatnosti koje imaju višu tehnološku osnovu činile su svega oko 11% BDP-a. Ovako visoka koncentracija BDP-a u ograničenom broju sektora ukazuje na nefleksibilnost ekonomije i na njenu značajnu izloženost šokovima specifičnim za pojedine sektore, bilo internim ili eksternim (kao što su npr. poremećaji uslova vanjske trgovine ili transporta kakvi su usljedili 2020. godine tokom pandemije COVID-19). Pored toga, crnogorska ekonomija je vrlo izložena boom-bust ciklusima koji naročito pogađaju radno intenzivne djelatnosti, kakva je uslužna djelatnost koja dominira u crnogorskoj privrednoj strukturi. Pored toga, boom-bust ciklusi su imanentni i dosadašnjem modelu ekonomskog rasta zasnovanom na velikim SDI u ograničeni broj sektora. O tome svjedoči i kretanje stopa rasta crnogorskog BDP-a u pojedinačnim godinama tokom prethodne dvije decenije, sa naglim skokom rasta u godinama velikih SDI u turističke ili saobraćajne projekte, odnosno niskim rastom u godinama njihovog izostanka.

Demografski rizici - Društveno-ekonomski razvoj Crne Gore praćen je i demografskom tranzicijom društva. Značajnije starenje stanovništva usloviće značajnu promjenu u pogledu broja i starosne strukture stanovništva, pa je za očekivati da će vrijednosti indeksa medijalne starosti, indeksa starenja i indeksa zavisnosti porasti.¹ Crna Gora već sada ima negativan prirodni priraštaj jer su stope mortaliteta (11,7‰) više od stopa nataliteta (11,4‰). Osim navedenog, od kasnih 80-ih ne postiže se ni prosta zamjena stanovništva jer je broj djece manji od 2,1 po ženskoj osobi, koliko je neophodno da bi se stanovništvo održavalo na istom nivou.

Sve ovo može voditi deficitu radne snage² (dugoročno gledano) i rizicima od njegovog efikasnog rješavanja.

¹ Usljed povećanja broja starijeg stanovništva, rashodi države će rasti zbog potrebe servisiranja penzijskih i zdravstvenih obaveza koje će biti izložene visokim opterećenjima.

² Deficit radne snage je i sada izražen u pojedinim segmentima tržišta rada poput turizma.

Neravnomjerna regionalna razvijenost - Crna Gora je, saglasno Zakonu o regionalnom razvoju podijeljena na tri regiona i nju karakterišu izrazita razlika u razvijenosti. Sjeverni region značajno zaostaje, iako je, paradoksalno, u njemu skoncentrisano najviše prirodnih resursa. Ovaj region, u odnosu na ostala dva regiona (Središnji i Primorski region) karakterišu visok nivo nezaposlenosti, odliv stanovništva, nerazvijena infrastruktura, nizak dohodak, niska gustina naseljenosti, nizak nivo iskorišćenosti prirodnih resursa, nizak nivo životnog standarda, nerazvijenost industrije, nedovoljan kvalitet radne snage i dr.

Rizik prekinutih lanaca snabdijevanja - Postojeće strukture lanaca snabdijevanja su optimizovane na troškove poslovanja u koje nisu bili uključeni novi zdravstveni zahtjevi, ograničenja u kretanju ljudi i roba, kao ni osiguranja od zdravstvenih rizika. Sa pojavom novih faktora poslovanja, usljed pandemije, jedan broj kompanija nije bio sposoban da se efikasno izbori sa sve većim brojem neplaniranih barijera. Iz ovog razloga, novi uslovi poslovanja doveli su do prekida i skraćivanja lanaca snabdijevanja za jedan broj nacionalnih kompanija, naročito onih koje su uvozno zavisne, što je pored kreiranih ograničenja na strani tražnje dodatno izazvalo šok i na strani agregatne ponude. Da bi izgradile otporne lance snabdijevanja, kompanije su se fokusirale da adekvatno odgovore na ovaj izazov, što je uticalo na rast troškova poslovanja kroz povećanje cijena trajnih i potrošnih dobara, naročito za zavisno uvozne zemlje. Troškovni rast cijena je doveo do povećanja rizika u poslovnom ambijentu, koje je ova pojava kreirala.

Izazovi statistike i kvaliteta podataka - Problemi u oblasti proizvodnje, publikovanja i diseminacije statistike su prisutni duži vremenski period. Tačne i pouzdane informacije zahtijevaju unapređenje kvaliteta statistike, na prvom mjestu izvora, kako bi se uticalo na simetriju u informacijama, efektivnost i efikasnost odlučivanja. Kvalitetna statistika je od presudnog značaja za donošenje kvalitetnih odluka na mikro i makro nivou.

Rizici sa kojim se Crna Gora suočava u ovoj oblasti su:

- Neuporediva, nejedinstvena metodologija prikupljanja, sektorizacije i objelodanjivanja podataka i, u tom smislu, postojanje nedovoljno pouzdanih i neblagovremenih podataka.
- Neusklađenost sa Evropskim sistemom nacionalnih računa - ESA2010, sa posebnim akcentom na statistici državnih finansija. Značaj primjene metodologije ESA2010 proizilazi iz činjenice da predstavlja jedno od mjerila za privremeno zatvaranje pregovora sa EU za pregovaračka poglavlja 17 – Ekonomska i monetarna unija i 18 – Statistika.

Ostali prisutni izazovi su:

- Neobjelodanjivanje svih podataka neophodnih za donošenje odluka;
- Decentralizacija postojećih registara, što dovodi do neadekvatne raspoloživosti, upotrebe i postojanja razlika u podacima;
- Javna nedostupnost ključnog registra institucionalnih jedinica;
- Nedovoljni obuhvat i ažurnost CRPS-a.
- Nezadovoljavajući administrativni kapaciteti zvaničnih proizvođača statistike.

4. Rizici iz bankarskog sektora

Rast NPL-a - U uslovima privrede gdje se jedan broj pravnih lica i dalje suočava sa posljedicama pandemije COVID-19, gdje se akumulirao visok nivonezaposlenosti i dje je moguć rast varijabilnih kamatnih stopa postoji i rizik rasta NPL-a u narednom periodu. Takođe, treba imati u vidu da krajem tekuće godine ističu određene privremene mjere koje je Centralna banka Crne Gore (u daljem tekstu: Centralna banka) uvela u cilju olakšavanja posljedica pandemije privredi i građanima. Trenutno, iznosi kredita pod moratorijumima ili u programima restrukturiranja nijesu zanemarljivi, ali nijesu ni na nivou koji bi mogao da uvede banke u krizu kreditnog rizika (oko 7% portfolija banaka). Takođe, najavljene fiskalne mjere od strane Ministarstva finansija i socijalnog staranja (u daljem tekstu: MFSS) predstavljaju značajan finansijski stimulans upravo onim kategorijama stanovništva koji pripadaju nižim platežnim razredima.

Prekomjerni kreditni rast - Rizik prekomjernog kreditnog rasta je prisutan, ali je niskog nivoa sa opadajućim intenzitetom uticaja. Naime, usljed rasta depozita u Crnoj Gori i prilično oprezne kreditne politike banaka, rizik od prekomjernog kreditnog rasta u ovom trenutku je relativno mali, ali ga ne treba u potpunosti isključiti. Ukoliko se posmatra odstupanje racija kredita i BDP-a u odnosu na dugoročni trend tog racija ("credit-to-gdp" gep), može se vidjeti da je racio trenutno blago iznad njegovog dugoročnog trenda. Međutim, na rast ovog racija nije dominantno uticao rast kredita, već pad BDP-a pod uticajem pandemije COVID-19. I u godinama prije pandemije, u Crnoj Gori nije bilo prekomjernog opšteg kreditnog rasta, već samo pojedinih „epizoda“ kod određenih segmenata, poput gotovinskih kredita fizičkih lica, što je zbog njihove loše obezbijeđenosti vodilo akumulaciji endogeno generisanih rizika. Ranije donijetim makroprudencionim mjerama Centralna banka je ublažila taj rizik.

Izloženost banaka prema državi - Rizik izloženosti banaka prema državi je prisutan, ali je niskog nivoa sa opadajućim smjerom i intenzitetom uticaja. Naime, u višegodišnjem periodu prije pandemije COVID-19 ova izloženost je kontinuirano rasla da bi, uoči pandemije, dostigla nivo od 15-16% aktive banaka. Na to su uticali povoljan odnos prinosa-rizik u odnosu na druge investicione mogućnosti banaka, kao i primjena nultog pondera rizika u skladu sa Bazelskim principima. Pomenuti nivo izloženosti bio je iznad prosjeka u odnosu na isti indikator u državama regiona. Međutim, u pandemijskom periodu ta ranjivost se smanjila, jer je izloženost opala za par procentnih poena, u kontekstu emisije državnih euroobveznica u decembru 2020. godine (koje su uglavnom kupile inostrane finansijske institucije) i paralelnim izlaskom države sa domaćeg tržišta državnih zapisa.

Rast varijabilnih kamatnih stopa - Rizik promjene kamatnih stopa je prisutan, umjerenog je nivoa i ima rastući smjer, umjerenog intenziteta. Evropska centralna banka već duži niz godina, kao odgovor na Globalnu finansijsku krizu, a zatim i pandemiju COVID-19, vodi nestandardnu monetarnu politiku. Međutim, sa evidentnim rastom cijena u eurozoni i postepenim oporavkom, očekuje se normalizacija politike ECB-a u srednjem roku. Rast stopa na eurskom tržištu će imati uticaj na rast varijabilnih kamatnih stopa na crnogorskom tržištu.³

³ Smatramo da se u ovom trenutku ne postavlja pitanje da li će doći do rasta referentnih kamatnih stopa, već kada će doći do rasta.

Ovo može uticati na kreditni rizik dužnika koji su ugovorili varijabilnu kamatnu stopu⁴, a takođe može negativno uticati na investicije i na rast troškova zaduživanja države.

Takođe, uticaj rasta eurskih stopa je potencijalno prisutan i kod eventualnog izdavanja državnih obveznica na međunarodnom tržištu. Jasno je da ukoliko eurske stope krenu u pozitivnu zonu povećaće se i stope za crnogorsko zaduživanje. Međutim, treba istaći da je Crna Gora u ovom momentu značajnije prisutna na tržištu kapitala nego što je to bila prije desetak godina, pa i prinosi imaju stabilniju vezu sa uobičajenim tržišnim parametrima. Najnovije emisije obveznica su imale spread u odnosu na njemački benčmark oko 300bp, dok su prije deset godina ti spread-ovi bili i do 650bp.

5. Fiskalni rizici

Budžetski deficit - Nakon pojave pandemije, u proljeće 2020. godine, sve zemlje u svijetu suočile su se sa značajnim padom budžetskih prihoda, prije svega, zbog drastičnog pada ekonomske aktivnosti i potpunog zatvaranja određenih djelatnosti. To je bio slučaj i sa Crnom Gorom. S druge strane, primjena paketa socio-ekonomskih mjera u cilju saniranja posljedica pandemije COVID-19, uslovlila je značajan rast rashoda budžeta, tako da je deficit na kraju 2020. godine iznosio rekordnih 10,2% BDP-a. Na taj način, dvanaestu godinu zaredom je zabilježen budžetski deficit, pri čemu je prosjek deficita od 2009. do 2020. godine iznosio 5,3% BDP-a.

Zakonom o budžetu Crne Gore za 2021. godinu predviđen je deficit budžeta za ovu godinu u iznosu od 175,3 miliona eura ili 3,8% procijenjenog BDP-a. Imajući u vidu da je deficit u toku prvih osam mjeseci 2021. godine iznosio 57,4 miliona eura ili 1,2% BDP-a, postoje dobre šanse da će ostvareni deficit biti manji od planiranog. Imajući u vidu i projekcije za 2022. godinu, može se zaključiti da je u kratkom roku rizik budžetskog deficita i dalje prisutan, ali da je umjerenog nivoa i opadajućeg smjera. Treba imati u vidu da rizici koji mogu proisteći iz poslovanja javnih preduzeća (finansijski i operativni) mogu povećati iznos deficita.

Javni dug - Visok iznos deficita na kraju 2020. godine povukao je za sobom potrebu za dodatnim zaduživanjem, što je, zajedno sa značajnim padom BDP-a, uslovlilo rast bruto javnog duga na nivo od 4,4 milijarde eura ili 105,3% BDP-a, dok je državni dug iznosio 103,5% BDP-a. Visok nivo javnog duga predstavlja ključni sistemski rizik u Crnoj Gori. On je i jedan od najvažnijih razloga pogoršanja kreditnog rejtinga, koji u srednjem roku može poskupiti zaduživanje države.

Procijenjeni rast BDP-a u 2021. godini uticaće na smanjenje javnog duga kao učešće u bruto domaćem proizvodu. Takođe, završetak najkrupnijeg infrastrukturnog projekta u državi, izgradnje auto-puta, vodiće postepenom opadanju javnog duga. Na kraju juna 2021. godine, državni dug Crne Gore iznosio je 4.079,2 miliona eura ili 88% BDP-a, od čega se na spoljni dug odnosilo 3.652,6 miliona eura ili 78,8% BDP-a, dok se na unutrašnji dug odnosilo 426,6

⁴ Na dan 30.09.2021. g. od ukupno odobrenih bankarskih kredita 71,5% je ugovoreno sa fiksnom, a 28,5% sa varijabilnom kamatnom stopom. Od ukupno odobrenih kredita fizičkim licima, 80% je ugovoreno sa fiksnom, a oko 20% sa varijabilnom kamatnom stopom. Od ukupno odobrenih kredita za kupovinu stanova i adaptaciju, 59% je ugovoreno sa fiksnom, a 41% sa varijabilnom kamatnom stopom. Kada je riječ o kreditima koje su banke odobrile pravnim licima, 64% je ugovoreno sa fiksnom, a 36% sa varijabilnom kamatnom stopom.

miliona eura ili 9,2% BDP-a. Rizik javnog duga ostaje najznačajniji sistemski rizik visokog nivoa iako ima opadajući smjer.

„Maršalov plan – Evropa sad“ - Program „Maršalov plan - Evropa sad“, koje je najavilo MFSS, podrazumijeva povećanje minimalne zarade od 1. januara 2022. godine sa 250 eura na 450 eura, ukidanje doprinosa za zdravstveno osiguranje, uvođenje neoporezivog dijela zarade do 700 eura bruto zarade, kao i progresivnog oporezivanja zarada i dobiti pravnih lica, povećanje stope poreza na dividendu, uvođenje posebnog poreza na podizanje gotovine za pravna lica, usvajanje novog Zakona o igrama na sreću, kao i uvođenje akciza na proizvode koji štete zdravlju građana (sladoledi i proizvodi od šećera i kakaoa).

Pozitivne strane ovog programa su poboljšanje ekonomskog položaja siromašnijih kategorija, snižavanje ukupnog poreskog opterećenja zarada (koje je previsoko) i suzbijanje sive ekonomije.

Ipak, najavljeni program donosi sa sobom mnoštvo nedoumica i nejasnoća. Povećanje minimalne zarade, koja se odnosi na zaposlene sa najnižom stručnom spremom, odnosno najnižim koeficijentom za obračun zarade, nosi izvjestan fiskalni rizik, jer povlači pitanje usklađivanja koeficijenata između zaposlenih sa nižom i visokom stručnom spremom i, time, budžetskog opterećenja, imajući u vidu veliki broj zaposlenih u javnom sektoru (skoro 40% od ukupnog broja zaposlenih).

Dalje, zamisao programa je da se izvrši neki oblik preraspodjele troškova rada koja padaju na teret poslodavca, na način da se poslodavci oslobode dijela obaveza prema državi (doprinosi na zdravstveno osiguranje i neoporezivi dio zarade), dok bi se poslodavci odrekli plaćanja zarada „na ruke“ i sve zaposlene uredno prijavili, čime bi se smanjila siva ekonomija. Međutim, mogući neželjeni scenario ove poreske reforme može biti i smanjenje broja zaposlenih ili, pak, dalja poreska evazija, uprkos očekivanom smanjenju sive ekonomije. Takođe, ukidanje doprinosa za zdravstveno osiguranje, koji čine 70%-75% ukupnih primitaka Fonda za zdravstveno osiguranje, učiniće finansiranje Fonda visoko zavisnim od budžeta.

Prije implementacije ovog programa, neophodno je detaljno analizirati prihodnu stranu budžeta Crne Gore, odnosno utvrditi da li će planirano progresivno oporezivanje zarada, uvođenje dodatnih akciza i suzbijanje sive ekonomije nadomjestiti planirane troškove. Treba imati u vidu da progresivno oporezivanje zarada (ukoliko su visoke progresivne stope) i povećanje korporativnog oporezivanja može uticati nepovoljno na investicioni ambijent, kao i da povećanje akciza može voditi rastu sive ekonomije i čak smanjivanju javnih prihoda, kao što se to već dešavalo u prošlosti. Takođe, rast prosječnih zarada usloviće i rast penzija od 2023. godine, što može dodatno povećati budžetski deficit. Treba imati u vidu da značajno povećanje prosječne zarade može imati negativan uticaj na konkurentnost zemlje i atraktivnost poslovnog ambijenta za strane direktne investicije ukoliko nije praćeno recipročnim rastom produktivnosti rada.

6. Rast inflatornih pritisaka

Godišnja stopa inflacije u septembru 2021. godine iznosila je 2,9%, dok je prosječna godišnja inflacija za devet mjeseci ove godine iznosila 1,8%. Modelska projekcija Centralne banke ukazuje da će se inflacija na kraju ove godine kretati u rasponu od 2,4% do 3,8%, sa centralnom tendencijom od 3,1%, dok ekspertska procjena ukazuje da će se inflacija kretati u rasponu od 2% do 4%. Imajući u vidu eurizovanost crnogorske ekonomije, rast inflacije u Crnoj Gori determinisan je eksternim faktorima. Naime, nagli skok tražnje, koji je uslijedio nakon popuštanja mjera za sprečavanje širenja koronavirusa, kombinovan sa ekspanzivnom politikom centralnih banaka i novčanom pomoći koje su države širom svijeta pružale, doveo je do naglog rasta cijena na globalnom nivou. Takođe, rastu cijena u značajnoj mjeri doprinijeli su i rast cijena energenata, metala i hrane na međunarodnim tržištima.

Projekcije i reakcije ključnih centralnih banaka i međunarodnih finansijskih institucija ukazuju da je rast inflacije privremenog karaktera, odnosno da će samo tržište odigrati ulogu regulatornog mehanizma, te da će se inflacija ubrzo vratiti u ciljane okvire. Očekivanja međunarodnih institucija ukazuju da bi inflacija trebalo da uspori kako se budemo približavali sredini sljedeće godine, odnosno sa nestajanjem baznog efekta snažnog rasta cijena.

CBCG smatra da su rizici za ostvarivanje ovih projekcija i dalje jako izraženi. Naime, nastavak zastoja u lancima snabdijevanja, uz posljedični dalji rast cijena energenata i njihov dalji pritisak na ostale cijene roba i usluga, dodatno bi doprinijeli rastu inflatornih očekivanja. Takođe, ne treba zanemariti ni višegodišnje ekspanzivne monetarne politike koje mogu uticati na dugoročni rast inflacije.

Ukoliko dođe do realizacije ovih rizika, odnosno do širenja inflatorne spirale, očekuje se da će vodeće centralne banke reagovati pooštavanjem monetarne politike, odnosno povećanjem kamatnih stopa i novim operacijama na otvorenom tržištu sa ciljem smanjenja prekomjerne likvidnosti. Ove mjere će uticati na opadanje globalne inflacije, a time i na kretanje inflacije u Crnoj Gori.

7. Eksterni rizici

Deficit tekućeg računa platnog bilansa (nivo i struktura) - Rizik koji može proisteći iz visokog nivoa deficita (nivoa i strukture) je umjerenog nivoa, stabilnog smjera i intenziteta. Naime, ovaj rizik je posljedica niske konkurentnosti i dugoročna je karakteristika platnog bilansa Crne Gore. Visoka neravnoteža tekućeg računa, u produženom roku, može ugroziti makrofinansijsku stabilnost. Uzimajući u obzir da je deficit tekućeg računa u najvećoj mjeri izazvan neravnotežom na računu roba, tj. većim uvozom od izvoza roba, potencijalni rizik za Crnu Goru u narednom periodu predstavlja niska konkurentnost ekonomije. Deficit realizovan u robnoj razmjeni dijelom je nadomješten suficitom na računu usluga koji je zabilježen zahvaljujući ostvarenim prilivima po osnovu prihoda od turizma. Međutim, visoka uvozna zavisnost i visoka osjetljivost turizma na širok opseg uticaja potencijalno mogu ugroziti likvidnost domaće ekonomije. Rizik niske konkurentnosti ekonomije i kontinuiranog rastućeg deficita tekućeg računa utiču na dva rizika: rizik insolventnosti (nemogućnost otplate akumuliranog eksternog duga usljed pada domaće profitabilnosti i smanjenja investicionih mogućnosti) i rizik likvidnosti.

Značajno finansiranje deficita tekućeg računa stranim direktnim investicijama, čiji je priliv stabilan tokom prethodnih deset godina (pokrivenost deficita tekućeg računa neto prilivom SDI u 2020. godini iznosi 42,9%) smanjuje rizike. Ipak, u slučaju nepovoljnog eksternog šoka u vidu naglog prestanka priliva stranog kapitala, ovaj rizik u kratkom roku može promijeniti smjer i intenzitet.

Spoljni dug privatnog sektora - Rizik koji može proisteći iz visokog nivoa spoljnog duga privatnog sektora je umjerenog nivoa, ali ima uzlazni smjer i stabilnog je intenziteta uticaja. Analiza kretanja privatnog spoljnog duga Crne Gore u periodu 2010–2020. godine pokazuje da je veoma izražena tendencija njegovog rasta. Privatni spoljni dug Crne Gore je visok i može se očekivati njegovo dalje povećanje, što zemlju čini ranjivom, dok je izvozna baza i dalje niska, a strukturni deficit tekućeg računa u porastu. Stanje privatnog spoljnog duga povećano je u posljednjoj deceniji sa 3,5 milijardi eura u 2010. godini na 5,5 milijardi eura u 2020. godini⁵. Tokom posmatranog perioda najviše su se povećale interkompanijske pozajmice (sa 841,4 miliona eura na 2,1 milijardu eura), što je rezultat rastućeg broja stranih direktnih investicija u formi interkompanijskih kredita. Ako posmatramo valutnu strukturu spoljnog duga privatnog sektora, dominira euro (90%), tako da je valutni rizik mali. Struktura spoljnog duga privatnog sektora prema ročnosti je povoljna imajući u vidu da je preko 90% dugoročnog karaktera (ako izuzmemo depozite).

SAVJET CENTRALNE BANKE CRNE GORE

Br. 0101-7451-2/2021
Podgorica, 10. 11. 2021. godine

**PREDSJEDAVAJUĆI
GUVERNER**

dr Radoje Žugić

⁵ Prema rezultatima detaljne analize spoljnog duga privatnog sektora po pravnim licima u periodu 2010–2019. godina, učešće kredita koji se ne otplaćuju u ukupnom spoljnom dugu Crne Gore na kraju 2019. godine iznosi 13,6% ili 1,1 milijarda eura (566,2 miliona eura duga ostalih sektora i 563,9 miliona eura interkompanijskog duga). Ako bi se dio interkompanijskog duga koji se ne otplaćuje pretvorio u kapital, spoljni dug bi se umanjio.