



CENTRALNA BANKA
CRNE GORE

AKTUELNA PITANJA CRNOGORSKE EKONOMIJE

redaktor Nikola Fabris

Podgorica,
2010. godine

Izdavač:

Centralna banka Crne Gore

Redaktor:

Dr Nikola Fabris

Recezeni:

Prof. dr Miomir Jakšić

Prof. dr Mladen Šljivančanin

Tehnička obrada:

Andrijana Vujović

Nikola Nikolić

Štampa:

Grafo Crna Gora

Tiraž:

200 primjeraka

© Centralna banka Crne Gore

Sva prava zadržana. Ni jedan dio ove knjige ne može biti reprodukovan, presnimavan ili prenošen bilo kojim sredstvom, elektronskim, mehaničkim, za kopiranje, za snimanje, ili bilo koji drugi način, bez prethodne saglasnosti izdavača.

SADRŽAJ

PREGOVOR	7
<hr/>	
I FINANSIJSKA STABILNOST KAO CILJ CENTRALNIH BANAKA (2010. godina) <i>Radoje Žugić, Nikola Fabris</i>	11
<hr/>	
1. Uvodne napomene	13
2. Debata o ciljevima monetarne politike	14
3. Finansijska stabilnost kao cilj centralnih banaka	17
4. Okvir za očuvanje finansijske stabilnosti	20
5. Uloga međunarodnih organizacija u očuvanju finansijske stabilnosti	24
6. Zaključna razmatranja	26
Aneks	27
II KVALITET KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA I UTICAJ NA PROFITABILNOST KOMPANIJA U CRNOJ GORI - EMPIRIJSKA ANALIZA (2010. godina) <i>Zorica Kalezić</i>	31
<hr/>	
1. Uvod - Korporativno upravljanje i mehanizmi	33
2. Tipovi korporativnog upravljanja	35
3. Kreiranje indeksa korporativnog upravljanja	38
4. Empirijski rezultati probit modela uticaja kvaliteta korporativnog upravljanja na peformanse kompanija u Crnoj Gori	46
5. Zaključak	48
Aneks - Upitnik distribuiran crnogorskim akcionarskim društvima	51

III STRANE DIREKTNE INVESTICIJE KAO POKRETAČ PRIVREDNOG RAZVOJA CRNE GORE (2008. godina)

***Nikola Fabris, Boris Kilibarda, Zorica Kalezić, Mira Radunović, Maja Rakočević* 67**

1. Rezime	69
2. Perspektive i karakteristike tokova SDI na globalnom nivou i perspektive za 2009.	70
3. Crna Gora i SDI	73
4. Zaključna razmatranja	88
Anex	92

IV ANALIZA TRŽIŠTA NEKRETNINA (2008. godina)

***Nikola Fabris, Zorica Kalezić* 95**

1. Uvod	97
2. Tržište nekretnina – potražna strana	98
3. Hedonički indeks nekretnina za Crnu Goru – strana ponude	104
4. Koeficijenti dostupnosti stambenih objekata na primorju	117
5. Komparativna analiza cijena nekretnina u regionu	120
6. Očekivanja kretanja tržišta nekretnina Crne Gore – anketa agencija za nekretnine u Crnoj Gori	123
7. Analiza fiskalnih prihoda na porez na promet nepokretnosti u Crnoj Gori	127
8. Zaključak	130

V OBRAČUN BAZIČNE STOPE INFLACIJE U CRNOJ GORI – METODOLOŠKE I PRAKTIČNE KONSIDERACIJE (2008. godina)

***Nikola Fabris, Zorica Kalezić, Mirjana Đuranović* 133**

1. Pokazatelji inflacije	135
2. Pojam bazične stope inflacije	136
3. Empirijska iskustva drugih zemalja	139
4. Metodologija izračunavanja bazične inflacije u Crnoj Gori za 2007. godinu	142
5. Zaključna razmatranja	149

VI EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE UTICAJA OBAVEZNE REZERVE NA OSNOVNE FINANSIJSKE VARIJABLE U CRNOJ GORI (2006. godina)	
<i>Zorica Kalezić sa saradnicima</i>	151
1. Uvodne napomene	153
2. Uticaj nivoa obavezne rezerve na nivo depozita i kredita u bankarskom sistemu CG	153
3. Korišćeni podaci i specifikacija varijabli korišćenih u modelu	155
4. Model uticaja obavezne rezerve	158
5. Zaljučak	174
VII FONDOVI I PROGRAMI POMOĆI EVROPSKE UNIJE SA OSVRTOM NA CRNU GORU (2006. godina)	
<i>Marija Burić-Labudović, Srđan Šuković, Ivana Glišević</i>	177
1. Uvod	179
2. Ciljevi evropskih fondova	180
3. Predpristupni programi	183
4. Programi pomoći Evropske unije Crnoj Gori	196
5. Predpristupni programi pomoći EU u budućnosti	207
6. Zaključak	213
VIII EKONOMSKA POLITIKA U DOLARIZOVANIM EKONOMIJAMA SA POSEBNIM OSVRTOM NA CRNU GORU (2004. godina)	
<i>Nikola Fabris, Danijela Vukajlović-Grba, Tanja Radunović, Jelena Janković</i>	217
1. Uvod	221
2. Šta je to dolarizacija?	222
3. Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama	226
4. Istorijat monetarnog sistema u Crnoj Gori	240
5. Preporuke za ekonomsku politiku u Crnoj Gori	249

Predgovor

Istraživački rad predstavlja važan i sve važniji segment rada svake centralne banke. Najpoznatije centralne banke po svojim istraživačkim kapacitetima već uveliko se svrstavaju u rang naučnih instituta i svojim publikacijama u velikoj mjeri utiču na razvoj ekonomske teorije i ključne pravce formulisanja ekonomske politike. Imajući u vidu broj i kvalitet objavljenih publikacija (knjiga, radnih studija, izvještaja), neću biti neskroman, ukoliko kažem da se Centralna banka Crne Gore svrstava u red lidera u regionu. Knjiga koja je pred Vama je samo dio ovog rada.

U knjizi „Aktuelna pitanja crnogorske ekonomije“ prikazano je osam radnih studija Centralne banke Crne Gore. Šest radnih studija je prethodno bilo objavljeno na web stranici CBCG, a dvije radne studije su nove, to jest po prvi put objavljene. CBCG je sa objavljivanjem radnih studija započela 2004. godine i do sada je objavila 21 radnu studiju, što je svrstava u red centralnih banaka koje se ozbiljnije bave istraživačkim radom. Radne studije svojom tematikom pokazuju i širinu opsega istraživačkih djelatnosti CBCG. Posmatrane radne studije su rezultat rada trinaest istraživača CBCG, što je pokazatelj kadrovskog potencijala CBCG, kao i spremnosti za sve izazove koje će nositi nove ustavne odgovornosti kao i vrlo dinamičan ekonomski ambijent u kome se sprovodi monetarna politika.

U većini radnih studija postoji teorijski aspekt, praktična primjena na Crnu Goru, kao i preporuke za unaprijeđenje stanja. Zbog toga u ovoj knjizi ima veliki broj primjera iz prakse, grafikona, tabela, boksova i slično. Knjiga ne vrvi od stručnih izraza, previše matematičkih modela, već je ona pisana jezikom koji će biti razumljiv svima (što je u skladu sa najvišim standardima transparentnosti centralnih banaka), a naročito onima koji nemaju velika ekonomska predznanja. Da li smo u tome uspjeli, ostavićemo čitaocima knjige da procijene.

Treba imati u vidu da su objavljene radne studije nastale u periodu od 2004. do 2010. godine i treba ih sagledati u istorijskom kontekstu i „pečatu“ vremena koje nose. Ipak, njihove preporuke i zaključci su validni i sa današnjeg aspekta.

Imajući u vidu da je odnedavno CBCG postala odgovorna za očuvanje finansijske stabilnosti u radnoj studiji „Finansijska stabilnost kao cilj centralnih banaka“, objašnjava se šta je to finansijska stabilnost, na koji se ona način postiže, i sa kojim teškoćama se susrijeću centralne banke u ispunjavanju ovog cilja.

Radna studija „Kvalitet korporativnog upravljanja i uticaj na profitabilnost kompanija u Crnoj Gori - empirijska analiza“ predstavlja istraživanje CBCG o kvalitetu korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, koje je bazirano na metodologiji OECD-a, koje je u manjoj mjeri prilagođeno našim uslovima.

U radnoj studiji „Strane direktne investicije kao pokretač privrednog razvoja Crne Gore“ autori analiziraju priliv SDI investicija iz „više uglova“: sektorske strukture, efekata na privredni rast, uticaja na platni bilans, zemalja porijekla i dr. U pitanju je tok koji je u velikoj mjeri uticao na brz privredni razvoj Crne Gore u predkriznom periodu i tok po kojem je Crna Gora već duži niz godina lider u grupi evropskih privreda u tranziciji.

Radna studija „Analiza tržišta nekretnina“ prikazuje metodologiju praćenja cijena nekretnina koju primjenjuje CBCG, analizira razloge prebrzog rasta cijena nekretnina, poredi cijene nekretnina u Crnoj Gori sa regionom i prognozira trendove u narednom periodu. U pitanju je prvo istraživanje, urađeno u Crnoj Gori, koje se bavilo cijenama nekretnina na primorju.

U radnoj studiji „Obračun bazične stope inflacije u Crnoj Gori“ prikazana je metodologija koju je CBCG primijenila u obračunu i praćenju bazične stope inflacije. S obzirom na to da do tada nijedna institucija u Crnoj Gori nije pratila bazičnu stopu inflacije u Crnoj Gori, smatrali smo da je bitno pratiti i ovaj makroekonomski pokazatelj, koji je koristan u objašnjavanju uzroka inflacije i prognoziranju budućeg kretanja inflacije.

U radnoj studiji „Empirijsko istraživanje uticaja obavezne rezerve“ autor studije analizira kolike su mogućnosti primjene ovog, jedinog, pravog instrumenta monetarne politike, kojim raspolaže CBCG. U studiji se daje odgovor na pitanje kolike su

moгуćnosti da se preko politike obavezne rezerve utiče na kretanje depozita, kredita, kamatnih stopa, ekonomskog rasta i drugih varijabli.

Tematika radne studije „Programi pomoći Evropske unije sa posebnim osvrtom na Crnu Goru“ pokriva još jedan važan segment rada CBCG, to jest proces pristupanja EU. Autori ove radne studije su želeli da ukažu i javnom i privatnom sektoru na različite mogućnosti konkurisanja za predpristupne fondove EU. Dosadašnje iskustvo EU je pokazalo da su značajni iznosi sredstava iz predpristupnih fondova ostajali neiskorišćeni, zbog odsustva dovoljno broja ponuđenih kvalitetnih projekata. Stoga je intencija CBCG, izradom ove studije, bila da Crna Gora iskoristi što više raspoloživih sredstava, imajući u vidu da u našem društvu postoji još uvijek nedovoljan nivo saznanja o mogućnostima apliciranja za projekte EU.

Prva radna studija kojom je i otvorena ova serija radnih studija je bila „Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama sa posebnim osvrtom na Crnu Goru“. U ovoj radnoj studiji je objašnjeno kako je Crna Gora ušla u režim dolarizacije (eurizacije) i koje sve prednosti i teškoće nosi ovaj režim monetarne politike. U studiji su, takođe, analizirani efekti ovog režima na Crnu Goru sa nedvosmislenim zaključkom da je u pitanju bila dobra odluka kreatora ekonomske politike.

Nadamo se da će ove studije biti korisne i stručnoj javnosti, kao i građanima Crne Gore, ali one će svoj pravi cilj postići ukoliko ih kreatori ekonomske politike budu koristili prilikom formulisanja mjera ekonomske politike. Na kraju, želio bih da se zahvalim recezentima knjige prof. Šljivančaninu i prof. Jakšiću.

Guverner Centralne banke Crne Gore

Radoje Žugić

I

FINANSIJSKA STABILNOST KAO CILJ CENTRALNIH BANAKA

Radoje Žugić, Nikola Fabris

1. Uvodne napomene

Poslednjih godina prisutna je tendencija razmatranja finansijske stabilnosti kao cilja centralne banke. Za sada je samo Centralna banka Crne Gore eksplicitno navela finansijsku stabilnost kao svoj osnovni cilj, dok veliki broj centralnih banaka ima finansijsku stabilnost kao sekundarni cilj.¹ Stoga možemo konstatovati da se na taj način Crna Gora svrstala lidere u implementaciji savremenih monetarnih rešenja.

Na preispitivanje cenovne stabilnosti, kao tradicionalnog cilja monetarne politike, uticala je Globalna finansijska kriza. Naime, kriza je pokazala da je za funkcionisanje privrede i finansijskog sistema manje opasna inflacija (ukoliko ne prelazi u hiperinflaciju) od finansijske nestabilnosti. U inflatornim uslovima realni i finansijski sistem mogu funkcionisati uz manje ili veće teškoće, međutim u uslovima finansijske nestabilnosti dolazi do potpunog „paralisanja“ realnih i finansijskih tokova. Takođe, saniranje finansijske nestabilnosti traži mnogo više vremena i novca, nego samo obaranje inflacije.

Poslednjih godinu dana je prisutna velika debata na brojnim međunarodnim forumima da li je došlo vreme za reviziju ciljeva centralne banke i davanje primata finansijskoj stabilnosti. Jedan broj centralnih banaka se i dalje ustručava da prihvati finansijsku stabilnost kao svoj cilj, jer centralna banka ne može pokriti sve aspekte finansijske stabilnosti. Naime, čak i one banke sa najširim stepenom supervizorskih prava ne kontrolišu tržište kapitala, hedžing fondove, a u vrlo malom broju slučajeva kontrolišu osiguravajuće kompanije i penzione fondove. Ipak, može se konstatovati da će u dolazećim godinama sve veći broj centralnih banaka

¹ Cilj od sekundarnog značaja je cilj koji se ostvaruje ukoliko ne ugrožava ostvarenje primarnog cilja, koji je u najvećem broju centralnih banaka definisan kao cjenovna stabilnost.

prihvatati finansijsku stabilnost kao svoj cilj, bilo da će ona biti određena eksplicitno ili implicitno.

U radu će se razmotriti pitanja: šta su ciljevi centralnih banaka u savremenim uslovima, da li finansijska stabilnost može postati u budućnosti dominantni cilj monetarne politike, šta otežava postizanje finansijske stabilnosti, da li odgovornost za postizanje finansijske stabilnosti treba da deli više institucija i dr.

2. Debata o ciljevima monetarne politike

Ciljevi monetarne politike su predmet konstantne evolucije. Krajnji cilj monetarne politike predstavlja porast društvenog blagostanja, jer se centralna banka ne može posmatrati kao izolovana jedinka. Pitanje koje se postavlja je koji je najbolji način na koji centralna banka može doprineti porastu blagostanja.

Prve centralne banke su osnivane od XVII vijeka, kroz evolucionu proces, kao posljedica ratova i njihovog pritiska na državne finansije. Tada je osnovni zadatak centralnih banaka bio da obezbijede budžetu sredstava za finansiranje ratova (Fabris, 2006). Od sredine XIX vijeka pa do sredine XX vijeka, kao rezultat čestih kriza centralne banke imaju najvažniji zadatak, da obavljaju funkciju zajmodavca u krajnjoj instanci, odnosno sačuvaju kredibilitet finansijskog sistema.

Nakon velike ekonomske krize i pojave kejnzijanske teorije centralne banke dobijaju novi zadatak da podstiču ekonomski rast. Tokom šezdesetih godina najvažniji cilj monetarne politike je bio da se postigne optimalna nagodba između inflacije i smanjenja nezaposlenosti. Tada se verovalo da se sa malo višom stopom inflacije može „kupiti“ ekonomski rast (Galić i Fabris, 2006.). Međutim, takva politika koja je u osnovi zanemarivala inflaciona očekivanja vrlo brzo je dovela do rasta inflacije², tako da se u ekonomskoj istoriji sedamdesete godine nazivaju godinama „Velike inflacije“. Tada dolazi do zaokreta u domenu monetarne politike, koji idu u smeru davanja veće nezavisnosti centralnim bankama i najvažniji cilj monetarne politike postaje održavanje cenovne stabilnosti.

² Danas više ne postoje ni teorijski in empirijski dokazi da postoji dugoročna „nagodba“ između inflacije i ekonomskog rasta. Korišćenje, eventualno, kratkoročne „nagodbe“ može doneti samo više neizvesnosti o stopi inflacije u budućnosti.

Danas, ključni cilj većine centralnih banaka je da održavaju nisku i predvidljivu stopu inflacije. Najveći broj ekonomista smatra da je optimalna stopa inflacije za razvijene zemlje između 1% i 3% (Fisher, 1996., Crockett 2002.).³ Krugman (1996.) ipak preferira nešto višu stopu inflacije i on smatra da je poželjna inflacija između 3% i 4%. Nakon globalne finansijske krize pojavile su se ideje, da bi trebalo povećati ciljnu stopu inflacije na oko 4%, jer onda u kriznim uslovima postoji veći prostor za sniženje nominalne kamatne stope, što može olakšati prilagođavanje.

Naravno centralne banke ne mogu direktno ostvariti cjenovnu stabilnost, već preko instrumenata koji su im na raspolaganju poput: politike deviznog kursa, kamatnih stopa, operacija na otvorenom tržištu, novčane emisije, obaveznih rezervi i dr. Efekti ovih varijabli na ekonomiju su često neizvesni. Stoga da bi lakše mogle da predvide njihove efekte većina centralnih banaka je kreirala makroekonomske modele.

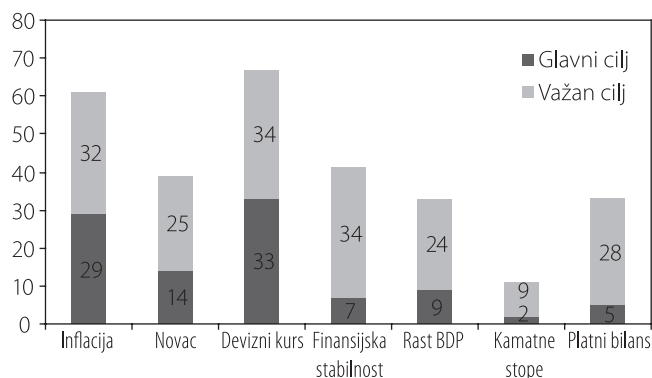
Debata o ciljevima centralne banke je još uvek prisutna i ona je u najvećoj mjeri posljedica neslaganja o tome šta monetarna politika može, a šta ne može. Dilema je da li monetarna politika treba da vodi isključivo računa o cjenovnoj stabilnosti ili svojim instrumentima treba da podržava i druge ciljeve, kao što su zaposlenost i ekonomski rast. Naime, ukoliko bi cilj bila samo niska stopa inflacije, onda bi se tako definisan cilj mogao ostvariti preko relativno visoke kamatne stope, ali bi ona mogla negativno uticati na zaposlenost i privredni rast. M. Fry (2000.) predlaže da se ova teorijska dilema razreši na način da monetarna politika treba da podržava cjenovnu stabilnost i ekonomski rast samo ako to ne ugrožava cjenovnu stabilnost. MMF sugeriše da cilj monetarne politike treba da bude dugoročni cilj, koji je moguće ostvariti instrumentima monetarne politike poput cenovne stabilnosti ili neinflatornog rasta.

³ Nulta ili negativna stopa inflacije nije cilj monetarne politike. Postoje najmanje tri razloga. Prvi razlog je činjenica da aktuelne statistike precijenjuju tekuću stopu inflacije. Na primer, statistike imaju teškoća prilikom obračuna indeksa cijena kada je u pitanju poboljšanje kvaliteta proizvoda. Takođe, ukoliko se kupci prebacuju na kupovinu jeftinijih proizvoda poteban je određen vremenski period dok statistika registruje promenu strukture potrošačke korpe. Drugi razlog je činjenica da bi nulta stopa inflacije dovela do problema sa kamatnim stopama i to bi značilo da bi u prirodu recesije one morale pasti ispod nule. Sa druge strane pitanje je da li bi takvo kretanje bilo moguće, usled političkih, ekonomskih i psiholoških razloga, a ukoliko ne bi bilo moguće onda bi se ekonomija mogla naći u „zamci likvidnosti“. Treći razlog se ogleda u tome da pod pretpostavkom cenovne stabilnosti rast cena jedne kategorije proizvoda mora voditi padu druge grupe proizvoda. U uslovima rigidnosti i kontinuiranog rasta nadnica to bi tražilo opadanje nivoa cena, koje bi uvelo zemlju u deflaciju, koja nije poželjno stanje.

Posljednjih godina je prisutna tendencija da sve veći broj centralnih banaka svoje ciljeve definiše kao numeričke, bilo u vidu jedne veličine ili u vidu zone. Ovakvoj politici je u velikoj meri doprinela popularnost koncepta targetiranja inflacije. Oni mogu biti definisani od strane centralne banke, kao na primer u slučaju ECB, od strane vlade, kao na primer u slučaju Velike Britanije, ili zajednički od strane vlade i centralne banke, kao u slučaju Australije (Fabris, 2006.).

Na sljedećem grafiku je prikazano istraživanje Banke Engleske, na uzorku od 94 centralne banke, o najvažnijim ciljevima monetarne politike.

Grafik 1.1: Najvažniji ciljevi centralnih banaka



Izvor: Banka Engleske, „Survey of Monetary Frameworks“, 2000.

Razlike u ciljevima mogu se objasniti i razlikama u okruženju u kojem centralne banke sprovode monetarnu politiku. Sasvim je jasno da će instrumenti finog regulisanja dati bolje rezultate u uslovima razvijenog finansijskog tržišta, kakvo postoji u razvijenim zemljama, nego u uslovima finansijskog tržišta u začetku, koje je često prisutno u zemljama u razvoju. Najvažnije razlike u okruženju koje mogu uticati na definisanje ciljeva i sprovođenje monetarne politike odnose se još i na veličinu zemlje, stepen otvorenosti zemlje, režim deviznog kursa, razvijenost i implementaciju prudencione regulative, kredibilitet kreatora ekonomske politike, nezavisnost centralne banke, stepen ekonomske razvijenosti, eventualne inflacione epizode iz prošlosti, prisustvo dolarizacije (formalne ili neformalne) i dr.

Naravno, centralne banke nisu indiferentne prema ciljevima kao što su zaposlenost i ekonomski rast, ali preovlađujuće mišljenje je da najveći doprinos ovim ciljevima mogu dati preko održavanja makroekonomske stabilnosti. Stavljanje u fokus nekog od ovih ciljeva moglo bi biti konfliktno sa osnovnim ciljem – očuvanjem cjenovne stabilnosti.

Međutim, globalna finansijska kriza je otvorila novo poglavlje u ovoj debati. Pitanje koje se sve više razmatra je da li finansijska stabilnost treba da postane glavni cilj monetarne politike. Naime, tekuća kriza je pokazala da je za funkcionisanje privrede i finansijskog sistema manje opasna inflacija (ukoliko ne prelazi u hiperinflaciju) od finansijske nestabilnosti. U inflatornim uslovima realni i finansijski sistem mogu funkcionisati, uz manje ili veće teškoće, međutim u uslovima finansijske nestabilnosti može doći do potpunog sloma i realnog i finansijskog sektora.

Na žalost kada je u pitanju finansijska stabilnost danas ne postoji jedinstveni okvir za praćenje, procenu i preduzimanje korektivnih mera. Čak štaviše ne postoji ni opšteprihvaćena definicija finansijske stabilnosti.

3. Finansijska stabilnost kao cilj centralnih banaka

U pitanju je cilj koji nema opšteprihvaćenu definiciju i koji za razliku od inflacije nije moguće numerički izraziti. Pod njime se najčešće podrazumeva odsustvo bankarskih kriza ili velikih fluktuacija finansijskih tržišta. Prema mišljenju Gjederm-a (2005.) finansijska stabilnost je postignuta ukoliko domaćinstva i preduzeća mogu da izvrše optimalan izbor između potrošnje i investicija u uslovima dobrog funkcionisanja finansijskog sistema, koji posreduje između zaimodavaca i zaimoprimaca i redistribuira rizik na zadovoljavajući način, uz efikasnu alokaciju ekonomskih resursa tokom vremena. Wieser (2005.) definiše finansijsku stabilnost kao sposobnost finansijskog sistema da apsorbuje različite vrste šokova bez finansijske krize koja bi dovela do multisektorskog širenja negativnih makroekonomskih efekata. Schinassy (2006.) smatra da stabilan finansijski sistem omogućuje efikasnu alokaciju ekonomskih resursa, određuje cenu i upravlja finansijskim rizicima i sposoban je da obavlja ove funkcije i kada je suočen sa eksternim šokovima i neravnotežama.

Ferguson (2003.) ima nešto drugačiji pristup i on smatra da nije moguće definisati finansijsku stabilnost, već da se samo može definisati finansijska nestabilnost. Po njemu u pitanju je situacija koju karakterišu tri faktora:

- Neke značajne HOV značajno odstupaju od onoga što bi se moglo definisati kao njihova fer cijena,
- Funkcionisanje finansijskog tržišta i odobravanje kredita je pod uticajem brojnih teškoća i
- Značajno odstupanje agregatne tražnje od proizvodnih mogućnosti zemlje.

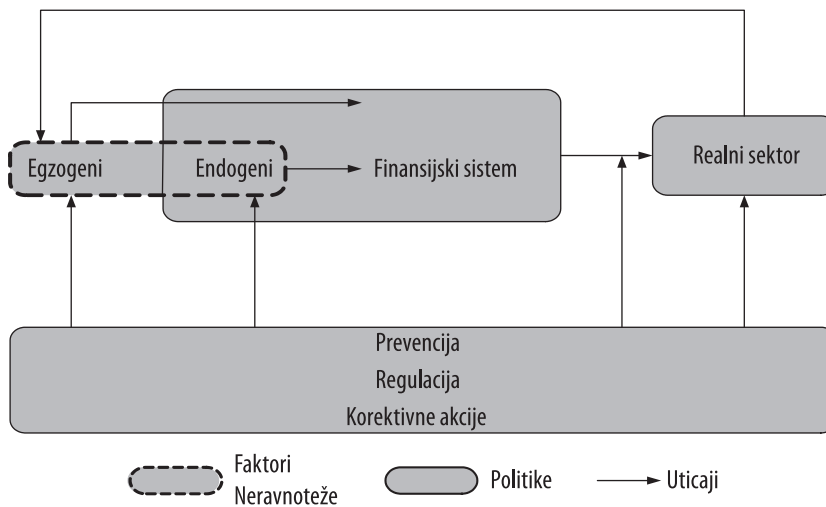
Pitanje finansijske stabilnosti u najvećem broju zemalja nije isključivo u nadležnosti centralne banke, već postoji podela odgovornosti između centralne banke, ministarstva finansija i supervizorskih agencija. Imajući u vidu da centralna banka ne može da bude jedina institucija odgovorna za finansijsku stabilnost, onda se postavlja pitanje zašto se finansijska stabilnost razmatra kao cilj centralnih banaka. Odgovor leži u tome da postoji dosta dokaza u prilog hipoteze da buduću finansijsku krizu nagoveštavaju ekspanzija novca i bankarskih kredita (Goodhart, 2005). Takođe, prilično je rasprostranjeno mišljenje da finansijska stabilnosti i cjenovna stabilnost uvek idu u paru (Cukierman, 1990, Schwartz, 1995, Issing 2005). Istovremeno monetarni ciklusi mogu pojačati realne cikluse. Najbolji primer je Azijska kriza iz devedesetih kada su slabosti u finansijskom sektoru pokrenule pad ekonomske aktivnosti i pojačale uticaj šokova na realni sektor. Takođe, najčešći uzroci finansijskih kriza vode poreklo iz bankarskih kriza, koje su najčešće predmet kontrole i regulacije centralnih banaka. Sa druge strane monetarna politika preko svojih instrumenata u slučaju krize može uticati na poboljšanje likvidnosti (preko odobravanja kredita bankama, sniženja obavezne rezerve, snižavanja referentne kamatne stope i dr.) i rast javnog poverenja što može značajno doprineti ponovnom uspostavljanju finansijske stabilnosti.

Rast finansijske globalizacije, prisutan posljednjih par decenija, otvorio je nekoliko izazova za centralne banke. Prvi izazov se odnosi na dilemu izbora adekvatnog režima deviznog kursa i monetarne politike. Sa druge strane, finansijska globalizacija je istovremeno dovela i do porasta frekvencija finansijskih kriza, tako da je drugi izazov u stvari izazov održavanju finansijske stabilnosti. Sada centralna banka pored vođenja računa o domaćem finansijskom tržištu mora da obraća posebnu pažnju na njegovu interakciju sa međunarodnim finansijskim tržištima.

Ipak, treba istaći da postoje i ekonomisti koji smatraju da je malo verovatno da će finansijska stabilnost postati eksplicitni cilj centralnih banaka. Oni smatraju da finansijska stabilnost ne ispunjava osnovne uslove da bi bila cilj centralne banke: jasno definisan, razumljiv javnosti i da je pod kontrolom centralne banke. Međutim, broj zastupnika ove ideje će u budućnosti biti sve manji, jer je globalna finansijska kriza pokazala svu destruktivnost nestabilnosti finansijskih sistema.

Rizici i potencijalne opasnosti za ugrožavanje finansijske stabilnosti mogu se razvijati endogeno u okviru finansijskog sistema, a mogu nastati i egzogeno. Različite vrste rizika zahtevaju različite reakcije. Veličina i frekvencija pojavljivanja rizika koji nastaju endogeno u okviru finansijskog sistema mogu biti delimično kontrolisani od strane finansijskih autoriteta kroz regulaciju, superviziju i krizni menadžment. Sa druge strane, eksterne rizike je mnogo teže kontrolisati i predividjeti. Reakcija kreatora ekonomske politike u slučaju egzogenih rizika se uglavnom svodi na povećanje sposobnosti sistema da apsorbuje šokove.

Grafik 1.2: Stilizovani prikaz faktora koji ugrožavaju finansijsku stabilnost



Izvor: Schinassy, J., 2006., „Safeguarding Financial Stability“

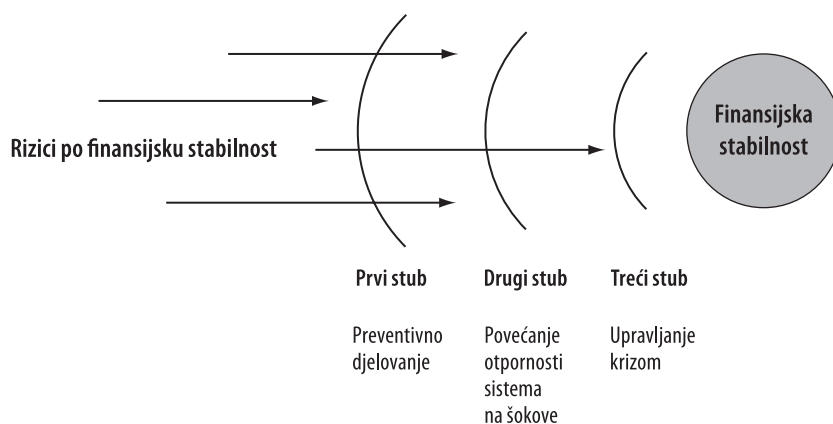
Finansijski sistem obuhvata niz međusobno povezanih komponenti: infrastrukturu (pravni sistem, platni promet, računovodstveni sistem i dr.), institucije (banke, osiguravajuće kompanije, institucionalne investitore i dr.) i tržište. Loše funk-

cionisanje samo jedne komponente može ugroziti finansijsku stabilnost. Ipak, propadanje ili zatvaranje pojedinačnih finansijskih institucija ne mora biti znak narušene finansijske stabilnosti, već naprotiv rezultat tržišne konkurencije koja jača finansijsku stabilnost.

4. Okvir za očuvanje finansijske stabilnosti

Kada je u pitanju očuvanje finansijska stabilnost možemo govoriti o tri linije odbrane. Prvu liniju predstavlja prevencija, drugu povećanje otpornosti sistema na šokove, a treću upravljanje krizom. Sve tri dimenzije su podjednako važne.

Grafik 1.3: Tri linije „odbrane“ finansijske stabilnosti



Izvor: Disveld, P., 2010., „Strengthening Macroprudential Supervision“.

Sistem za očuvanje finansijske stabilnosti slikovito se može prikazati u vidu sljedeće piramide. Kao okosnica i temelj piramide za očuvanje finansijske stabilnosti nalaze se institucije, koje moraju biti „jake“, kredibilne i nezavisne. Da bi institucije mogle da funkcionišu bitno je da postoji regulativa bazirana na međunarodnim standardima, kao prevencija protiv rizičnog ponašanja pojedinih finansijskih institucija i istovremeno kao okvir za adekvatnu akciju regulatora u sprečavanju svih neželjenih ponašanja. Pošto je finansijska stabilnost „zajedničko dobro“ i zajednička odgovornost više institucija, neophodno je i da

postoje mehanizmi za zajedničko i koordinirano delovanje svih institucija koje su zadužene za nadzor i regulaciju pojedinih segmenata finansijskog sistema. Na kraju na vrhu piramide moraju postojati nacionalni planovi, unaprijed spremjeni za delovanje u vanrednim okolnostima.

Grafik 1.4: Piramida finansijske stabilnosti

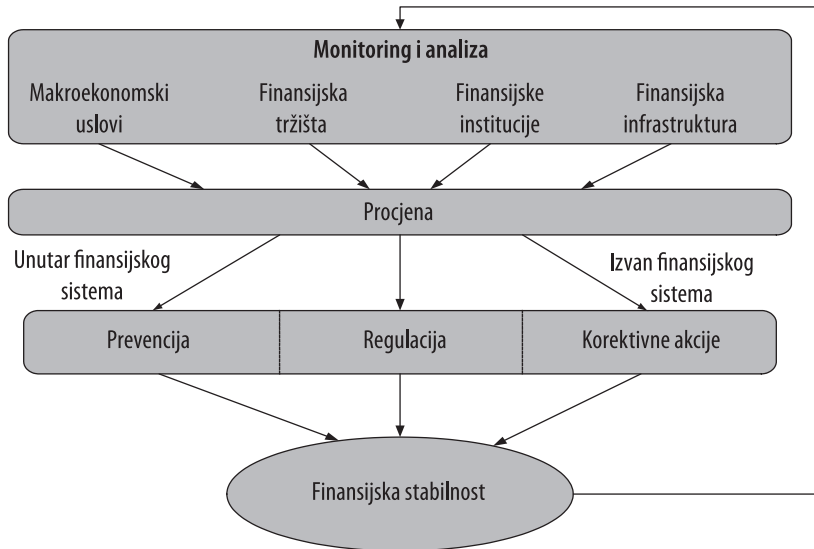


U suštini, pristup finansijskoj stabilnosti podrazumeva da kreatori monetarne politike analiziraju i da mjerama monetarne politike sprečavaju sve one pojave koje mogu predstavljati pretnju finansijskoj stabilnosti. Ovaj pristup obično podrazumeva dvije dimenzije finansijske stabilnosti: mikro dimenziju koja posmatra rizike sa aspekta pojedinačnih finansijskih institucija i makrodimenziju koja posmatra rizike sa aspekta cjelokupnog finansijskog sistema. Cilj ovog dvodimenzionalnog pristupa je da se dobro proceni sistemski rizik, odnosno rizik da se problem nelikvidnosti ili solventnosti proširi sa nivoa pojedinačne institucije na čitav sistem.

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 vremenskih dobro dimenzioniranih politika. Naravno, cilj ne može biti da se spreči pojava svih potencijalnih problema na finansijskom tržištu, jer je nemoguće upravljati svim

rizicima i neizvesnostima, a takođe ne postoji nijedno tržište koje nije prošlo kroz fluktuacije ili turbulencije, već da se minimiziraju najveći rizici i da se obezbijedi obnavljanje vitalnosti sistema kada se pojave krizne situacije.

Grafik 1.5: Okvir za očuvanje makroekonomske stabilnosti



Izvor: Schinassy, J., 2006., „Safeguarding Financial Stability“.

Za očuvanje finansijske stabilnosti široko je rasprostranjeno stresno testiranje, koje analizira mogućnosti pojedinih finansijskih institucija ili cjelokupnog sistema da apsorbuju različite vrste šokova. Veliki broj centralnih banaka, kao i neke međunarodne institucije poput MMF-a, Svetske banke, BIS banke i dr., danas izdaju Izveštaj o finansijskoj stabilnosti („Financial Stability Report“), čiju okosnicu predstavlja stresno testiranje.⁴ Analiza finansijske stabilnosti pokriva sve izvore rizika i potencijalnih šokova. Ona zahteva sistemsko praćenje individualnih delova finansijskog sistema, kao i realnog sektora.

⁴ Od nedavno ovu publikaciju izdaje i Centralna banka Crne Gore

Tabela 1.1: Potencijalni izvori šokova

Endogeni šokovi	Egzogeni šokovi
Institucionalni: Finansijski rizik Operacioni rizik Slabosti informacionih tehnologija Rizik reputacije Poslovni rizik Rizik adekvatnosti kapitala	Makroekonomski poremećaji: Rizik makroekonomskog okruženja Rizik makroekonomskih politika
Tržišni: Rizik partnera Rizik upravljanja sredstvima Rizik širenja gubitka kredibiliteta Kreditni rizik Rizik lividnosti	
Infrastrukturni: Rizik platnog sistema Rizik klirinškog sistema Regulatorni rizik Pravni rizik Rizik neadekvante supervizije	Događaji: Prirodne katastrofe Politički događaji Velika bankrotstva

Izvor: Schinassy, J., 2006., „Safeguarding Financial Stability“.

Za očuvanje finansijske stabilnosti od velikog značaja može biti i transparentnost centralne banke. Komunikacija sa javnošću (intervjui, izjave, komentari i sl.) može imati veliki uticaj na formiranje očekivanja i reakcije banaka i finansijskih tržišta. Centralne banke sa visokim kredibilitetom i visokim stepenom transparentnosti mogu ostvariti gotovo isti efekat primjenom mjere monetarne politike, kao i obećanjem da će ta mera biti donijeta na sljedećoj sjednici Savjeta centralne banke ili kredibilnim obraćanjem javnosti koje će iznijeti argumente da neka nepovoljna tendencija ima samo kratkoročni karakter i da će se uskoro promijenti njen smjer. Različit stepen reakcije finansijskih tržišta na komunikacione strategije nije samo pitanje transparentnosti, već i mogućnosti uticaja centralnih banaka na očekivanja i kretanje cijena aktive u željenom smeru, odnosno efikasnosti monetarne politike, što posebno dobija na značaju u kriznim situacijama. U takvim situacijama moguće je preko najava uticati na vraćanje željene vrijednosti one veličine koja je odstupila u odnosu na njen target.

Finansijsku stabilnost mogu mnogo lakše ostvariti one centralne banke koje imaju integrisanu superviziju različitih segmenata u okviru centralne banke. Danas u

svijetu postoji dosta preporuka da svi supervizori finansijskog sistema budu pod jednim krovom, jer se na taj način ostvaruje dosta prednosti. Na taj način se mogu pratiti i primjenjivati korektivne mere na većem segmentu finansijskog tržišta.

Tabela 1.2: Insitucionalna odgovornost za superviziju u izabranim zemljama

Jedinstvena supervizorska institucija	Supervizija banaka integrisana sa supervizijom još jedne oblasti supervizije	Specijalizovani bankarski supervizori	Specijalizovani supervizori osiguranja	Specijalizovani supervizori HOV
Austrija	Finska (O)	Kipar (CB)	Kipar (V)	Kipar (SA)
Belgija	Luksemburg (H)	Češka (CB)	Češka (SA)	Češka (SA)
Danska		Francuska (CB, SA)	Finska (SA)	Francuska (SA)
Estonija		Grčka (CB)	Francuska (Sa)	Italija (SA)
Njemačka		Italija (CB)	Grčka (V)	Litvanija (SA)
Mađarska		Litvanija (CB)	Italija (SA)	Poljska (SA)
Irska (CB)		Poljska (CB)	Litvanija (SA)	Portugal (SA)
Letonija		Portugal (CB)	Luksemburg (SA)	Slovačka (SA)
Malta		Slovačka	Poljska (SA)	Slovenija (SA)
Holandija (CB)		Slovenija (CB)	Portugal (SA)	Španija (SA)
Švedska		Španija (CB)	Slovačka (V)	Crna Gora (SA)
V. Britanija		Crna Gora (CB)	Slovenija (V)	
Srbija (CB)		Bosna – dvije institucije	Španija (SA)	
			Crna Gora (SA)	

Napomene: CB- označava odgovornost centralne banke; SA – supervizorska agencija; V – vlada; O – osiguranje; H – hartije od vrednosti.

Izvor: Modifikacija autora prema „Financial Stability Arrangements in Europe: Review“, 2005.

5. Uloga međunarodnih organizacija u očuvanju finansijske stabilnosti

Sa globalizacijom svjetske privrede i finansijskog sistema javlja se opasnost od „uvoza“ finansijske nestabilnosti, koja se može javiti kao posljedica krize na značajnim međunarodnim finansijskim tržištima ili na regionalnim tržištima sa kojima je u velikoj meri povezano domaće finansijsko tržište. Opet, sa druge strane globalizacija može doprineti ublažavanju kriznih impulsa, jer se oni šire na veći broj zemalja.

U cilju sprečavanja finansijskih kriza MMF i Svetska banka su pokrenule Program ocjene finansijskog sektora poznat pod nazivom FSAP (Financial Stability Assessment Program). Cilj ovog programa je da indentifikuje prednosti, rizike i ranjivosti finansijskog sistema i da ocijene eventualne prepreke daljem razvoju finansijskog sistema. Glavna komponenta FSAP-a je provjera usaglašenosti sa međunarodnim standardima za finansijski sektor. FSAP treba da ukaže na institucionalne slabosti u različitim podsektorima finansijskog sistema. Tim koji vrši procenu obično se sastoji od eksperata iz Svetske banke, MMF-a i specijalista iz nacionalnih centralnih banaka i supervizorskih agencija.

FSAP pokriva širok spektar delatnosti, a kao najvažnije mogu se navesti:

- Najvažniji izvori makrofinansijskog rizika i njihov potencijalni uticaj,
- Institucionalni i regulatorni okvir sektora osiguranja, bankarskog sektora i tržišta kapitala i
- Funkcionisanje platnog prometa i njegove infrastrukture.

U okviru FSAP-a razvijeni su indikatori „finansijskog zdravlja“ („financial soundness indicators“), koji mere kapacitet apsorpcije šokova od strane finansijskog sistema. Oni se dobijaju agregiranjem individualnih podataka da bi se dobila ocjena finansijskog „zdravlja“ čitave privrede, a mogu se i agregirati samo za posebne sektore (npr. bankarstvo ili osiguranje) u zavisnosti od njihovog značaja za privredu. Oni mogu biti izračunati i za neka ključna nefinansijska preduzeća, koja mogu biti izvor rizika za finansijska preduzeća.

FSAP nije kreiran kao test koji bi dao prolaznu ili neprolaznu ocjenu, već kao sredstvo koje treba da pomogne nacionalnim organima da identifikuju ranjivosti finansijskog sistema i regulatornog okvira. Do sada je FSAP program urađen za oko dve trećine zemalja članica MMF-a, a za Crnu Goru je urađen 2007. godine. Nakon Globalne finansijske krize postignut je dogovor da se do kraja 2011. godine FSAP uradi za dvadeset najvećih ekonomija.

Globalna finansijska kriza je uticala i na značajno preispitivanje mehanizama za očuvanje finansijske stabilnosti u Evropskoj Uniji. Finansijska stabilnost se stoga sve više posmatra kao javno dobro i EU je razvila čitav mehanizam za praćenje i njeno očuvanje. Međutim, ostvarenje ovog mehanizma u EU, još uvijek nije bazirano na obavezujućim direktivama i u velikoj mjeri se bazira na dobrovoljnosti i zajedničko postignutom shatanju o značaju očuvanja finansijske stabilnosti.

Ovo svakako predstavlja prvi korak, a naredne korake treba očekivati u pravcu donošenja obavezujućih direktiva koje će postaviti finansijsku stabilnost kao jedan od najvažnijih ciljeva monetarne politike.

6. Zaključna razmatranja

Ciljevi monetarne politike su bili predmet evolucije tokom istorije. Trenutno preovlađujuće gledište je da osnovni cilj monetarne politike treba da bude cjenovna stabilnost. Globalna finansijska kriza i talas bankrotstva banaka i velikog broja drugih institucija otvorio je novu diskusiju u pravcu redefinisavanja cilja monetarne politike. Pitanje koje se postavlja je da li finansijska stabilnost treba da postane novi cilj monetarne politike.

S obzirom da je evidentno da finansijska nestabilnost predstavlja veću opasnost i za privredni sistem i za centralnu banku, očekivanje autora ovog rada je da će ovaj cilj tokom narednih godina dobijati sve veći značaj, a u nekim centralnim bankama će postati i primarni cilj. U prilog ove teze govore i programi Međunarodnog monetarnog fonda i Svjetske banke koji su usmereni na očuvanje nacionalne i globalne finansijske stabilnosti.

Međutim, ostvarenje ovog cilja ne može biti odgovornost samo centralne banke, jer i centralne banke sa najširim stepenom supervizorskih ovlašćenja ne pokrivaju sve segmente finansijskog sistema. S toga ima puno argumenata u prilog hipoteze da centralne banke ovaj cilj treba da dijele i sa drugim institucijama, odnosno da finansijska stabilnost treba da dobije tretman „javnog dobra“.

U ovom trenutku otežavajući faktori za primenu finansijske stabilnosti kao cilja centralnih banaka se ogledaju u nedostatku regulatornog okvira, nedovoljnog nivoa ovlašćenja centralnih banaka, nerazvijenosti modela za analiziranje i razumevanje finansijske stabilnosti, kao i opšteprihvaćene definicije finansijske stabilnosti.

I na kraju, kao što ističe Ugolini (2003.) jasno je da će izazovi finansijskoj stabilnosti kontinuirano pojavljiju i da će nastaviti da se pojavljiju i u budućnosti bez obzira da li su centralne banke spremne za njih ili ne.

Aneks

Ciljevi izabranih centralnih banaka

Evropska centralna banka kao svoj osnovni cilj ima cjenovnu stabilnost. Smatra se da postoji cjenovna stabilnost ukoliko je stopa inflacije, merena harmonizovanim indeksom potrošačkih cena, ispod 2%, ali blizu 2%. Cilj je da se cjenovna stabilnost ostvari u srednjoročnom periodu. Takođe, bez ugrožavanja cjenovne stabilnosti ECB treba da podržava ekonomske politike Unije radi ostvarivanja visokog nivoa zaposlenosti, održivog i neinflatornog ekonomskog rasta, visokog nivoa konkurentnosti i konvergencije ekonomskih performansi.

Cilj FED-a je maksimalna moguća zaposlenost, stabilan nivo cijena i umjerene dugoročne kamatne stope. FED nikad nije imao numerički definisanu ciljnu stopu inflacije.

Banka Engleske kao svoj cilj ima održavanje cjenovne stabilnosti i podršku ekonomskoj politici njenog Kraljevskog veličanstva i Vlade, uključujući i ciljeve ekonomskog rasta i zaposlenosti. Nakon prihvatanja koncepcije targetiranja inflacije postoji numerički definisana stopa inflacije.

Banka Japana kao svoj cilj ima emisiju novca, kao i sprovođenje valutne i monetarne kontrole. Dodatno kao ciljevi su definisani nesmetano obavljanje platnog prometa (poravnanja) između banaka i drugih finansijskih institucija.

Banka Novog Zelanda kao glavni cilj ima formulisanje i sprovođenje monetarne politike radi ostvarenja cjenovne stabilnosti. Nakon prihvatanja koncepcije targetiranja inflacije postoji numerički definisana stopa inflacije.

Cilj **Banka Kanade** je regulisanja kredita i valute u najboljem interesu ekonomije i nacije, kontrola i zaštita eksterne vrednosti nacionalne valute i ublažavanje njenog uticaja na opšti nivo proizvodnje, cijena i zaposlenosti, koliko je moguće instrumentima monetarne politike, kao i podsticanje ekonomskog i finansijskog blagostanja Kanade.

Hrvarska narodna banka ima za cilj postizanje i održavanje cjenovne stabilnosti. Bez ugrožavanja osnovnog cilja Banka treba da podržava ekonomske politike Vlade.

Cilj **Riks banke (Švedska)** je održavanje cjenovne stabilnosti i efikasno i bezbedno funkcionisanje platnog prometa.

Centralna banka Crne Gore je odgovorna za monetarnu i finansijsku stabilnost i funkcionisanje bankarskog sistema.

Cilj **Centralne banke Bosne i Hercegovine** je dostizanje i održavanje stabilnosti domaće valute, tako što izdaje domaću valutu u skladu sa pravilima valutnog odbora.

Cilj **Narodne banke Srbije** je postizanje i održavanje stabilnosti cijena. Pored osnovog cilja dopunski ciljevi su očuvanje finansijske stabilnosti i podrška ekonomskoj politici, ali bez ugrožavanja cenovne stabilnosti.

Spisak korišćene literature

1. Banka Engleske, (2000.), „*Financial Stability and Central Bank*“, zbornik sa konferencije „*Central Bank Governor’s Symposium*“.
2. Crockett, A., (2002.), „*Central Banking in the New Millenium*“ u knjizi *Macroeconomics and Monetary Policy – Issues for reforming Economy*, Oxford University Press, New York.
3. Cukierman, A., (1996.), „*The Economics of Central Banking*“, Discussion Paper br 9631, Center for Economic Research.
4. Disveld, P., (2010.), „*Strengtening Macropprudential Supervision*“, prezentacija u Banci Holandije
5. Fabris, N., (2006.), „*Centralno bankarstvo u teoriji i praksi*“, Centralna banka Crne Gore, Podgorica
6. Ferguson, R., (2003.), „*Should Financial Stability Be an explicit Central Bank Objective?*“, u knjizi *Challenges to Central Banking from Globalized Financial System*, IMF, Washington.
7. Fischer, S., (1996.), „*Why are Central Banks Pursuing Long-run Price Stability?*“, in *Achieving Price Stability, Symposium in Federal Reserve Bank of Kansas City*.
8. Fry, M., (2000.), „*Key issues in the Choice of Monetary Framework*“ u knjizi *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, autora L. Mahadeva i G. Sterne, Routledge, London.
9. Galić, J. i Fabris, N., (2006). „*Politika deviznog kursa kao instrument konkurentnosti*“, Savetovanje Ekonomista, Miločer.
10. Gjedrem, S., (2005.), „*The Macropprudential Approach to Financial Stability*“, Trideset treća ekonomska konferencija „*Monetary Policy and Financial Stability*“, Bank of Austria.
11. Goodhart, C., A., E., (2005.), „*The Links between Fiscal and Monetary Policies on the One Hand, and Financial Stability on the Other*“, Trideset treća ekonomska konferencija „*Monetary Policy and Financial Stability*“, Bank of Austria.
12. Issing, O., Gaspar, V., Tristani, O., Vestin, D., (2005.), *Imperfect Knowledge and Monetary Policy*, Cambridge University Press.
13. Krugman, P., (1996.), „*Stable Prices and Fast Growth: Just Say No*“, *The Economist*, br 31, avgust.
14. Schinassy, J., (2006.), „*Safeguarding Financial Stability*“, Međunarodni monetarni fond.

15. Schwartz, A., (1995.), „Why Financial Stability Depends on Prices Stability“, *Economic Affairs*, br. 15.
16. Wieser, T., (2005.), „Comments on Charles A. E. Goodhart – The Links between Fiscal and Monetary Policies on the One Hand, and Financial Stability on the Other“, Trideset treća ekonomska konferencija „Monetary Policy and Financial Stability“, Bank of Austria.



**KVALITET KORPORATIVNOG UPRAVLJANJA
I UTICAJ NA PROFITABILNOST KOMPA NIJA
U CRNOJ GORI - EMPIRIJSKA ANALIZA**

Zorica Kalezić

1. Uvod - Korporativno upravljanje i mehanizmi

Kada govorimo o korporativnom upravljanju, postoji veoma veliki broj definicija ovog pojma koji zavisi prije svega od nivoa i obuhvata kao čisto ekonomskog („shareholder“ pristup) ili šireg socijalnog („stakeholder“ pristup) koncepta. Tako usko posmatrano, iz perspektive kompanije, korporativno upravljanje se može definisati kao set pravila kojim se uređuju odnosi između vlasnika i menadžmenta kompanije. Definicija OECD-a iz 2001. Kaže da „korporativno upravljanje predstavlja javni i privatni institucionalni okvir, koji uključuje pravnu infrastrukturu, zakone i poslovnu praksu, a koji su kreirani sa svrhom uređivanja efikasnog odnosa između menadžera, sa jedne, i onih koji investiraju u kompaniju sa druge strane (vlasnici)“. Svjetska Banka pruža širi pojam definicije korporativnog upravljanja, koja se odnosi na institucionalni okvir koji omogućava kvalitetniji odnos između menadžera, vlasnika i ostalih „stakeholdera“ (zaposlenih, države, itd). Korporativno upravljanje se može definisati i kao skup procesa, struktura i informacija koji se koriste za monitoring menadžmenta kompanije, a koji omogućava stvaranje kvalitetnih odnosa između menadžmenta i akcionara, vodeći računa o interesima „stakeholder-a“. Korporativno upravljanje je takode definisano i kao sistem distribucije odgovornosti i prava između različitih participanata koji učestvuju u radu kompanije, prije svega vlasnika i menadžera, kao i dobavljača, potrošača, finansijskog sektora itd.

Generalna je pretpostavka da korporativno upravljanje predstavlja pravni, ekonomski i socijalni fenomen, koji je stvoren prije svega kroz privatnu inicijativu („Cadbury Cometee“ i OECD Principi predstavljaju samo institucioanalizaciju principa, koji su proizašli iz zdrave poslovne prakse) sa osnovnim ciljem maksimizacije efikasnosti poslovanja, i smanjenja konflikta interesa menadžmenta i vlasnika kompanija, kao i smanjenja nivoa agencijskih troškova, koji se javljaju kao proizvod odvajanja upravljačke od vlasničke funkcije.

Jedan od najznačajnijih mehanizama korporativnog upravljanja koji je karakterističan za zemlje koje nemaju razvijeno tržište kapitala predstavlja koncentracija vlasništva. Pretpostavka je da veliki vlasnički udio omogućava efikasan nadzor menadžmenta od strane vlasnika, uz male agencijske troškove. Međutim ovaj mehanizam uslovljava često stavljanje manjinskih vlasnika u zavistan položaj u odnosu na velike vlasnike (Beiner et al. 2003, Shleifer and Vishny, 1997) i eksproprijaciju njihovih prava.

Bord direktora predstavlja takođe jedan od mehanizama kojim akcionari i vlasnici na efikasan način mogu da vrše monitoring menadžmenta. Jak i organizovan bord direktora je veoma važan u kreiranju strategije kompanije, efikasnog nadzora menadžmenta i definisanja identiteta kompanije (Zahra, 1991). Pri tome važno je imati u vidu da je struktura borda takođe veoma važna (odnos izvršnih i neizvršnih direktora). Tako je empirijska literatura podijeljena između onih koji ukazuju da neizvršni direktori omogućavaju efikasno i nezavisno praćenje rada menadžmenta (Lin et al., 2002) i onih koji zagovaraju tezu da neizvršni direktori nemaju dovoljno informacija o kompaniji i da suštinski nisu zainteresovani za kritički osvrt poslovanja kompanije (Hermalin and Weisbach, 1991).

Kompenzacije menadžmenta, kao i bonusi, predstavljaju jedan od najčešće korišćenih internih instrumenata korporativnog upravljanja za koji se generalno pretpostavlja da predstavlja kvalitetan podsticajni instrument koji treba da uskladi interese vlasnika (maksimizacija profita) sa interesima menadžmenta. Obično kompenzacije menadžmentu se ne vezuju samo za novčane iznose koji se određuju u odnosu na efikasnost rada menadžmenta, već i za kompenzacije u obliku akcija kompanije, koje treba da dovedu do još kvalitetnijeg usklađivanja interesa menadžmenta sa interesima vlasnika, jer kroz ovaj aranžman i menadžeri postaju vlasnici. Međutim, ovaj mehanizam može izazvati još oportunističkije ponašanje menadžmenta, koje vještačkim manipulacijama finansijskih izvještaja može da utiče na cijenu akcija u cilju dobijanja što povoljnijih i većih kompenzacija, a skandali poput „Enron“-a govore u prilog opasnosti ovog mehanizma ukoliko nije kontrolisan.

Eksterni mehanizmi korporativnog upravljanja se prije svega odnose na tržište korporativne kontrole, koje na efikasan način vrši monitoring menadžmenta kompanije, tako da one kompanije koje nisu dovoljno efikasne, odnosno čiji menadžment ne posluje efikasno, veoma brzo mogu biti preuzete od efikasni-

jih kompanija. Takođe, jedan od efikasnih mehanizama korporativne kontrole predstavlja i tržište menadžera, koje forsira menadžment na efikasno poslovanje, jer uvijek postoji mogućnost njihove zamjene.

Ukratko, poslovna praksa je pokazala potrebu za institucionalizovanjem korporativnog upravljanja unutar kompanije, kojima se njegovom punom implementacijom omogućava efikasno rešavanje problema konflikta interesa vlasnika i menadžmenta kompanije, uz puno poštovanje prava svih „stakeholdera“ od dobavljača, preko radnika, do finansijskih institucija.

2. Tipovi korporativnog upravljanja

Kada govorimo o tipovima korporativnog upravljanja prva podjela koja je karakteristična za perspektivu krajnjeg cilja implementacije principa korporativnog upravljanja je podjela na akcionarski i „stakeholder-ski“ tip korporativnog upravljanja (O’Sullivan, 2001; Friedman and Miles 2002, Barker, 2006). Sistem akcionarskog korporativnog upravljanja pretpostavlja da je osnovna funkcija korporativnog upravljanja omogućavanje maksimizacije profita akcionara. Ovaj klasičan princip korporativnog upravljanja bazira se na stavovima Berle-a i Means-a (1932) prema kojima u kompaniji postoji separacija vlasništva i menadžmenta koja dovodi do konflikta interesa. Naime prema teoriji agencije, koja proizilazi iz divergentnih stavova i ciljeva menadžmenta (maksimizacija sopstvenih interesa poput visine zarada, odsustvovanja i nedovoljnog angažovanja), i ciljeva njihovih principala (maksimizacija vrijednosti kompanije) odnosno vlasnika, osnovna intencija vlasnika je da implementacijom različitih mehanizama upravljanja pokuša na efikasan način nadzirati menadžment, sa osnovnim ciljem da se on ponaša i reaguje u najboljem interesu principala-vlasnika. Kao posljedica usklađivanja ciljeva vlasnika i menadžmenta, sasvim je logično da principal (vlasnik) mora trpjeti-određene troškove da bi njegov agent (menadžer) radio u najboljem interesu vlasnika (npr. troškovi prikupljanja informacija o radu menadžera), a koji se kroz korporativno upravljanje pokušava svesti na minimum.

Sa druge strane, **shareholder princip** korporativnog upravljanja u svome fokusu ima zadovoljenje više različitih ciljeva, poput pomirenja interesa i ciljeva zaposlenih, države, dobavljača, itd. Odnosno u svoj fokus stavlja prije svega javni-so-

cijani interes, za razliku od akcionarskog pristupa koji stavlja privatni interes kao primarni (Hutton, 1995).

Jedan od najznačajnijih kriterijuma za podjelu tipova korporativnog upravljanja je tretman, relativna snaga i način ponašanja vlasnika, u smislu da li se vlasnička struktura zasniva na velikom broju disperziranih vlasnika („outsider“ sistem) ili na „blokovima“ značajnih vlasnika koji aktivno učestvuju u nadzoru i radu kompanije („insider“ sistem).

Anglo-saksonski ili tzv. „outsider“ sistem korporativnog upravljanja je karakterističan za Veliku Britaniju, SAD i Australiju. Ovaj sistem se bazira na velikoj disperziranosti vlasništva (čije pojedinačni vlasnički udio obično ne prelazi 3%), u kojoj se vlasnici ponašaju prije svega kao aktivni učesnici na tržištu kapitala, prije nego investitori sa dugoročnom vizijom razvoja kompanije u koju ulaže (Agulera, 2004, p. 6). Vlasnici u anglo-saksonskom sistemu se oslanjaju prvenstveno na strategiju izlaza (prodaju svojih akcija ukoliko nisu zadovoljni kvalitetom rada menadžmenta) prije nego glasa (glasanjem na Skupštini akcionara za smjenu menadžmenta) kada je u pitanju njihov uticaj na rad menadžmenta. Naime, u ovim sistemima postoje izuzetno sofisticirani korporativni instrumenti kao i institucionalni mehanizmi, nezavisnih članova borda, eksternih revizora, razvijenog tržišta kapitala, tržišta menadžera, sistema plaćanja menadžera u skladu sa kvalitetom ostvarenih rezultata odnosno bonusa ili prisilno preuzimanje firme, što sve utiče na usklađivanje interesa menadžmenta sa interesima vlasnika, bez potrebe velikog uplitanja vlasnika u rad menadžmenta. Međutim i pored sofisticiranih instrumenta koji postoje u funkciji konvergiranja interesa vlasnika sa interesom menadžmenta osnovni konflikt postoji i ostaje između jakih menadžera koji su često i sami vlasnici određenog dijela kompanije i visoko disperziranih vlasnika.

Sa druge strane, **Evropski, kontinentalni** ili tzv. „insider“ sistem predstavlja tip korporativnog upravljanja u kojima je sekundarno tržište prilično nerazvijeno, a gdje je koncentracija vlasništva značajna (sa prosječnim vlasničkim učešćem u rasponu od 10%-20%), sa posebnim naglaskom na mogućnost njihovog direktnog uticaja na menadžment kompanije. Sa druge strane, ovaj sistem karakteriše slaba razvijenost tržišta kapitala, kao i nedostatak sofisticiranih instrumenata korporativnog upravljanja, a osnovni izvor konflikta se javlja između većinskih vlasnika i malih akcionara, uslijed slabe institucionalne zaštite manjinskih akcionara.

U kontinentalnom sistemu ne postoji razvijen sistem podsticajnih instrumenata korporativnog upravljanja bilo internih ili eksternih, tj. kod ovog sistema nije razvijeno tržište menadžera, kada postoje bonusi i kompenzacije menadžmenta oni nisu na nivou u SAD i UK, a nasilno preuzimanje kompanija od strane konkurenata koji ostavljaju kvalitetnije poslovanje je veoma rijetko. Takođe je karakteristično da i u okviru evropskog tipa korporativnog upravljanja postoje podgrupe koje se uglavnom odnose na različiti institucionalni identitet većinskog vlasnika. Naime, u slučaju Njemačke i Japana većinski vlasnici su uglavnom iz finansijskog sektora, koji su u isto vrijeme i najveći finansirer tih kompanija, dok je u slučaju Skandinavskih zemalja, kao i kod Italije i Španije porodično vlasništvo najizraženije. Imajući u obzir razvijenost tržišta kapitala, nivo njegove likvidnosti, visok nivo vlasništva u postprivatizacionom periodu (Top 1 u prosjeku je iznad 45% od 2004. do 2010.), evidentno je da Crna Gora ima izražen drugi, kontinentalni tip korporativnog upravljanja.

Pretpostavka, imajući u vidu iskustva zemalja u tranziciji, da će se sa direktnom promjenom vlasništva kompanija, završetkom procesa porivatizacije, kao i privlačenjem stranog kapitala direktno implementirati kvalitetan i jak institucionalni okvir, kao i praksa korporativnog upravljanja, pokazala se kao netačnom. Implementacija principa korporativnog upravljanja u tranzicionim ekonomijama predstavlja gradualistički proces koji prije svega zavisi od jačine institucija, kvaliteta implementacije zakonodavstva, upliva prakse različitih zemalja kroz priliv stranih direktnih investicija, brzine razvoja sekundarnog tržišta, itd. Za sada, tranzicione zemlje se pridržavaju većinskog vlasništva, kao predominantnog instrumenta koji omogućava kvalitetan nadzor menadžmenta.

Izuzetak od pravila nije ni Crna Gora. I pored značajnog napora na kreiranju regulative, koja omogućuje prije svega nesmetan rad kompanija i njihovih upravnih organa, ipak, činjenica je da u uslovima još uvijek nerazvijenog tržišta kapitala i njegove niske likvidnosti, nerazvijenosti finansijskih instrumenata i institucija, crnogorske kompanije se razvijaju u pravcu zaduživanja kod finansijskog sektora, prije nego dodatne emisije akcija. Oslanjanjem na finansijski sektor i dugoročne izvore finansiranja privatni sektor se zasniva na zatvorenim tipovima kompanija poput DOO prije nego akcionarskih društava, gdje ne postoji razdvajanje menadžmenta od vlasništva, dok i u akcionarskim društvima, posebno kao posljedica MVP-a dominira većinsko vlasništvo koje prevazilazi 50% vrijednosti akcija najvećeg akcionara. U tom pravcu, možemo reći da i crnogorske kompanije

koriste većinsko vlasništvo, kao najuticajniji instrument korporativnog upravljanja. Perspektiva je da će sa razvojem finansijskih tržišta, efikasnijim pravosudnim sistemom i generalno rastom kompanija koje se ne mogu oslanjati samo na dugoročne izvore finansiranja, doći i do „razvodnjavanja“ vlasništva i većeg oslanjanja na interne korporativne mehanizme.

3. Kreiranje indeksa korporativnog upravljanja

Cilj ove empirijske analize ne predstavlja kvalitativnu analizu zakonskog ili institucionalnog okvira korporativnog upravljanja u Crnoj Gori, već empirijski pristup utvrđivanja koliko poštovanje osnovnih OECD principa korporativnog upravljanja realno utiče na profitabilnost preduzeća u Crnoj Gori.

Tokom 2009. godine Centralna banka Crne Gore je distribuirala Upitnik prema 62 najveća akcionarska društva u Crnoj Gori (mjereno veličinom ukupne imovine), sa ciljem dobijanja odgovora od 50 kompanija u skladu sa standardnim ROSC – staviti listu skraćenica na početku intervjuima, koji analizu kvaliteta korporativnog upravljanja na nacionalnom nivou, bazira na odgovorima 50 velikih akcionarskih društava u jednoj zemlji. Odgovore smo dobili od 41 kompanije, tj, stopa izlaznosti je bila 66,1%, što je zadovoljavajuća izlaznost, mada manja od targetirane.

Upitnik se sastojao od 85 pitanja i u velikoj mjeri prati pitanja odnosno kriterijume ROSC izvještaja o kvalitetu korporativnog upravljanja na nacionalnom nivou. Pitanja su podijeljena u pet osnovnih sekcija, koje prate OECD-ove Principe korporativnog upravljanja.

Prva sekcija pitanja se odnosi na osnovna prava akcionara, koja se sastoje od čitavog sistema podprincipa. Prvi podprincip se odnosi na ostvarenje osnovnih prava akcionara poput načina i metoda registracije akcija, dobijanje tačnih i relevantnih informacija, koje se tiču sastanaka akcionara, prisustvovanje Godišnjem sastanku akcionara, način biranja članova borda direktora i odlučivanje o načinu podjele profita kompanije. Drugi podprincip se odnosi na mogućnost uticaja akcionara na sadržinu osnovnih dokumenata kompanije, kao i na davanje saglasnosti na emisiju dodatnih akcija, relativni uticaj akcionara pri odlučivanju o prodaji kompanije. Treći podprincip se odnosi na mogućnost da akcionari imaju

nesmetan pristup informacijama, koje se odnose na njihova prava, način glasanja na skupštini, postovanje principa proporcionalnosti relativne snage pri glasanju u odnosu na broj posjedovanih akcija, itd.

Druga sekcija pitanja se odnosi na princip jednakog tretmana akcionara. Ovaj princip se posebno odnosi na čin postupanja prema manjinskim akcionarima, akcionarima koji su stranci, itd. Podprincipi ovog principa se odnose na činjenicu da bilo koja promjena u načinu glasanja akcionara mora biti izglasana od strane akcionara, da je moguće vršiti posredno glasanje preko predstavnika, da članovi borda moraju da dostave akcionarima sve neophodne dokumente koji bi uticali na glasanje akcionara, itd.

Treća sekcija pitanja se odnosi na OECD-ove princip tretmana „stakeholdera“. Prema ovo principu institucionalni okvir za korporativno upravljanje mora da uzme u obzir i ciljeve poput kreiranja novih zaposlenja, kairanje uslova za stvaranje finansijski zdravih preduzeća, dok kompanije pored finansijskih ciljeva treba da obraćaju pažnju i na ciljeve „stakeholdera“ (zaposleni, država, šira javnost, itd).

Četvrta sekcija pitanja se odnosi na pitanje transparentnosti i slobodnog davanja informacija o radu kompanije. Prema ovom principu postoji čitav niz podprincipa koji se odnose na davanje informacija o ciljevima kompanije, načinu glasanja, informacije o direktorima borda i višem menadžmentu, njihovim zaradama, bonusima i izborima, transparentnost informacija o strukturi kompanije, politikama kompanije, finansijskim izvještajima, koji trebaju biti revidirani od strane nezavisnih revizora, gdje bi se svaka informacija pružala na vrijeme i svim potrebnim stakeholderima.

Poslednja, peta sekcija pitanja se odnosi na odgovornosti borda direktora. Ovim principom se propisuje način na koji bord direktora treba da radi u smislu njihovog monitoringa menadžmenta, načina rješavanja konflikta između većinskih i manjinskih akcionara, rad u najboljem interesu akcionara, efikasnu selekciju, smjenu i rezibor višeg menadžmenta, efikasno rješavanje konflikata na nivou menadžmenta, obezbijedenje kvalitetnog finansijskog izvještavanja, biranja nezavisnog revizora, itd.

Međutim za razliku od ROSC izvještaja čiji osnovni cilj predstavlja utvrđivanje realnog stanja korporativnog upravljanja na nacionalnom nivou, kao i davanja preporuka, osnovni cilj našeg istraživanja predstavlja kvantifikaciju rezultata analize kreiranjem indeksa korporativnog upravljanja i mjerenjem nivoa uticaja ovog indeksa koji aproksimira kvalitet korporativnog upravljanja na poslovanje preduzeća.

Jedan od najvećih izazova je bio kreiranje adekvatnog indeksa korporativnog upravljanja, koji treba da reflektuje kvalitet prakse korporativnog upravljanja na nivou preduzeća-kompanije. U tom pravcu, imajući u vidu da trenutno ne postoji unificirana formula za izračunavanje kreditnog rejtinga odnosno indeksa. Naime komercijalne agencije za određivanje rejtinga korporativnog upravljanja (FTSE, Governnace Metrics International, Corporate Library, Institutional Shareholder Services, S&P, ITD) koriste individualni dizajn za kreiranje indeksa korporativnog upravljanja, koji su dati u tabeli 2.1:

Tabela 2.1: Način rangiranja najpoznatijih agencija za indeksaciju kvaliteta korporativnog upravljanja

Player & Product	Sistem ocjene	Izvor Informacija	Pristup izvještajima	Ko placa troškove
Governance Metrics International -- GMI	1-10 (1=nisko, 10=visoko) dizajnirano na principu 7 kategorija plus ukupni skor ; 600 varobjli koji se odnose na internu i eksternu kontrolu poslovanja, socijalnu odgovornost, odgovornost i rad menadžera, itd.	Osnovno rangiranje: Javne informacije o kopmanijama njihovi web site-ovi. Detaljno Rangiranje: korištenje neobjavljenih materijala i finansijskih izvještaja i dokumenata kompanija, intervjui sa menadžerima	Osnovno rangiranje za kompaniju je besplatno, ali pojednični izvještaj o svakoj od 600 varijabli košta u prosjeku 1000 dolara po izvještaju	Institucionalni investitori, osiguravajuća društva, pretplatnici, kompanije koja se ocjenjuje, uglavnom do 50,000 dolara to \$50,000.
Institutional Shareholder Services -- Corporate Governance Quotient (CGQ)	0-100 (0=nisko , 100=visko) rangiranje na kompanijskom nivou, 61 varijabla koja se odnosi na kvalitet revizije, transparentnost rada izvršnih direktora i borda direktora, bonusa mendžmenta, itd.	Javne informacije o kopmanijama njihovi web site-ovi .	Jedino kompanija koja se rangira ima besplatan pristup, kao i redovni pretlatnici, ostali zainteresovani moraju platiti pristup informacije	Pretplatnici, koji su uglavnom veliki institucionalni investitori, cijena se kreće od 18.000-100.000 dolara

Tabela 2.1: Način rangiranja najpoznatijih agencija za indeksaciju kvaliteta korporativnog upravljanja - nastavak tabele

Player & Product	Sistem ocjene	Izvor Informacija	Pristup izvještajima	Ko plaća troškove
Standard & Poor's – Corporate Governance Scores	1-10 (1=nisko, 10=visoko) i sastoji se od 4 perspektive osnovna prava akcionara i vlasnička struktura, prava stekholdera, objavljivanje informacija i struktura Borda Direktora	Javne informacije o kompanijama njihovi web site-ovi. korištenje neobjavljenih materijala i finansijskih izvještaja i dokumenata kompanija, intervjui sa menadžerima	Kompanija besplatno ocjenu, dok ukoliko želi može zahtijevati da se postavi na sajtu S/P koji će biti dostupan svima, ukoliko nisu zadovoljni sa izvještajem kompanije ima pravo da traži da se izvještaj ne objavljuje.	Kompanija plaća od 50-150.000 dolara u zavisnosti od veličine kompanije

Izvor: Investor Relation Update, 2009

U našem istraživanju je primijenjen princip rejtingovanje ROSC-a, koje ima pet različitih kategorija, i koje su sa kvalitativnog aspekta vrše analizu kvaliteta implementacije određenog principa korporativnog upravljanja. Tako smo 5 kategorija („observed“, „largely observed“, „partially observed“, „materially not observed“ i „not observed“) sa kvalitativnog nivoa materijalizovali kroz sistem ocjena, slično komercijalnim kompanijama za rejtingovanje. Prema definiciji ROSC-a, **Observed** - predstavlja kategoriju koja podrazumijeva da su svi potrebni kriterijumi u implementaciji jednog principa korporativnog upravljanja u potpunosti ispunjeni i da se implementiraju. **Largely observed** - predstavlja kategoriju koja se dodjeljuje, ukoliko postoji snažna volja odgovornih institucija da primejani sva potrebna sredstva za ispunjenje određenog principa, ali ipak postoje određeni nedostaci u implementaciji. **Partially observed** - znači da iako postoji legalni i regulatorni okvir za implementaciju određenog principa, u praksi postoji značajno odstupanje od njegove implementacije i **Materially not observed** - pretpostavlja situaciju u kojoj iako postoji institucionalni okvir za implementaciju određenog principa, ipak ne postoje čvrsti dokazi o njegovoj implementaciji. **Not observed** - podrazumijeva kategoriju kojom se karakteriše potpuno odsustvo implementacije određenog principa korporativnog upravljanja, kao i nepostojanje indicija da će se raditi na njegovoj institucionalizaciji u dugom roku.

U istraživanju smo eliminisali kategorije *materially not observed* i *largely observed* i stavili ih u kategorije *partially observed* i *observed*, kako bi skala ocjenjivanja bila

što oštija, tj. kako bi se napravila jasnija razlika između ocjena implementiranosti principa korporativnog upravljanja. Iz ovog proizilazi da si lošije kategorije stavila u bolje. Sledeći korak je predstavljala kvanitifikacija kvalitativnih ocjena, tako da je kategorija Observed dobila 2 boda, Partially Observed 1 bod a Not Observed je dobio kvantitativnu karakteristiku 0 bodova. Svih 80 pitanja koja se mogu kvantifikovati (par pitanja su opšteg tipa, naziva kompanije, broja akcionara, itd. nema smisla kvantifikovati), a koja se nalaze u Upitniku se u velikoj mjeri prate standardnu ROSC analitiku kvaliteta upravljanja na nacionalnom nivou i mogu se svesti u pet osnovnih oblasti: (i) osnovne institucionalne pretpostavke za implemetaciju korporativnog upravljanja, (ii) osnovna prava i odgovornosti vlasnika akcija i osnovne funkcije vlasnika kapitala, (iii) jednak tretman akcionara, (iv) uloga „stakeholdera“ i (v) principi otvorenosti i transparentnosti.

Svaka kompanija je po osnovu svakog pitanja prvo kvalitativno, a zatim kvantitativno ocijenjena. Postojala je sugestija da se određeni principi korporativnog upravljanja, koji se prije svega odnose na ulogu i odgovornosti borda direktora, kao i odnos prema stakeholderima budu blaže ocijenjeni (tj. da se raspon ocjene umjesto 0-2, za taj set principa bude u rasponu od 0-1), s obzirom da oni predstavljaju prilično napredne aspekte korporativnog upravljanja od kojih se ne očekuje da budu implementirani u tranzicionim ekonomijama, kojima pripada i Crna Gora . Međutim, upravo iz želje da se napravi jasna razlika između kompanija koje su veoma odgovorno pristupili simultanom ispunjenju korporativnih principa i onih koji zadovoljavaju samo osnovne principe, zadržali smo iste kriterijume ocjenjivana za svih 80 pitanja iz upitnika.

3.1. Set nezavisnih varijabli korištenih u linearnom modelu

U linearnom modelu procijenjenom metodom najmanjih kvadrata, kao ekspanatorne varijable smo koristili set nezavisnih varijabli koji se standardno koristi u modelu uticaja kvaliteta korporativnog upravljanja na performanse preduzeća (Ertugrul and Hedge, 2005; Javed and Iqbal, 2006)

„SIZE“ (VELIČINA) – predstavlja veličinu kompanije, koja je aproksimirana veličinom ukupne imovine preduzeća iz 2009. godine. Generalna je pretpostavka da će kompanije sa većom imovinom imati razvijeniju strukturu korporativnog upravljanja i da će pažljivije poštovati principe OECD-a, sa posebnim naglaskom na transparentnosti rada borda i transparentnosti finansijskih izvještaja. Tako da

je osnovna hipoteza da će predznak u estimaciji biti pozitivan. Prema Black et al. (2003), u ovom slučaju postoji problem endogenosti. Naime, pretpostavka je da bolja praksa korporativnog upravljanja dovodi do boljih poslovnih rezultata, koji se reflektuju na tržišnu vrijednost firme, odnosno njenu veličinu, dok sa druge strane sa rastom kompanije se mora primjenjivati bolja korporativna praksa. Na žalost imajući u vidu da imamo cross section podatke, uz premali broj observacija za kreiranje kvalitetnih instrumentalnih varijabli koji bi kontrolisali endogenosti, iako smo je svjesni, na nju na žalost ne možemo direktno uticati.

„BOARD_SIZE“ (VELIČINA BORDA DIREKTORA) - predstavlja drugu kontrolnu varijablu, koja predstavlja proxy za veličinu borda direktora. Naime, osnovna je pretpostavka da one kompanije koje imaju veći broj direktora u bordu imaju bolju perspektivu i bolji nadzor menadžmenta, koji bi u dugom roku trebao da ima pozitivan uticaj na performanse preduzeća, tako da i u slučaju ove kontrolne varijable pretpostavljamo da će predznak biti pozitivan.

„MEETINGS“ - predstavlja treću kontrolnu varijablu koja bi trebala da kontroliše broj sastanaka borda direktora, koji su održani tokom 2009. godine. Osnovna je pretpostavka da one kompanije koje su imale veći broj sastanaka odbora u isto vrijeme imaju i odgovorniji odnos prema nadgledanju menadžmenta, što sve ima povratni pozitivan uticaj na performanse preduzeća, tako da i u slučaju ove varijable se očekuje pozitivan predznak.

„Dummy-BANKING SECTOR“ - predstavlja ekspanatornu varijablu koja bi trebala da izoluje uticaj banaka. Naime, u uzorku od 41 kompanije nalaze se i 9 banaka, koje imaju specifičnu regulativu u odnosu na realni sektor (sa posebnim naglaskom na Bazel II i Bazel III principe). Drugi razlog za kontrolisanje ove varijable je činjenica da u tranzicionim ekonomijama banakarski sektor institucionalno se mnogo brže razvija od privatnog sektora, tako da je osnovna pretpostavka da banke imaju kvalitetniju praksu korporativnog upravljanja od ostatka privatnog sektora. Posljedično i kod ove varijable se očekuje da će imati pozitivan predznak.

AKCIONARI - predstavlja varijablu koja označava broj akcionara u akcionarskom društvu, a koji posredno određuje kvalitet poštovanja osnovnih prava akcionara. U kompanijama sa velikim brojem akcionara, a gdje je evidentno nepostojanje alternativnih instrumenta korporativnog upravljanja, koji na mnogo

efikasniji način mogu da vrše monitoring rada menadžmenta, kreiranje snažnih velikih akcionara predstavlja prelazno rešenje, koje može da riješi problem aktivnog monitoringa menadžmenta. Imajući u vidu nerazvijenost naših instrumenata korporativnog upravljanja kao i relativnu nerazvijenost sekundarnog tržišta, atomizirani akcionari u našim uslovima ne mogu efikasno vršiti nadzor menadžmentate možemo očekivati negativan predznak ispred ove varijable u linearnom modelu estimovanog metodom najmanjih kvadrata. Model koji je predmet naše OLS estimacije je:

$$ROA = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot D3SIZE + \hat{\beta}_2 \cdot D3BOARD_SIZE + \hat{\beta}_3 \cdot MEETINGS + \hat{\beta}_4 \cdot CG_RATING + \hat{\beta}_5 \cdot Dummy_Industries$$

Imajući u vidu da se radi o uzorku sa svega 41 observacijom iz 2009. godine, primjena 2SLS ili 3SLS kojim bi se mogli iskoristiti instrumenti, a kojim bi se mogla izolovati potencijalna endogenost indeksa korporativnog upravljanja i performansi preduzeća u ovom slučaju nije moguća. Stoga je na raspolaganju jedino OLS univarijantni model, kojim će se dobiti, barem, intuitivni odgovor na pitanje uticaja indeksa korporativnog upravljanja na performanse preduzeća u Crnoj Gori.

3.2. Empirijski rezultati uticaja kvaliteta korporativnog upravljanja na performanse preduzeća u Crnoj Gori-OLS Estimacija

U tabeli 2.2 je predstavljena sumarna sataistika varijabli koje su estimovane modelom:

Tabela 2.2: Sumarna statistika varijabli korištenih u modelu

Varijable	Broj Observacija	Srednja Vrijednost	Standardna Devijacija	Minimalna vrijednost	Maksimalana vrijednost
CGR-Rejting korporativnog upravljanja	36	63,33	12,09	35	89
SIZE-VELIČINA	36	9,10e+07	2,25e+08	213	1,13e+09
BOARD_SIZE	36	4,02	2,131,212	1	9
MEETINGS	36	9,7	4,963,358	3	18
ROA-Return on Asset	36	-0,52	0,3	-1,85	0,02
ROE-Return on Equity	36	0,-19	0,42	-1,7	,08
AKCIONARI	36	1,274	2,661	1	14410

Izvor: kalkulacije CBCG 2010

Tabela 2.3: Korelaciona matrica varijabli korištenih u modelu

	ROA	CGR	Akcionari	SIZE - velicina	BOARD SIZE - velicina borda	Sastanci
ROA	1					
CGR	-0.1778	1				
Akcionari	-0.3051	0.1815	1			
SIZE - velicina	0.0706	-0.0752	-0.1820	1		
BOARD SIZE - velicina borda	0.0022	-0.0270	-0.1161	-0.0198	1	
Sastanci	0.2349	0.2503	-0.2815	0.0416	0.2923	1

Izvor: kalkulacije CBCG 2010

Kao što se može vidjeti iz sumarne statistike od maksimalnih 160 bodova koliko je moguće dobiti u slučaju da je svaki kriterijum iz upitnika označen kao implementiran, (puna implementiranost po svakom kriterijumu), maksimalna vrijednost indeksa bi bila 89 poena, dok je najmanji broj poena imala kompanija koja je imala svega 35 poena. S obzirom da je analiza bazirana na agregatnom nivou, možemo navesti da je od top 5 kompanija sa najvećim brojem indeksnih poena, čak su 4 iz sektora bankarstva, uključujući i kompaniju sa najvećim brojem poena.

Tabela 2.4: OLS robust standard errors estimacija linearnog modela uticaja kvaliteta korporativnog upravljanja na performance preduzeća

Zavisna varijabla: ROA-RETURN ON ASSET	Koeficijent	Standardna Greska	t-vrijednost	Vjerovatnoća
CGR-Corporate Governance Rating	0,002	.001	1,56	0.13
AKCIONARI	-0.000017	.00001	-1,28	0.21
SIZE-veličina kompanije	5.89*10 ⁻¹¹	6.47e-11	0,91	0.37
BOARD SIZE-veličina borda direktora	0.013*	.0069	1,82*	0.074
MEETINGS	-0.004	.0032	-1,23	0.23
1 INDUSTRIJA	-0.095	.061	-1,55	0.13
6 INDUSTRIJA	-0.045	.052	-0,87	0.39
7 INDUSTRIJA	0.039	.050	0,77	0.45
8 INDUSTRIJA	0.023	.040	0,58	0.56
KONSTANTA	-0.178	.088	-2,01	0.056
R SQUARED	0,23			

Izvor: kalkulacije CBCG 2010

Kao što se može vidjeti iz tabele 2.4 uticaj rejtinga korporativnog upravljanja na performanse preduzeća je pozitivan, ali nesignifikantan (mjereno do α : 0,1 nivoa signifikantnosti). Veličina kompanije, slično kao i rejting ima pozitivan nesignifikantan uticaj na performanse preduzeća. Jedina signifikantna varijabla koja ima uticaj na nivo profitabilnosti preduzeća mjerenu koeficijentom povrata na imovinu (ROA) jeste veličina borda direktora, koja znači da one kompanije koje imaju veći bord direktora imaju bolji sistem monitoringa kompanija i njihovog menadžmenta, što pozitivno utiče na profitabilnost firme. Sa druge strane, suprotno pretpostavljenom, broj sastanaka borda ima negativan predznak, tj. negativno utiče na performanse preduzeća. Analiziranjem podataka na individualnom nivou je utvrđeno da su kompanije koje su tokom 2009. godine imale velik broj sastanaka borda direktora (do 18 na godišnjem nivou), nisu bili povezani sa ciljem uspostavljanja boljeg nadziranja rada menadžmenta, već zbog rešavanja internih problema koji su imali u redovnom poslovanju, pitanja viška radnika, tehnoloških viškova, itd. Stoga, ne čudi negativan predznak ispred varijable MEETINGS. Varijabla CGR koja se odnosi na indeks korporativnog upravljanja se nalazi na granici signifikantnosti, prema kojoj rast indeksa od 10 poena utiče na rast profitabilnosti preduzeća od 0,2 procentnih poena mjereno koeficijentom povrata na imovinu.

4. Empirijski rezultati probit modela uticaja kvaliteta korporativnog upravljanja na performanse kompanija u Crnoj Gori

U cilju provjere robusnosti i konzistentnosti rezultata koji su dati OLS estimacijom iskoristili smo binarnu estimaciju – Probit model.

$$P(\text{Dummy_probit}=1) = \Lambda(\hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot D3size + \hat{\beta}_2 \cdot D3boardd_size + \hat{\beta}_3 \cdot meetings + \hat{\beta}_4 \cdot CG_rating + \hat{\beta}_5 \cdot Dummy_finance)$$

Za vrijednost zavisne varijable u modelu smo se opredijelili za Dummy-Probit, koja uzima vrijednost 1 ukoliko je vrijednost ROA („Return on Asset“) veća ili jednaka jedinici, tj. ukoliko je kompanija poslovala sa dobitkom ili nije ostvarila negativan finansijski rezultat u 2009. godini. Osnovna pretpostavka koju želimo da procijenimo probit funkcijom je da li one kompanije koje su tokom 2009.

godine ostvarile pozitivan finansijski rezultat, u prosjeku imaju bolju ocjenu kvaliteta korporativnog upravljanja. U odnosu na OLS estimaciju smo iz probit modela izbacili dummy varijable koje kontrolišu postojanje različitih industrija, zbog postojanja visokog nivoa multikolinearnosti među njima. Stoga smo cjelokupni privatni sektor podijelili na finansijski i nefinansijski dio. Kao što smo već naglasili divergencija u brzini i nivou razvoja realnog sektora, u odnosu na finansijski sektor nas upućuje da moramo izolovati ovu specifičnu vrstu industrije sa aspekta kvaliteta implementacije korporativnog upravljanja. Rezultati probit estimacije su dati u tabeli 2.5.

Kao što se može vidjeti iz tabele 2.5 rezultati se ne razlikuju mnogo od rezultata koji su dobijeni OLS estimacijom, što ukazuje da postoji visoka konzistentnost rezultata bez obzira na specifikaciju.

Tabela 2.5: Probit model uticaja kvaliteta korporativnog upravljanja na performanse preduzeća

<i>Dummy_probit=1</i>	dz/dx	Standardana Greška	Z	P>z
CGR-Corporate Governance Rating	0.0087	0.005	1,62	0.106
AKCIONARI	-0.000047	0.00005	-0,92	0.359
SIZE-VELIČINA KOMPANIJE	3.44e-10	3.29e-10	1,05	0.296
BOARD SIZE-veličina borda direktora	0.035	0.025	1,39	0.168
MEETINGS	-0.036**	0.018	-1,98**	0.047
FINANCE-DUMMZ	0.21	0.18	1,17	0.241

Slično kao i kod OLS estimacije broj održanih sastanaka odbora direktora ima negativan uticaj na performanse preduzeća, koji u kontekstu probit modela može da se objasni da je veća vjerovatnoća da one kompanije koje imaju više sastanaka borda ostvaruju gori (negativan) poslovni rezultat. Rezultati probit modela ukazuju da rast indeksa korporativnog upravljanja za 10 poena u prosjeku dovodi do rasta profitabilnosti od oko 0,1 procentnih poena vrijednosti ROA. Ovaj efekat nije prevelik, ali nije ni za ignorisanje. Tako da generalni zaključak iz probit funkcije koji možemo izvesti je da korporativno upravljanje ima evidentan pozitivan efekat na kvalitet poslovanja preduzeća, ali da taj uticaj još uvijek nije signifikantan. Kao i kod OLS estimacije, varijabla AKCIONARI, koja predstavlja *proxy* za broj akcionara, ima negativan predznak, odnosno negativan uticaj na profitabil-

nost preduzeća, što intuitivno ukazuje da Crna Gora nema razvijene instrumente korporativnog upravljanja, te da visoka koncentracija vlasništva za sada predstavlja efikasan mehanizam monitoringa menadžmenta preduzeća, koja dovodi do boljeg poslovanja preduzeća. Pozitivan predznak ispred FINANCE_DUMMY ukazuje da one kompanije koje pripadaju finansijskom sektoru, u prosjeku, imaju bolje poslovne rezultate od realnog sektora.

5. Zaključak

Trenutno postoji veoma razvijena literatura sa empirijskim zaključcima koja se odnosi na uticaj korporativnog upravljanja na vrijednost i poslovanje firme. Sa druge strane, postoji veoma ograničen broj studija koji se bavi istom tematikom, a koji se odnosi na tranzicione ekonomije. Osnovni zaključak je da instrumenti korporativnog upravljanja imaju pozitivan uticaj na profitabilnost kompanija, pri čemu empirijska literatura kako tranzicionih tako i razvijenih ekonomija nema konačan zaključak da li većinsko vlasništvo ima pozitivan, negativan ili neutralan odnos prema vrijednosti firme. Posmatrajući praktični aspekt primjene osnovnih principa OECD-a korporativnog upravljanja u poslovnoj praksi crnogorskih kompanija, osnovni cilj analize je bio da sa praktičnog aspekta korporativnog upravljanja u crnogorskim firmama utvrdimo njegov relativni uticaj na poslovanje preduzeća. Generalni zaključak je, imajući u vidu nivo indeksa korporativnog upravljanja, da su crnogorska preduzeća tek u začetku implementiranja osnovnih korporativnih instrumenata iako su osnovni principi, koji se odnose na institucionalne osnove, kao i poštovanje osnovnih prava akcionara uglavnom prisutni. Sa druge strane, evidentno je da prava manjinskih akcionara često nisu na najadekvatniji način ispoštovana, da praksa izbora direktora borda je takođe veoma problematična, a još ne postoji svijest o stakeholderskom pristupu korporativnom upravljanju. Konačno, iz empirijske analize utvrđeno je da nedvosmisleno postoji pozitivan efekat kvaliteta korporativnog upravljanja na profitabilnost crnogorskih preduzeća, pri čemu iako taj uticaj još uvijek nije signifikantan, svakako se ne može nazvati zanemarljivim.

Spisak korišćene literature

1. Aguilera, Ruth V. and Jackson, Gregory (2003) 'The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants', *Academy of Management Review*, 28(3): 447-465.
2. Berle, A.A. and G. Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
3. Bhagat, Sanjai, Dennis Carey and Charles Elson, 1999, Director ownership, corporate performance, an management turnover, *The Business Lawyer* 54.
4. Bhagat, S. and B. Black, 2002, „The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance,“ *Journal of Corporation Law* 27, 231-273.
5. Black, Bernard, 1990, Shareholder passivity reexamined, *Michigan Law Review* 89, 2550.
6. Black, B. S., Jang, W., Kim, W., 2004, „Does Corporate Governance Predict Firms. Market Values? Evidence from Korea., Stanford Law School, Working Paper No. 237
7. Fama, Eugene F., 1980, Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
8. Friedman A., Miles S. (2002), *Developing Stakeholder Theory*, *Journal of Management Studies*, Vol. 39, No. 1, pp. 1-21.
9. Hermalin, B. and M. Weisbach, 1988, „The Determinants of Board Composition,“ *The RAND Journal of Economics* 19, 589-606.
10. Hermalin, B. and M. Weisbach, 1991, „The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance,“ *Financial Management* 20, 101-112.
11. Hutton W. (1995) *The State We're In*, Jonathan Cape: London.
12. Lin, J. W., Li, J. F., Yang, J. S., 2006. *The effect of audit committee performance on earningsquality. Managerial Auditing Journal* 21 (9), 921
13. McGee, Robert W. (2008). *Corporate Governance in Transition Economies*, *Corporate Governance in Transition Economies*. New York: Springer, pp. 3-20.
14. McConnell, J. and Servaes, H., 1990, „Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value,“ *Journal of Financial Economics* 27, 595-613.
15. Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., 1988, „Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,“ *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.

16. Pearce, J. A., II and Zahra, S. A., 1991. *The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance*, *Strategic Management Journal*, 12, 135-153
17. OECD (1999). *OECD Principles of Corporate Governance*, the Organization for Economic Co-operation and Development from <http://www.oecd.org/daf/governance/principles.htm>

Aneks

Upitnik distribuiran crnogorskim akcionarskim društvima

1	Naziv i sjedište kompanije _____
2	Ime respondenta? _____ Rod M/Ž (zaokružiti odgovarajući izbor)
3	Pozicija respondeta u kompaniji ?
4	Djelatnost kompanije
5	Koliko akcionara/vlasnika ima vaša kompanija ?
6	Koliko direktora ima u odboru kompanije ?
7	Da li je broj sastanaka Skupštine akcionara zakonski regulisan? <input type="checkbox"/> Da, <input type="checkbox"/> Ne, <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
8	Kako se najavljuje Skupština akcionara? (<i>Molimo odaberite odgovarajući/e odgovor/e</i>) <input type="checkbox"/> Stranica kompanije <input type="checkbox"/> Javni mediji (elektronski i štampani) <input type="checkbox"/> Elektronska pošta <input type="checkbox"/> Pismom preko pošte <input type="checkbox"/> Telefonom <input type="checkbox"/> Ostalo (molim pojasniti)

9	<p>Koliko unaprijed (vremenski) se najavljuje Skupština akcionara? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> 1 nedjelju</p> <p><input type="checkbox"/> 2 nedjelje</p> <p><input type="checkbox"/> 1 mjesec ili više</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim pojasniti)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
10	<p>Da li se dnevni red Skupštine i sastanak Skupštine akcionara najavljuju istovremeno? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Da,</p> <p><input type="checkbox"/> Ne,</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
11	<p>Koje informacije, osim datuma i lokacije, se najavljuju u vezi Skupštine Akcionara ? <i>(Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Dnevni red</p> <p><input type="checkbox"/> Predmeti koji će se odobravati u sastanku</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim pojasniti)</p>
12	<p>Koji procenat (%) akcija je potreban da se dodatna tačka stavi u dnevni red Skupštine Akcionara ? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> 10%</p> <p><input type="checkbox"/> 25%</p> <p><input type="checkbox"/> 33%</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo _____% (molimo pojasniti)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
13	<p>Koji procenat članova odbora u prosjeku prisustvuje (lično ili preko poslanika) na sastancima Odbora direktora? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Preko 50%</p> <p><input type="checkbox"/> 100%</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molimo pojasniti)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>

14	Koliko često se Odbor direktora sastaje tokom godine? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i> <input type="checkbox"/> Mjesečno, <input type="checkbox"/> Tromjesečno <input type="checkbox"/> Tri puta, <input type="checkbox"/> Dva puta <input type="checkbox"/> (Drugo)
15	Koliko je održano sastanaka Odbora tokom 2009? -----
16	Da li vaša kompanija ima sistem kazni za članove koji ne prisustvuju sastancima Odbora direktora? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i> <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
17	Sa kojim kaznama se suočavaju članovi koji ne prisustvuju u sastancima Odbora? <i>(Molimo za objašnjenje)</i>
18	Koji % akcija sa pravom glasa su potrebne da bi se mogli birati/smenjivati članovi Odbora? <i>(Molim odaberite odgovor)</i> <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna <input type="checkbox"/> 50%+1 <input type="checkbox"/> _____% (drugo)
19	Osim akcionara,ko prisustvuje Skupštini akcionara ? <i>(Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e)</i> <input type="checkbox"/> CEO <input type="checkbox"/> Viši menadžer ili menadžeri? <input type="checkbox"/> Unutrašnji revizor ili predstavnik unutrašnje revizorske komisije <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna <input type="checkbox"/> Ostalo (Molimo objasnite)

20	<p>Osim akcionara, ko još ostvaruje pravo na deo dobiti kompanije? <i>(Molim odabrati odgovarajući/e odgovor/e)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Upravnici</p> <p><input type="checkbox"/> Radnici</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim razjasnite)</p>
21	<p>Koji % akcija (odnosno glasova) treba da se saglasi da bi se izmijenio Statut? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p> <p><input type="checkbox"/> 50% + 1</p> <p><input type="checkbox"/> 2/3</p> <p><input type="checkbox"/> _____ % (Ostalo, molim razjasnite)</p>
22	<p>Koji % akcionara treba da se saglase da bi se odobrila integracija/kupoprodaja kompanije? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p> <p><input type="checkbox"/> 50% + 1</p> <p><input type="checkbox"/> 2/3</p> <p><input type="checkbox"/> _____ % (Ostalo, molimo pojasniti)</p>
23	<p>Ko određuje prodajnu cijenu akcija za manjinske akcionare koji se ne slažu sa prodajom ili otkupom kompanije?</p>
24	<p>Osim početnih akcija, da li je vaša institucija izdala (emitovala) akcije? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>

25	Koje procedure treba da se poštuju za emitovanje dodatnih akcija ? (<i>Molim opišite</i>)
26	Koliko Vaša kompanija ima članova Odbora direktora?
27	Da li su kompenzacione šeme za članove Odbora najavljene u Godišnjoj Generalnoj Skupštini Akcionara (GGS)? (<i>Molimo odabrati odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne
28	Ko odlučuje o kompenzacionim šemama za članove Odbora? (<i>Molim odaberite odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna, <input type="checkbox"/> Skupština akcionara <input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasnite)
29	Da li imate praksu objavljivanja (za širu javnost) zarada članova Odbora? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da <input type="checkbox"/> Da samo određenim regulatorskim/monitorskim telima <input type="checkbox"/> Ne
30	Da li se Odbor bavi: (<i>Molimo odabrati odgovor/e</i>) <input type="checkbox"/> Strategijom korporacije, <input type="checkbox"/> Velikim akcionim planovima, <input type="checkbox"/> Politikom rizika, <input type="checkbox"/> Godišnjim budžetom (zadnji datum odobravanja: _____) <input type="checkbox"/> Biznis planovima (zadnji datum odobravanja: _____) <input type="checkbox"/> Drugo

31	<p>Za koji period Odbor odobrava strategiju korporacije? (<i>Molim odaberite odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> 5 godina</p> <p><input type="checkbox"/> 10 godina</p> <p><input type="checkbox"/> __ Ostalo</p>
32	<p>Da li Odbor postavlja ciljeve (ciljne performanse) za upravnike? (<i>Molim odabrati odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
33	<p>Koje ciljne performanse za upravnike upotrebljava vaša kompanija ? (<i>Molim odaberati odgovor/e</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p> <p><input type="checkbox"/> Broj klijenta</p> <p><input type="checkbox"/> % tržišta</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molimo za pojašnjenje)</p>
34	<p>Da li imate razvijen sistem bonusa za menadžment? (<i>Molim odabrati odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>
35	<p>Na koji način funkcioniše sistem bonusa u vašoj kompaniji ?</p>
36	<p>Da li menadžeri posjeduju akcije kompanije? (<i>Molim odabrati odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>

37	Da li najavljujete informacije koje se odnose na učešće upravnika u vlasništvo? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da <input type="checkbox"/> Ne <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
38	Da li su za široku javnost dostupni podaci o primanjima upravnika u vašoj instituciji? (<i>Molim odabrati odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da <input type="checkbox"/> Da samo određenim regulatorskim/monitorskim tijelima <input type="checkbox"/> Ne
39	Da li postavljate jasan set ciljeva za članove Odbora? (<i>Molim odabrati odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovoriti na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
40	Da li možete opisati koje ciljeve vaša institucija postavlja za članove Odbora?
41	Ko nadgleda implementaciju strateških planova, kvaliteta poslovanja korporacije i velikih kapitalnih troškova? (<i>Molimo odabrati odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Odbor direktora <input type="checkbox"/> Viša uprava <input type="checkbox"/> Oba, odbor direktora i viša uprava <input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasnite)

42	<p>Da li Upravni Odbor ima neke od sledećih Odbora? (<i>Molimo odabrati odgovor/e</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Revizorski Odbor, <input type="checkbox"/> Odbor za plate, <input type="checkbox"/> Odbor za imenovanja, <input type="checkbox"/> Odbor za ocenjivanje rizika, <input type="checkbox"/> Odbor za upravljanje rizikom, <input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasnite)</p>
43	<p>Da li Odbor odlučuje o praksama upravljanja korporacijom? (<i>Molim odabrati odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p>
44	<p>Kako Odbor nadgleda prakse upravljanja korporacijom?</p>
45	<p>Da li je moguće da se glasa u odsustvu? (<i>Molim odabrati odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)</p>
46	<p>Kako akcionar glasa u odsustvu? (<i>Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Pošta (glasanje poštom) <input type="checkbox"/> Ovlašćeni predstavnik (proksi glasanje) <input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasniti proceduru/metod)</p>
47	<p>Da li postoje troškovi prilikom glasanja u odsustvu? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)</p>

48	<p>Koji su troškovi glasanja u odsustvu? (<i>Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Administrativna taksa</p> <p><input type="checkbox"/> Komplikirane procedure</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasnite)</p>
49	<p>Da li vaša kompanija emituje više od jednog tipa akcija? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)</p>
50	<p>Koje tipove akcija emituje vaša kompanija? (<i>Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Obične</p> <p><input type="checkbox"/> Preferencialne akcije</p> <p><input type="checkbox"/> Akcije sa više glasova</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasnite)</p>
51	<p>Na koji način se odnosite prema problemima manjinskih akcionara?</p>
52	<p>Da li manjinski akcionari prisustvuju redovno na Skupštini Akcionara (više od polovine zakazanih Skupština)?</p>
53	<p>Da li vaša kompanija ima specijalne propise o tipu i načinu saradnje sa kompanijama u kojima direktori Odbora su ujedno i značajni akcionari ili zaposleni? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>)</p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovoriti na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)</p>

54	Da li možete da objasnite politiku odnosno propise kompanije koja se odnosi na situacije u kojoj se saradnja ostvaruje sa drugom kompanijom u kojoj direktor Odbora je značajni akcionar ili radnik?
55	Da li vaša institucija ima politiku o saradnji sa kompanijama u kojim članovi uprave imaju značajan deo akcija? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)
56	Koja od sledećih grupa se smatra najznačajnijim stejkholderom odnosno „interesnom grupom“ vaše kompanije? <input type="checkbox"/> Kreditori <input type="checkbox"/> Radnici <input type="checkbox"/> Društvo <input type="checkbox"/> Ostalo (molim pojasniti)
57	Možete opisati šta vaša kompanija radi po pitanju razvijanja odnosa sa stejkholderima (interesnim grupama)?
58	Da li vaša kompanija ima predstavnika zaposlenih u Odboru? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
59	Da li možete da opišete proceduru odabira predstavnika zaposlenih u Odboru?

60	Da li manjinski akcionari mogu imati predstavnika u Odboru? <input type="checkbox"/> Da <input type="checkbox"/> Ne <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
61	Koji procenat akcionarskih glasova je potreban za članstvo u Odboru? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> 50% + 1 <input type="checkbox"/> 2/3 <input type="checkbox"/> Ostalo (molim objasniti)
62	Da li objavljujete finansijske izveštaje i rezultate poslovanja vaše kompanije? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne (ako Ne, molim preskočite sledeće pitanje)
63	Gdje objavljujete vaše finansijske izveštaje i rezultate poslovanja? (<i>Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e</i>) <input type="checkbox"/> Vaša stranica u internetu <input type="checkbox"/> Publikacije/objave/pamfleti vaše kompanije <input type="checkbox"/> Dnevne novine <input type="checkbox"/> Ostalo (molimo pojasniti)
64	Da li objavljujete strateške ciljeve vaše kompanije? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne
65	Na koji način objavljujete strateške ciljeve vaše kompanije?

66	<p>Da li objavljujete imena vaših većih akcionara? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovoriti na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>
67	<p>Koji procenat vlasništva je potreban da bi se objavili podaci o vlasništvu akcionara? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> 5%</p> <p><input type="checkbox"/> Top 10 akcionara (sortirani: najviše do najmanje deonica)</p> <p><input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo _____% (molim objasnite)</p>
68	<p>Da li objavljujete podatke o članovima Odbora? <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>
69	<p>Koji podaci se objavljuju o članovima Odbora? <i>(Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Pun CV</p> <p><input type="checkbox"/> Njihove kvalifikacije,</p> <p><input type="checkbox"/> Pozicije direktora Odbora u drugim kompanijama,</p> <p><input type="checkbox"/> Proces odabiranja</p> <p><input type="checkbox"/> Plate</p> <p><input type="checkbox"/> Ostalo</p>
70	<p>Da li imate nezavisne direktore u vašem odboru? (Nezavisan znači nezavisan od upravnika i odakcionara) <i>(Molim odaberite odgovarajući odgovor)</i></p> <p><input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje)</p> <p><input type="checkbox"/> Ne</p>
71	<p>Koliko nezavisnih direktora se nalaze u vašem Odboru?</p>

72	Kakav je brojčani odnos broja nezavisnih i ostalih direktora u Odboru kompanije?
73	Koji % vlasništva je dovoljan da bi se izgalasalo smjenjivanje člana Odbora ili cjelokupnog Odbora prije isteka roka za reizbor?
74	Da li postojeći akcionari posjeduju pravo preče kupovine?
75	Koja je politika vaše kompanije za selekciju i smenjivanje izvršnih direktora?
76	Koje računovodstvene standarde koristite da pripremite i objavite finansijske podatke vaše kompanije? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Lokalne <input type="checkbox"/> Međunarodne <input type="checkbox"/> Kombinacija lokalnih i međunarodnih <input type="checkbox"/> Ostalo (molimo pojasniti)
77	Da li imate internog revizora/odbor revizora? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne
78	Kome izveštava interni revizor/revizorski odbor? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Odboru direktora <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna <input type="checkbox"/> Ostalo

79	Da li je izveštaj internog revizora/revizorskog odbora diskutiran u sastancima odbora? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da <input type="checkbox"/> Ne <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
80	Koliko često imenujete novog eksternog revizora? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Svake godine <input type="checkbox"/> Svake treće godine <input type="checkbox"/> Imate istog eksternog revizora 3 i više godina <input type="checkbox"/> Ostalo (molimo objasniti) <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
81	Kome izveštava eksterni revizor? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Akcionarima <input type="checkbox"/> Odboru direktora <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna <input type="checkbox"/> Drugo
82	Da li objavljujete vaše izveštaje nakon revizije? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da (ako Da, molimo odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne
83	Gdje objavljujete vaše izveštaje nakon revizije? (<i>Molim odaberite odgovarajući/e odgovor/e</i>) <input type="checkbox"/> Stranica vaše kompanije, <input type="checkbox"/> Novine kompanije, <input type="checkbox"/> Dnevne novine, <input type="checkbox"/> Ostalo (molim razjasnite)

84	Da li imate razvijenu politiku korporativnog upravljanja? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da (Ako Da, molim odgovorite na sledeće pitanje) <input type="checkbox"/> Ne <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna
85	Da li je vaša politika za korporativno upravljanje, prema Vašem mišljenju, usklađena sa principima OECD-a? (<i>Molim odaberite odgovarajući odgovor</i>) <input type="checkbox"/> Da <input type="checkbox"/> Ne <input type="checkbox"/> Nisam siguran/sigurna



**STRANE DIREKTNE INVESTICIJE KAO
POKRETAČ PRIVREDNOG RAZVOJA
CRNE GORE**

*Nikola Fabris, Boris Kilibarda, Zorica Kalezić,
Mira Radunović, Maja Rakočević*

1. Rezime

Poslednjih godina strano investiranje bilježi veliku ekspanziju u svjetskim razmjerama. Tako su strane direktne investicije povećane sa 400 milijardi dolara koliko su iznosile 2000. godine na 1833 milijarde dolara u 2007. godini. Strane direktne investicije su jedan od najvažnijih pokretača privrednog razvoja Crne Gore. Prema učešću priliva SDI u BDP-u u poslednje tri godine Crna Gora je lider u grupi Evropskih privreda u tranziciji. I pored globalne finansijske krize SDI su u prvih devet mjeseci ove godine bile više za 15% u odnosu na isti period prethodne godine i postoje dobri izgledi da ovogodišnji priliv SDI nadmaši prošlogodišnji rekordan priliv SDI. Od 2001. godine kumulativan priliv SDI iznosio je 2,89 milijardi eura. Kada je u pitanju regionalna distribucija stranih direktnih investicija smatra se da je povoljna situacija ukoliko strani investitori dolaze iz što većeg broja zemalja, jer je onda zemlja priliva stranog kapitala u manjoj mjeri pod uticajem negativnih konjunkturnih kretanja na pojedinačnim tržištima. Imajući u vidu da su u slučaju Crne Gore strani investitori došli iz 107 zemalja (od 2001. godine) možemo tekuću situaciju označiti kao povoljnu. Globalna finansijska kriza će svakako uticati na tokove stranih investicija u narednom periodu, ali je realno očekivati da će Crna Gora ostvariti visok priliv i da će ponovo biti u vrhu evropskih privreda u tranziciji.

Ključne riječi: Strane direktne investicije, Crna Gora, Globalna finansijska kriza, efekti SDI.

JEL kod: F21, E2.

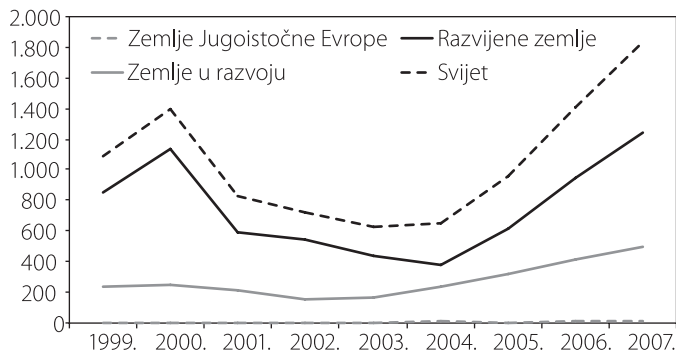
2. Perspektive i karakteristike tokova SDI na globalnom nivou i perspektive za 2009. godinu

Strane direktne investicije kao dio međunarodnih tokova kapitala u poslednjih nekoliko godina bilježe izuzetan rast. Prema podacima UNCTAD-a, prosjek godišnjeg priliva stranih direktnih investicija u svijetu je povećan sa oko 400 milijardi dolara u 2000. godini na rekordnih 1.833 milijardi dolara u 2007. godini⁵. Značajan podatak je da su sve tri grupe zemalja: razvijene zemlje, zemlje u razvoju i tranzicione zemlje zabilježile porast SDI u 2007. godini. Rast SDI u poslednjih nekoliko godina značajno je uticao na ekonomski razvoj mnogih zemalja u svijetu.

Posmatrajući sektorsku distribuciju SDI, pored ulaganja u sektor usluga (bankarstvo, telekomunikacije, turizam), zabilježen je značajan rast stranih direktnih investicija u primarni sektor odnosno proizvodnju i eksploataciju prirodnih resursa nafte i gasa. Procjene su da će se ovaj trend nastaviti zbog velike tražnje za naftom i gasom u svijetu. Sektorska distribucija SDI u velikoj mjeri je zavisila od strateških i ekonomskih motiva investitora. U prethodnom periodu najveći dio SDI realizovan je kroz proces privatizacije postojećih kompanija, odnosno spajanja kompanija i/ili kupovine većinskog paketa akcija (merdžeri i akvizicije).

U pogledu regionalne distribucije tokova SDI, razvijene zemlje imaju dominantnu ulogu u odnosu na ostale zemlje. U 2007. godini među atraktivnim zemljama za strane investitore bile su SAD, Velika Britanija, Kina, Indija, Rusija i Brazil.

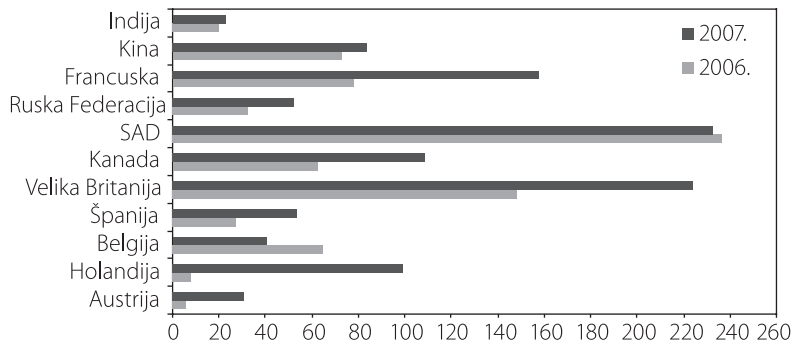
⁵ Izvor: UNCTAD, WIR 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge

Grafik 3.1: Regionalna distribucija stranih direktnih investicija, u milijardama dolara

Izvor: World Investment Report 2008

Razvijene zemlje osim što su prepoznatljive po plasmanu kapitala, sve više ostvaruju značajan priliv kapitala. Priliv SDI u razvijenim zemljama u 2007. godini iznosio je 1.248 milijardi dolara, što je za 32,6% više u odnosu na 2006. godinu. Odliv SDI iz razvijenih zemalja u 2007. godini je bio veći od priliva za 445 milijardi dolara. Sjedinjene Američke Države su u 2007. godini ostvarile najveći priliv SDI u iznosu od 232,8 milijardi dolara. Druga zemlja po prilivu SDI bila je Velika Britanija (224 milijarde dolara). Rast priliva SDI u razvijenim zemljama rezultat je realizacije značajnih prekograničnih merđžera i akvizicija, kao i povećanja priliva po osnovu reinvestiranih zarada, koje su rezultat visoke profitabilnosti stranih filijala. Izuzetno visoki prilivi SDI u Velikoj Britaniji, Francuskoj, Holandiji i Španiji u 2007. godini značajno su doprinijeli porastu priliva SDI u Evropskoj uniji za 43% u odnosu na 2006. godinu (804 milijarde dolara).

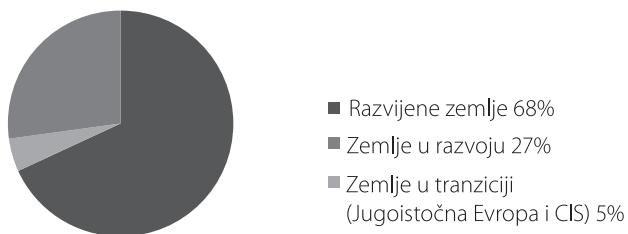
Grafik 3.2: Priliv SDI u izabranim zemljama u 2006. i 2007. godini, u milijardama dolara



Izvor: World Investment Report 2008

Priliv SDI u zemljama u razvoju takođe karakteriše rast sa 316 milijardi dolara u 2005. godini na 500 milijardi dolara u 2007. godini. U zemljama Jugoistočne Evrope i ZND-a zabilježen je rekordan rast priliva SDI u iznosu od 86 milijardi dolara (50%), dok je istovremeno odliv SDI iznosio 51 milijardu dolara. Rekordan porast priliva za 62% (52 milijarde dolara) ostvaren je u Ruskoj federaciji koja je zemlja sa najvećim prilivom i odlivom SDI među zemljama u tranziciji.

Grafik 3.3: Struktura priliva SDI u svijetu u 2007. godini prema grupama zemalja



Izvor: World Investment Report 2008

UNCTAD je u prvoj polovini ove godine sproveo istraživanje među 226 multinacionalnih kompanija na temu njihovih očekivanja po pitanju priliva SDI. Rezultati istraživanja pokazuju da 21% kompanija očekuje povećanje SDI u naredne

tri godine⁶. Oko 40% kompanija se izjasnilo da bi finansijska kriza mogla imati negativan uticaj na njihove planove za investiranje u budućnosti. Anketirane multinacionalne kompanije vide Kinu, Indiju, SAD, Rusku federaciju i Brazil kao najprivlačnije investicione destinacije u svijetu.

Prema prognozama UNCTAD-a, globalni priliv SDI u 2008. godini će biti za 10% manji u odnosu na 2007. godinu, kao posljedica globalne finansijske krize. Razlog za pad je smanjen broj merdžera i akvizicija u prvoj polovini 2008. godine za 29% u odnosu na drugu polovinu 2007. godine. Očekivanja UNCTAD-a su da će priliv SDI u zemlje u razvoju biti stabilan i da će doći do smanjenja broja merdžera i akvizicija koje su nosioci SDI u svijetu.

Prema projekcijama Međunarodnog monetarnog fonda, privatni tokovi kapitala (neto) u brzo rastućim ekonomijama i zemljama u razvoju u 2008. i 2009. godini biće manji u odnosu na 2007. godinu. Procjene su da će neto priliv kapitala u ovim zemljama u 2009. godini biti manji za 50% u odnosu na 2007. godinu i iznosiće 286,6 milijardi dolara⁷.

Na kraju ovog djela važno je istaći da su zemlje postale svjesne da su same odgovorne za stvaranje što atraktivnijeg poslovnog okruženja za investitore. Stvaranje zdravog i konkurentnog poslovnog okruženja i fleksibilnog tržišta radne snage samo su neki od faktora koji utiču na privlačenje SDI. Kako uslovi za investiranje u većini zemalja postaju sve sličniji u smislu liberalizovanog pristupa, tako stabilni makroekonomski ambijent i efikasni ekonomski mehanizmi zemlje postaju sve važnija determinanta za privlačenje stranog kapitala.

3. Crna Gora i SDI

3.1. Međunarodna poređenja priliva SDI

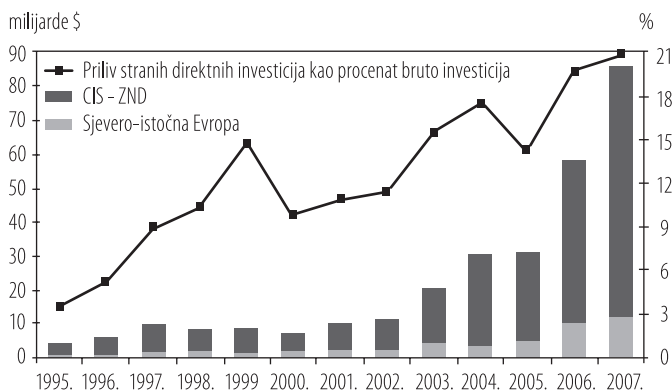
Tokom 2007. godine nastavljen je priliv SDI u region jugoistočne Evrope (JIE) i u Zajednicu nezavisnih država (ZND) i on je dostigao rekordan nivo od 86 milijardi dolara, što se može vidjeti sa sljedećeg grafika. U zemljama jugoistočne Ev-

⁶ World Investment Prospects Survey, 2008-2010

⁷ World Economic Outlook, October 2008, Financial Stress, Downturns, and Recoveries

rope priliv stranih direktnih investicija je dominantno zavisio od privatizacije, a u ZND je bio povezan sa osvajanjem tržišta i obezbjeđenjem pristupa prirodnim izvorima.

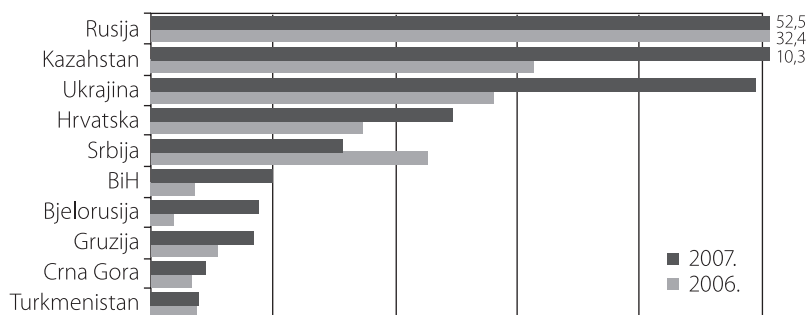
Grafik 3.4 – Bruto priliv SDI i SDI kao procenat bruto investicija



Izvor: World Investment Report, 2008.

Najveći iznos bruto SDI je privukla Rusija 52,5 milijardi dolara, a Crna Gora iako jedna od najmanjih Evropskih država našla se u grupi 10 zemalja, koje su privukle najveći iznos SDI u apsolutnim iznosima (grafik br. 3.5).

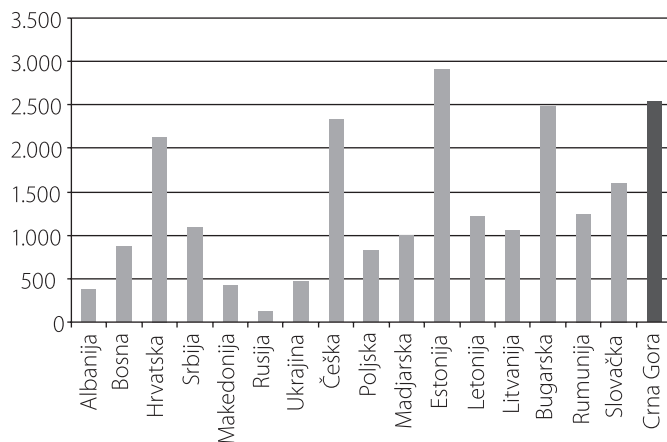
Grafik 3.5: Deset zemalja sa najvećim bruto prilivom SDI u JIE i ZND, (u milionima dolara)



Izvor: World Investment Report, 2008

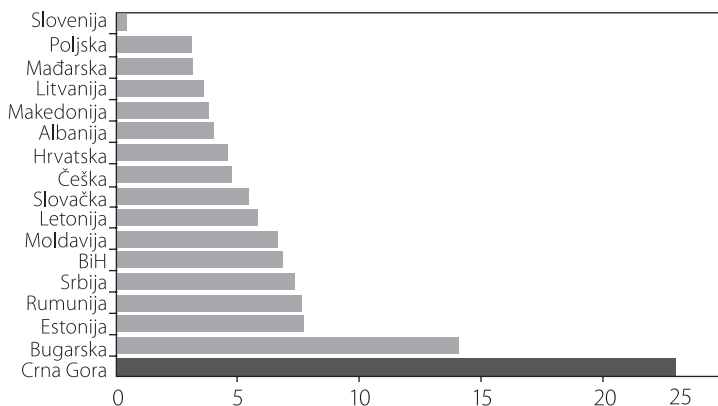
Crna Gora registruje izuzetno visok priliv SDI u poslednjih nekoliko godina. S obzirom da poređenje apsolutnog nivoa priliva SDI može voditi pogrešnim zaključcima imajući u vidu različit broj stanovnika, različit nivo BDP-a i različitu veličinu zemalja ispravnije je koristiti neki relativni pokazatelj, kao što je na primjer priliv SDI per capita ili učešće priliva SDI u BDP-u. Na sljedećem grafiku prikazan neto priliv SDI per capita u izabranim privredama u tranziciji u poslednje tri godine. Sa neto prilivom SDI per capita u iznosu od 2.540 dolara, Crna Gora se nalazi na drugom mjestu iza Estonije koja je imala priliv SDI per capita u iznosu od 2.901 dolar.

Grafik 3.6: Neto priliv SDI per capita u periodu 2005 – 2007. godina



Izvor: World investment Report 2008. za neto priliv SDI i Transition Report 2007. za podatke o broju stanovnika

U istom periodu prema kalkulaciji MMF-a prema učešću SDI u BDP-u Crna Gora je na prvom mjestu u grupi privreda u tranziciji.

Grafik 3.7: Priliv SDI u procentima od BDP-a u periodu 2005 – 2007. godine

Izvor: Montenegro Selected Issues, MMF, 2008.

3.2. Pravna regulativa SDI tekući propisi i kratak istorijski osvrt

Bivša SFRJ je prva socijalistička zemlja koja je dozvolila strana ulaganja još 1965. godine. Međutim, pored deklarativno iskazanog principa za spremnost na prijem stranih investitora u praksi su postojale brojne barijere koje su ograničavale strano investiranje. Stoga je u praksi strano direktno investiranje moglo biti realizovano gotovo isključivo u formi zajedničkog ulaganja sa nekim domaćim pravnim licem.

Ekonomska kriza iz osamdesetih je uticala na promjenu ovog stava i prihvatanje realnosti da je strani kapital neophodan radi bržeg privrednog razvoja. Tada je donet i novi Zakon o osnovama Svojinsko pravnih odnosa („Sl. listu SFRJ“, br. 6/80), koji je dva puta mijenjan i dopunjavan. Sticanje prava svojine na nepokretnostima prvi put je strancima omogućeno 1990. godine izmjenama Zakona o osnovama svojinsko-pravnih odnosa. Od tada, stranci koji obavljaju privrednu djelatnost, mogu sticati pravo svojine nad nepokretnostima koje su im neophodne za obavljanje djelatnosti, ali su zadržana određena ograničenja po pitanju raspolaganja nekretninama od strane fizičkih lica. U cilju zaštite javnog interesa normirano je i ograničenje da stranac ne može steći pravo svojine nad nepokretnostima koje se nalaze u određenim područjima.

Sredinom devedesetih donijet je novi Zakon o stranim ulaganjima („Sl.list SRJ, br. 79/94 i 29/96“), a Crna Gora je svoj prvi Zakon o stranim ulaganjima („Sl.list RCG, br. 52/00“) donela 2000 godine, koji je izmenjen i dopunjen sredinom 2007. godine („Sl.list RCG, br. 36/07“).

Crnogorski Zakon o stranim ulaganjima je značio korak naprijed u odnosu na Zakon iz perioda SRJ. Glavne prednosti novog zakona su:

- Pojednostavljena procedura odobravanja ugovora o stranom ulaganju (u starom zakonu se tražilo da Savezno ministarstvo za ekonomske odnose daje saglasnost na ugovore o stranim ulaganjima, a po novom ugovor se samo evidentira kod Agencije za strana ulaganja);
- Strano preduzeće je ono u kojem je učešće stranog kapitala veće od 25% (u starom zakonu – 51%);
- Proširenje djelatnosti u kojima stranac može imati većinsko učešće, jer su u starom Zakonu bile zabranjene neke djelatnosti poput javnog informisanja, telekomunikacija, proizvodnje oružja itd. Sada postoji samo ograničenje za proizvodnju oružja;
- Pitanje koncesija je ostavljeno da se definiše posebnim zakonom, koji još uvijek nije usvojen;
- Posebno su istaknuta prava stranih ulagača (nacionalni tretman, poreski tretman koji nije nepovoljniji nego kod domaćeg lica, pravna sigurnost, zaštita imovine stranog ulagača) i
- Zakon je značajno skraćen, povećana je njegova transparentnost i razumljivost za strane investitore.

Za proces stranog ulaganja još su od značaja sljedeći pravni propisi:

- Uredba o određivanju organa državne uprave nadležnih za davanje objašnjenja i mišljenja u postupku prava svojine na nepokretnostima stranih lica koja obavljaju djelatnost na teritoriji Crne Gore (Sl.list RCG, 34/05) – propisuje način i proceduru po kojoj strano pravno lice može steći nepokretnost koja je neophodna za obavljanje djelatnosti stranog lica i
- Zakon o državnom premjeru i katastru nepokretnosti koji definiše pravni osnov za upis, promjenu, ograničenje i prestanak prava na nepokretnostima.

Generalno Crnogorska regulativa o stranim investicijama se može ocijeniti kao vrlo liberalna. Ne postoje nikakve barijere za repatrijaciju profita, dividendi, ka-

mata i osnivačkog uloga. Strani investitor može da upravlja kompanijom ili da pravo upravljanja transferiše na drugo lice. Stranim investitorima je garantovan nacionalni tretman. Strana investicija može biti u formi novca, HOV, stvari, usluga i prava. Domaća fizička lica mogu steći tretman stranog investitora ukoliko su živjela u inostranstvu najmanje godinu dana pred investiranje. Stranim ulagačima se garantuje zaštita od eksproprijacije imovine, a ukoliko je ona nužna u nacionalnom interesu imaju pravo na nadoknadu u iznosu od pune tržišne cijene. U slučaju promijene Zakona o stranim ulaganjima nakon izvršenog ulaganja, strani ulagači imaju pravo na primjenu riješenja koja su za njih povoljnija u starom ili novom zakonu.

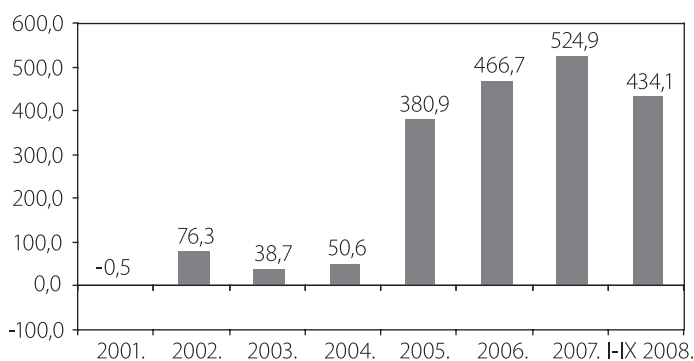
Po trenutnoj regulativi strana lica mogu bez ograničenja sticati prava vlasništva nad stanovima i poslovnom prostorom, a sticanje vlasništva nad zemljištem je ograničeno na pravna lica radi obavljanja djelatnosti. Upravni sud Crne Gore je sredinom 2007. godine, donio odluku da prema odredbama Zakona o osnovama svojinsko-pravnih odnosa strano fizičko lice ne može steći pravo svojine na zemljištu. To je otvorilo problem pravne nesigurnosti, jer se veliki broj stranih lica već bio uknjižio kao vlasnik zemljišta. Ovo pitanje je vrlo različito rješavano u različitim zemljama, a Sporazumom o stabilizaciji i pridruživanju predviđeno je će Crna Gora državljanima članica EU obezbijediti nacionalni tretman po pitanju sticanja nekretnina na njenoj teritoriji. Po Uredbi o određivanju organa državne uprave nadležnih za davanje objašnjenja i mišljenja u postupku prava svojine na nepokretnostima stranih lica koja obavljaju djelatnost na teritoriji Crne Gore (Sl. list RCG, 34/05) mišljenje je da nepokretnost koja se stiče ugovorom neophodna za obavljanje djelatnosti stranog pravnog lica daje Ministarstvo finansija na zahtjev nadležnog organa, odnosno zainteresovanog lica. Takođe, treba istaći da je u toku rad na novom Zakonu o osnovama svojinsko-pravnih odnosa, koji bi trebao da se opredijeli po ovim pitanjima.

3.3. Tokovi SDI

Crna Gora bilježi izuzetno visok priliv neto stranih direktnih investicija od 2005. godine (grafik br. 3.8) i od tada se nalazi u vrhu evropskih privreda u tranziciji. U cilju privlačenja stranih investitora Crna Gora je kreirala atraktivan pravni okvir koji uključuje „nacionalni tretman stranaca“, što znači da strani investitori imaju ista prava kao i domaći. Zakonom su takođe predviđene razne mjere kojim se podstiču investitori da investiraju u Crnoj Gori.

U periodu 2001 - septembar 2008. godine priliv SDI u Crnoj Gori je kumulativno iznosio 2,89 milijardi eura. U narednom period očekuje se realizacija značajnih infrastrukturnih projekata, zatim projekata u oblasti turizma i ostalim oblastima. Izvjesno je da će Crna Gora još duži vremenski period imati visok priliv SDI imajući u vidu još uvijek neiskorišćene značajne potencijale za privlačenje SDI naročito u oblasti turizma (Valdanos, Jaz, Buljarica, Velika plaža i dr.).

Grafik 3.8: Neto priliv SDI (u mil. eura)



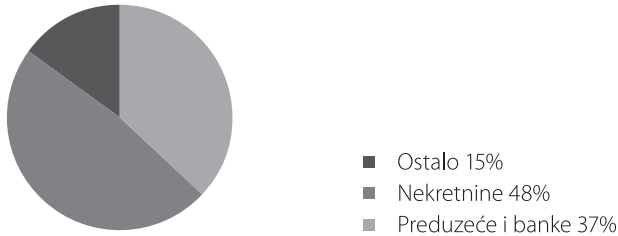
Izvor: CBCG

Tabela 3.1: Bruto priliv SDI u eurima

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I-IX 2008.
Ulaganja u preduzeća i banke	4.704.350	76.386.802	38.482.634	41.783.604	322.392.288	252.076.604	377.589.177	226.292.346
Prod udio u drug. dom. Pred						6.063.943	-	459.955
Prod nepokretnosti u inostranstvu						1.162.289	61.930	1.483.835
Interkompanijski dug						45.146.178	115.674.823	172.629.042
Smanjenje kapitala u inostranstvu						2.004.873	-	2.211.965
Prodaja nekretnina	-	-	5.315.350	10.868.089	70.333.388	337.879.347	514.357.980	265.421.078
UKUPNO	4.704.350	76.386.802	43.797.984	52.651.693	392.725.676	644.333.236	1.007.683.910	668.498.221

Izvor: CBCG

Napomena: od 2006. godine je promijenjena metodologija registrovanja priliva SDI, tako da je do 2006. godine interkompanijski dug uključen u Ulaganja u preduzeća i banke

Grafik 3.9: Struktura priliva SDI u periodu 2006 – septembar 2008. godine (u %)

Izvor: CBCG

Kada je u pitanju priliv SDI možemo izvući sljedeće zaključke:

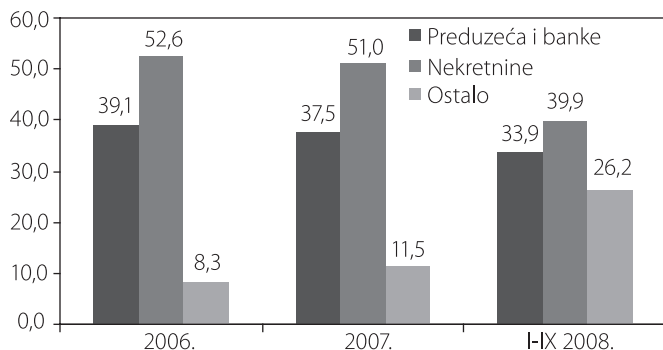
- da je značajan dio priliva SDI realizovan u nekretnine (naročito u 2006. i 2007. godini),
- da još uvijek dominiraju SDI povezane sa procesom privatizacije, dok su *greenfield* investicije još uvijek relativno malo zastupljene⁸,
- da je najveći iznos SDI bio usmjeren prema turizmu, bankarstvu, industriji i telekomunikacijama i
- da se struktura stranih direktnih investicija postepeno popravlja u 2008. godini preko opadanja učešća SDI u nekretnine, a rasta u realni sektor.

Mnoge analize već su pokazale da između stranih direktnih investicija i privrednog rasta postoji direktna i značajna interakcija, no sama struktura investicija mnogo je značajnija od samog iznosa pristiglih sredstava. Evidentno je, u zadnjih par godina, da je najveći predmet interesovanja inostranih investitora u Crnoj Gori bila oblast nekretnina. Tako se u 2006. godini, od ukupnog priliva stranih direktnih investicija čak 52,6% odnosilo na nekretnine. Ulaganje u nekretnine ima značajnih pozitivnih efekata na privredu Crne Gore kako direktnih kroz punjenje budžeta preko plaćanja raznih administrativnih taksi (za građevinske i druge dozvole za gradnju), jednokratnog upošljavanja domaće građevinske operative, potrošnje domaćih proizvoda neophodnih za izgradnju nekretnina itd, tako i indirektnih npr. u slučajevima produktivnog ulaganja sredstava dobijenih

⁸ Prema procjeni MMF-a green field investicije su predstavljale manje od 10% ukupnih stranih direktnih investicija (Izvor: Montenegro Selected Issues, MMF, 2008).

od prodaje nekretnina od strane rezidenata. Međutim, mnogo su značajnija i uticajnija kako na privredni rast tako i na rast produktivnosti ulaganja u preduzeća i banke što dovodi do otvaranja novih radnih mjesta i povećanja zaposlenosti na duži rok. Stoga ohrabruje činjenica da se polako mijenja učešće stranih investicija u korist ulaganja u preduzeća i banke. Naročito je značajan porast priliva sredstava u obliku interkompanijskog duga (na grafiku koji slijedi stavka interkompanijski dug prikazan je stubićem „Ostalo“ i čini, za devet mjeseci o.g. 50% „Ostalih ulaganja“)

Grafik 3.10: Kretanje strukture priliva SDI u periodu 2006 – septembar 2008. godine (u %)



Izvor: CBCG

3.4. Regionalna struktura priliva SDI

Kada je u pitanju porijeklo stranih direktnih investicija treba imati u vidu da se priliv stranih direktnih investicija prati preko ITRS⁹ sistema. To znači da se kao zemlja porijekla registruje ona zemlja iz koje je došao priliv novca. U savremenim uslovima globalizacije poslovanja to ne mora nužno značiti da je u pitanju i prava zemlja porijekla strane direktne investicije. Multinacionalne kompanije imaju svoje račune u velikom broju zemalja i one uplatu mogu izvršiti iz bilo koje zemlje. Ovo nije problem koji je specifičan samo za Crnu Goru, već i za druge zemlje.

⁹ ITRS – International transaction reporting system.

Kada je u pitanju regionalna distribucija stranih direktnih investicija smatra se da je povoljna situacija ukoliko priliv SDI dolazi iz što većeg broja zemalja, jer je onda zemlja priliva stranog kapitala u manjoj mjeri pod uticajem negativnih konjunkturnih kretanja na pojedinačnim tržištima. Imajući u vidu da su u slučaju Crne Gore strani investitori došli iz 107 zemalja (od 2001. godine) možemo tekuću situaciju označiti kao izuzetno povoljnu. Ulaganja iz 46 zemalja je bilo manje od milion eura, tako da su ulagači iz 61 zemlje uložili više od milion eura, što je i dalje izuzetno visoka regionalna diverzifikovanost priliva stranih direktnih investicija. Nešto je nepovoljnija situacija ukoliko se posmatra ukupan iznos priliva iz 10 zemalja koje su najviše investirale u Crnu Goru, jer na njih otpada 73% ukupnog bruto priliva SDI. Od ukupnog bruto priliva SDI u periodu 2001 – jun 2008. godine iznosi svega 77,77 miliona eura, ili 2,89% je uplaćeno iz off-shore destinacija.

U sljedećoj tabeli je prikazano deset zemalja najvećih stranih direktnih investitora u periodu 2001. godina – jun 2008. godine, a lista svih zemalja stranih direktnih investitora je data u Aneksu.

Tabela 3.2: Deset zemalja najznačajnijih stranih investitora

Zemlja porekla SDI	Priliv u milionima eura
Ruska federacija	348,5
Mađarska	323,4
Velika Britanija	257,2
Švajcarska	227,4
Kipar	213,5
Austrija	199,2
Slovenija	115,3
Njemačka	112,7
Srbija*	110,3
SAD	77,1
Ukupno 10 zemalja	1984,6

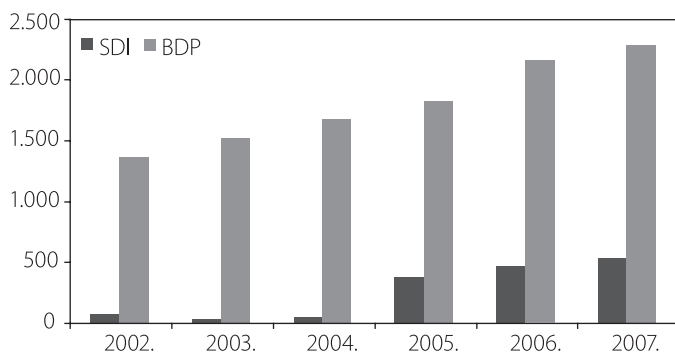
* Dio stranih direktnih investicija Srbije iz perioda zajedničke države nije registrovan kao SDI.

Izvor: CBCG

3.5. Efekti priliva SDI

Priliv SDI je faktor koji je u velikoj mjeri uticao na ekonomski razvoj. Crna Gora nema dovoljne izvore sopstvene akumulacije stoga je u velikoj mjeri usmjerena na priliv strane akumulacije. Na rast BDP-a je uticao veliki broj faktora, a priliv SDI je svakako jedan od značajnijih faktora. Na sljedećem grafiku je prikazana veza između kretanja priliva SDI i kretanja BDP-a. Grafik jasno potvrđuje prethodno iznijetu hipotezu da su SDI jedan od važnih pokretača privrednog rasta.

Grafik 3.11: Međuzavisnost između priliva SDI i BDP-a (u mil. eura)



Izvor: CBCG i Monstat

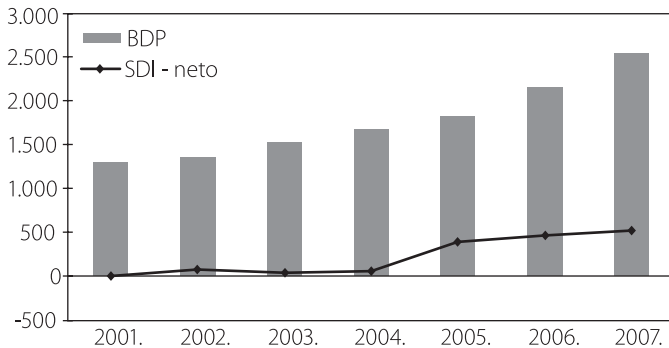
Napomena: BDP za 2007. godinu je procjena

Takođe, treba imati u vidu da između realizacije SDI i njenog efekta na ekonomski rast postoji određeno vremensko kašnjenje. Ono je posljedica činjenice da je potreban određen vremenski period da bi se aktivirala investicija, što znači da se u narednom periodu mogu očekivati značajni efekti kao rezultat aktiviranja tekućih SDI.

Obije varijable, kako neto priliv SDI tako i vrijednost nominalnog BDP-a Crne Gore pokazuju sličan, uzlazni trend. Imajući u vidu da su raspoloživi podaci na godišnjem nivou za svega sedam godina, nije moguće sprovesti test stacionarnosti, ali na osnovu grafika očito je da se radi o nestacionarnim serijama koje u perspektivi treba analizirati preko stopa rasta. BDP i neto SDI Crne Gore pokazuju snažnu visoku i pozitivnu korelaciju koja postoji između ove dvije varijable,

od 0,92 (imajući u vidu da se koeficijent korelacije kreće između -1 i 1), što je u skladu sa preovladavajućom ekonomskom teorijom o pozitivnom uticaju priliva SDI na privredni rast (Romer, 1993), čiji je osnovni zaključak baziran na ideji da priliv SDI obezbjeđuje kvalitetan prenos tehnologije i know-how-a, povećavajući produktivnost u zemljama primaocima SDI.

Grafik 3.12: Trend kretanja SDI i nominalnog BDP-a u Crnoj Gori za period 2001-2007.



Izvor: CBCG, 2008

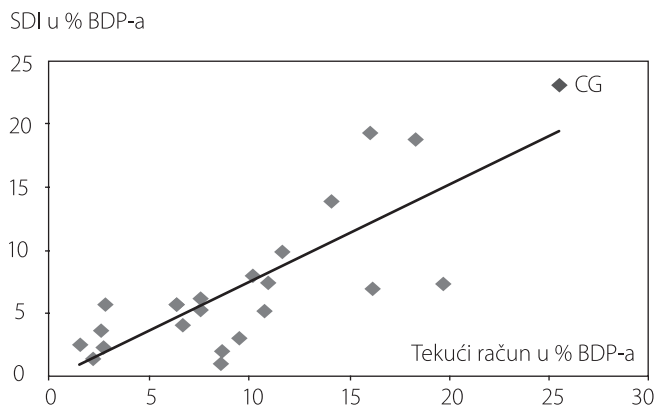
Visok priliv SDI je imao značajne efekte na rast depozita i samim tim na razvoj bankarskog sistema, ali i tržišta kapitala. Efekat na rast depozita je bio dvostran. Sa jedne strane kao rezultat prodaje imovine i nekretnina dio dobijenog novca je polagan u bankarski sistem u vidu depozita. Sa druge strane kroz proces stranog investiranja na crnogorsko tržište su dolazile kredibilne strane firme koje su postale značajan klijent bankarskog sistema i kao deponent i kao korisnik kredita.

Proces stranog investiranja je imao značajan efekat i na budžet. Proces stranog investiranja je uticao sa jedne strane na rast ekonomske aktivnosti i po tom osnovu na rast poreskih prihoda, a sa druge strane kroz proces stranog investiranja sačuvan je značajan broj radnih mjesta, čime je olakšana situacija državnih fondova.

Međutim, strane direktne investicije su imale i neke negativne efekte. Tako, na primjer strane direktne investicije su direktno uticale na rast deficita tekućeg računa platnog bilansa. Sa jedne strane to je posljedica ubrzanog razvoja, jer

su strani investitori vršili dodatna ulaganja u preduzećima koja su kupili, da bi povećali njihov nivo konkurentnosti. Tako na primjer, strani investitori koji su kupili hotele su uvozili građevinski materijal, namještaj, enterijer i drugo da bi rekonstruisali i modernizovali hotel. Posle izvesnog vremenskog perioda ove investicije bi trebale da imaju značajne pozitivne efekte na privredni rast. Drugi tok je bio posljedica činjenice da je veliki broj pojedinaca prodajom nekretnina značajno povećao svoj nivo životnog standarda. U takvim uslovima došlo je do značajnog rasta potrošnje automobila, opreme za domaćinstva i slično. U pitanju su trajna potrošna dobra koja se ne proizvode u Crnoj Gori, tako da je rezultat bio rast uvoza. Međuzavisnot između stranih direktnih investicija i uvoza nije specifična samo za Crnu Goru, već i za druge privrede u tranziciji. Kretanje korelacije između priliva SDI i rasta deficita tekućeg računa je prikazano na sljedećem grafiku.

Grafik 3.13: Korelacija između priliva SDI i deficita tekućeg računa platnog bilansa



Izvor: Montenegro Selected Issues, MMF, 2008.

Prekomjerno investiranje u pojedinim primorskim opštinama, bez dovoljno poklanjanja pažnje o zaštiti prirodnog ambijenta, je u određenoj mjeri degradiralo prirodno okruženje koje je do sada bilo značajna komparativna prednost Crne Gore.

Posmatrano zadnjih par godina unazad evidentno je interesovanje stranih investitora za sektor takozvanih nerazmjernih dobara – nekretnine, bankarstvo,

telekomunikacije, trgovinu na malo, što sve ima vrlo male efekte na izvoz Crne Gore (izuzev ulaganja u oblast turizma). Iz razvojne perspektive najznačajnije su investicije koje podstiču rast produktivnosti i tehnološki napredak, kojih je za sada još uvijek malo u Crnoj Gori.

Na kraju treba imati u vidu da je na kretanje stranih direktnih investicija u velikoj mjeri uticala pozitivna globalna konjunktura. Pojava globalne finansijske krize koja utiče na poslovanje velikog broja firmi, širom svijeta, i koja će voditi do negativnog efekta blagostanja neminovno će imati negativni efekat na privlačenje stranih direktnih investicija u narednom periodu.

3.6. Perspektive SDI u narednom periodu

Sve prognoze govore da će globalna finansijska kriza uticati na tokove stranih direktnih investicija u 2009. godine. Prognoze o smanjenju priliva su različite i kreću se u rasponu od 30% do čak 50%. Kada je u pitanju Crna Gora potencijal za priliv SDI nije iskorišćen i realno je očekivati u narednom periodu visok priliv SDI. Naravno ne može se isključiti mogućnost da jedan broj stranih investitora koji su planirali da dođu u Crnu Goru odloži svoje investiranje za neki naredni period usled činjenice da će u sljedećoj godini biti smanjena dostupnost kredita na globalnom nivou, kao i da će oni biti skuplji. Treba biti svjestan činjenice da se najveći dio stranih investicija finansira iz kredita, a da globalno okruženje nije povoljno. To ne znači da će ovi investitori otići u neku drugu zemlju ili izgubiti trajno interes za Crnu Goru, već da će na određeni period odložiti svoje investiranje.

Realno je očekivati da će Crna Gora i sljedeće godine imati visok priliv SDI i da će biti u vrhu Evropskih privreda u tranziciji. Za značajan dio stranih investicija već su obezbijedena finansijska sredstva. Takođe, postoji veliko interesovanje i najave investitora iz velikog broja zemalja da su zainteresovani da dođu da investiraju (boks br. 1). Ipak, treba biti svjestan da najava i izraženo interesovanje za investiranje ne mora značiti da će se predmetna investicija i realizovati.

Box 1: Najave i izraženo interesovanje stranih investitora

1. Mađarski Trigranit zainteresovan je da investira u izgradnju ekskluzivnog naselja na Velikoj plaži u Ulcinju, kao i za investicije na drugim lokacijama na primorju i Skadarskom jezeru.
2. Predstavnici konzorcijuma nekoliko stranih kompanija (londonske „Deloitte&Touche“, njemačke „Deutsch bank“, izraelske kompaniji „Šafira“ i više investitora iz Italije i zemalja zapadne Evrope) izrazili su interesovanje za projekat povećanja površine obale u Igalu u dužini od 3,3 km i izgradnju 35 novih hotela.
3. Arapska investiciona grupa Capital investment je izrazila interes za ulaganje u više objekata u Podgorici. Šeici Abu Dabija su već ranije iskazali interesovanje za ulcinjsku Veliku plažu, projekat vrijedan desetak milijardi dolara, gdje bi gradili turistički kompleks.
4. Predstavnici Vlade Crne Gore i konzorcijuma koji predvodi Invest banka Montenegro potpisali su ugovor o kupoprodaji i investiranju u Vojno-medicinski centar Meljine. Ugovorom je predviđeno da novi vlasnik u taj kompleks investira najpre oko 120 miliona eura, a u narednih pet godina oko 100 miliona evra.
5. Kompanija kanadskog milijardera Pitera Manka, „Adriatic Marinas“ planira da u naredne četiri godine izgradi ekskluzivan nautički centar vrijedan 600 miliona eura.
6. Državna češka elektroenergetska kompanija „Čez“ zainteresovana je za Elektroprivredu Crne Gore. Interesovanje za Elektroprivredu je izrazila i Belgijska kompanija „Bel“.
7. Kompanija „Sonuba Montenegro“, razmatra izgradnju ekskluzivnog hotelsko-turističkog kompleksa u uvali Maljevik nedaleko od Sutomora. Investitor planira da izgradi hotelske kapacitete površine 80 hiljada kvadrata, apartmane ukupne površine 130 hiljada kvadrata i vile za rentiranje ukupne površine 50 hiljada kvadrata. Gradiće marinu i prateće ugostiteljske objekte kategorizacije četiri i pet zvjezdica.
8. Ruska elektroprivreda RAO UES zainteresovana je za ulaganja u elektro-energetski sektor. Preferirani model ulaganja podrazumeva formiranje zajedničkog preduzeća – mješovitog holdinga, koje bi gradilo nove izvore energije i revitalizaciju postojećih kapaciteta. Kao investitor u Crnoj Gori pojavila bi se ćerka kompanija ruske elektroprivrede Inter RAO UES.
9. Najveća američka kompanija za izgradnju golf terena i hotelskih kapaciteta, Lendmark Lend zainteresovana je za izgradnju hotelsko-turističkih kapaciteta i golf terena na Ada Bojani, Jazu, Velikoj plaži i Buljaricama.
10. Irska kompanija „United Entertainment Partners“ razmatra da u Kotoru izgradi tri hotela sa pet zvjezdica.
11. Holandska kompanija „Limon Investment“ razmatra da na poluostrvu Luštica izgradi luksuzne golf terene.

12. Poznata špansko-njemačka korporacija „Iberostar“ i njen crnogorski partner „Belvi hotels group“ planiraju da u Crnoj Gori preuzmu još deset hotela čime bi postali najveći hotelski lanac na Jadranu.
13. Skandinavska korporacija „Wild beauty development“, odnosno njena crnogorska filijala „KGM corp“, planira izgradnju turističkog kompleksa i golf terena, u uvali Dobreč na Luštici.
14. Slovenački „Petrol bonus“ i Montenegro bonus planiraju da u narednih pet godina otvore najmanje dvadeset benzinskih pumpi, izgrade skladište za naftne derivate, savremenu laboratoriju, uvedu sistem skladištenja obaveznih rezervi i plinifikaciju odnosno gasifikaciju Podgorice.
15. Investitori iz Austrije su uradili studiju izvodljivosti za izgradnju žičare od Kotora do Lovćena, u čijem investiranju bi učestvovali.
16. Londonska „Liberti grupa“ razmatra gradnju valjaonice.
17. „Egipatski investitor Joud Real Estate Fund“ i njihova povezana kompanija Monte Mena iz Podgorice objavili su prodaju 160 stanova i 23 vile koje će biti izgrađene na atraktivnoj lokaciji Skočičevojka u blizini Svetog Stefana
18. Grupa Mirax u Budvi gradi stambeno-hotelsko naselje Astra Montenegro s dva luksuzna hotela i 40 elitnih vila, koje će se prostirati na 66 hiljada kvadratnih metara. Na ovom mjestu biće izgrađeno 570 soba i apartmana u dva hotela, od kojih će jedan imati 27 spratova, drugi šest, a oba će imati šest zvjezdica.
19. Srpski biznismen Filip Cepter najavio je da će, ukoliko pobijedi na tenderu za privatizaciju Instituta „Dr. Simo Milošević“ u Igalu uložiti 150 miliona evra.

4. Zaključna razmatranja

Posljednjih godina strano investiranje bilježi veliku ekspanziju u svjetskim razmjerama. Tako su strane direktne investicije povećane sa 400 milijardi dolara koliko su iznosile 2000. godine na 1.833 milijarde dolara u 2007. godini.

Većina prognoza ukazuje da će pod uticajem globalne finansijske krize doći do usporavanja priliva stranih direktnih investicija u narednoj godini.

Strane direktne investicije su jedan od najvažnijih pokretača privrednog razvoja Crne Gore. Crna Gora do 2005. godine nije bila atraktivna destinacija za strane investitore, a od 2005. godine postaje jedna od najatraktivnijih Evropskih destinacija. Od 2001. godine kumulativan priliv SDI iznosio je 2,89 milijardi eura.

Prema neto prilivu SDI per capita u periodu 2005. – 2007. godine Crna Gora je druga u grupi evropskih privreda u tranziciji, poslije Estonije. Prema učešću neto priliva SDI u BDP-u, u istom periodu, Crna Gora je prva u grupi evropskih privreda u tranziciji. U prvih devet mjeseci 2008. godine neto priliv SDI je bio veći za 15% u odnosu na isti period prethodne godine, tako da će po svemu sudeći u ovoj godini biti premašen rekordan priliv SDI iz prethodne godine.

Visok priliv SDI postoji ukoliko je učešće SDI u BDP-u više od 10%. U posljednje tri godine ono je u Crnoj Gori bilo preko 20%. Faktori koji su najviše uticali na priliv SDI su proces privatizacije i atraktivnost crnogorskog primorja. U strukturi priliva SDI, još uvijek dominiraju ulaganja u nekretnine, a postepeno raste udio ulaganja u preduzeća. Takođe, „greenfield“ investicije su još uvijek u nedovoljnoj mjeri zastupljene, ali iskustva drugih privreda u tranziciji pokazuju da njihovo učešće počinje da značajnije raste tek nakon završetka procesa privatizacije. Grane koje su privukle najviše SDI su: bankarstvo, turizam, industrija i telekomunikacije.

Kada je u pitanju regionalna struktura možemo zaključiti da postoji visoka diverzifikovanost, jer su strani investitori došli iz čak 107 zemalja. Ovakva situacija se može ocijeniti povoljnom, jer ukoliko su ulagači iz velikog broja zemalja, onda je zemlja priliva u manjoj mjeri zavisna od konjunkture na pojedinačnim stranim tržištima.

Pravna regulativa Crne Gore je vrlo liberalna i pogoduje privlačenju SDI. Međutim, treba imati u vidu da danas na svjetskom tržištu postoji „oštra“ konkurencija za privlačenje SDI i da je regulativa vrlo liberalna u svim zemljama koje pretenduju na priliv SDI. Kada je u pitanju regulativa, cijena rada, podsticaji privlačenja SDI i drugi podsticaji oni postaju manje viši slični u većini privreda u tranziciji. Stoga će u narednom periodu faktori od velikog značaja biti makroekonomska stabilnost, funkcionisanje tržišta, biznis barijere na loklanom nivou, funkcionisanje pravnog sistema i institucija i dr.

Priliv SDI je faktor koji je imao veliki uticaj na brz privredni rast, kao i na uspostavljanje makroekonomske stabilnosti. Izuzetno pozitivno je uticao na zaposlenost i na rast budžetskih prihoda, kao i prihoda fondova. SDI su značajno uticale na ubrzanje jednog broja grana poput: turizma, građevinarstva, bankarskog sistema i dr. Visok rast stranih direktnih investicija je i jedan od razloga izuzetno

visokog deficita tekućeg računa platnog bilansa. Globalna finansijska kriza koja će uticati na tokove SDI u svjetskim razmjerama sigurno će uticati i na Crnu Goru. Međutim, realno je očekivati i sljedeće godine relativno visok priliv i da će Crna Gora ponovo biti u vrhu evropskih privreda u tranziciji prema prilivu SDI.

Spisak korišćene literature

1. *Centralna Banka Crne Gore*, 2008, „*Bilten CBCG*“, Podgorica
2. *EBRD*, 2007, „*Transition Report*“.
3. *Međunarodni Monetarni Fond*, 2008, „*World Economic Outlook - Financial Stress, Downturns, and Recoveries*“, Washington
4. *Međunarodni Monetarni Fond*, 2008, „*Regional Economic Outlook – Europe Dealing with Shocks*“, Washington.
5. *Međunarodni Monetarni Fond*, 2008, „*Montenegro – Selected Issues*“, Washington
6. *Romer, P* (1993). „*Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development.*“ *Journal*
7. *Unctad*, 2008, „*World Investment Report 2008*“, *United Nations*.
8. *Unctad*, 2008, „*World Investment Prospects Survey 2008 - 2010*“, *United Nations*.

Spisak upotrijebljenih skraćenica

<i>BDP</i>	<i>Bruto domaći proizvod</i>
<i>CBCG</i>	<i>Centralna banka Crne Gore</i>
<i>EU</i>	<i>Evropska unija</i>
<i>HOV</i>	<i>Hartije od vrijednosti</i>
<i>JIE</i>	<i>Jugoistočna Evropa</i>
<i>MMF</i>	<i>Međunarodni monetarni fond</i>
<i>RCG</i>	<i>Republika Crna Gora</i>
<i>SDI</i>	<i>Strane direktne investicije</i>
<i>SFRJ</i>	<i>Socijalistička Federativna Republika Jugoslavija</i>
<i>SRJ</i>	<i>Savezna Republika Jugoslavija</i>
<i>UNCTAD</i>	<i>United Nations Conference on Trade and Development</i>
<i>ZND</i>	<i>Zajednica nezavisnih država</i>

Anex

Tabela 1: Regionalna struktura bruto priliva SDI

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I-IX 2008.	Ukupno
Australija			226.022		134.925	1.834.575	1.971.415	1.305.319	5.472.255
Austrija	10.827	1.719.931	1.887.372	2.259.000	73.455.563	29.841.825	60.765.059	34.470.294	204.409.871
Belgija		1.016.722	457.598		9.900	1.399.797	1.737.626	1.298.058	5.919.701
Makedonija			70.567		50.172	532.591	3.261.970	669.895	4.585.195
Bosna i Hercegovina	128.520		1.198.061	178.795	4.466.600	1.104.925	5.137.784	6.194.642	18.409.327
Djevičanska ostrva (USD)						19.955	229.260	285.000	534.215
Djevičanska ostrva (GBP)			218.893	700.000	1.035.078	1.994.471	27.106.997	12.767.528	43.822.967
Bugarska				1.750.000	730.000	213.200	164.260	3.029.870	5.887.330
Danska		1.859.446		78.987	767.510	10.323.054	9.692.744	7.603.341	30.325.082
Estonija			269.450	1.810.185	1.727.651	4.861.444	18.556.382	8.889.233	36.114.345
Francuska			36.000	215.599	11.756.512	6.202.067	8.671.421	4.243.977	31.125.575
Grčka		14.885.583	49.925	174.791	133.873	551.041	14.819.700	25.449.742	56.064.655
Holandija	1.695	30.000	1.051.083		170.669	4.389.001	17.334.920	16.384.554	39.361.923
Hong Kong			62.627	90.758	74.875	776.257	2.029.683	2.200.739	5.234.938
Hrvatska		1.000	91.980	57.490	775.849	5.531.819	5.962.669	10.645.961	23.066.768
Irska				164.950	3.909.477	17.037.055	28.452.872	7.210.593	56.774.947
Italija	-516.399	102.260	73.067	269.000	6.343.490	6.156.066	11.872.384	1.421.556	25.721.423
Izrael		757.100		486.630	134.893	477.723	9.585.439	2.006.338	13.448.124
Japan			668.561	1.120.000	2.363.229		10.514.822	1.811.406	16.478.018
Kanada			29.970	143.798	79.190	1.603.150	2.873.983	1.217.820	5.947.912
Kipar		71.456	1.815.821	2.015.284	3.449.577	18.636.978	108.994.331	113.023.001	248.006.448
Kirgistan					124.563	816.011	1.434.996	277.960	2.653.530
Kiribati		11.000					94.000		105.000
Lesoto				15.000					15.000
Letonija			199.925	3.730.673	1.907.343	23.815.176	21.673.548	12.038.141	63.364.805
Liban			559.353				98.582		657.935
Lihtenštajn				200.925	1.097.108	10.924.301	3.785.856	7.865.397	23.873.586
Litvanija				299.825	400.000	17.683.358	17.716.241	8.846.423	44.945.847
Luksemburg			717.581	13.966	1.381.792	10.577.451	6.668.826	3.283.168	22.642.783
Mađarska				2.402.985	147.668.444	118.012.036	29.987.055	26.171.890	324.242.410
Njemačka	1.749.714	20.893.208	5.484.102	7.774.510	5.063.463	26.944.134	38.504.162	17.389.160	123.802.453
Norveška			84.937	6.101	77.000	3.613.859	7.870.980	4.534.987	16.187.864
Panama				1.299.973		646.930	2.054.531	6.718.063	10.719.497
Ruska Federacija	836.874	20.000	220.317	669.760	14.030.235	82.534.966	187.388.328	101.096.226	386.796.706
SAD	1.137.363	603.126	238.194	1.422.025	4.637.394	19.899.907	41.952.448	13.464.454	83.354.910
Slovačka				100.000		554.685	417.851	41.995	1.114.530

Tabela 1: Regionalna struktura bruto priliva SDI - *nastavak table*

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I-IX 2008.	Ukupno
Slovenija	1.335.763	3.753.038	13.233.562	14.068.572	22.899.356	9.877.487	40.249.744	9.990.023	115.407.545
Srbija		521.471	621.316	1.825.002	7.326.408	31.773.166	43.009.959	38.192.106	123.269.429
Švajcarska	19.993	1.170.181	7.568.283	6.603.230	14.601.067	88.473.434	75.111.921	52.235.131	245.783.240
Švedska			64.988	11.795	830.257	1.940.873	1.621.599	370.165	4.839.676
Ukrajina					88.175	1.329.233	3.042.960	2.682.389	7.142.757
Velika Britanija		28.971.281	6.598.430	692.085	36.098.424	65.233.576	70.426.933	60.581.839	268.602.568
Belize					70.000	690.000	1.006.152	1.231.068	2.997.219
Barbados					10.000	550.000	17.587.200		18.147.200
Poljska					25.000	70.636	703.487	278.163	1.077.285
Španija					99.925	742.921	1.705.107	900.740	3.448.693
Bermudi						1.900.173		45.000	1.945.173
Island						1.914.738	3.175.597	1.573.476	6.663.810
Novi Zeland						2.230.910	1.380.244	203.493	3.814.647
Češka						1.074.513	1.161.984	1.153.610	3.390.107
Malta						129.970	2.634.009	193.329	2.957.307
Turska						697.200	3.577.214	5.269.931	9.544.345
Albanija						84.700	192.770	502.635	780.105
Bahrein						107.213		229.915	337.128
Eritreja						7.825			7.825
Koreja (južna)						10.000	86.586		96.586
Kuba						10.000	89.000		99.000
Monako						345.028	1.286.318	100.028	1.731.374
Peru						30.000			30.000
Saudijska Arabija						10.676	669.823		680.500
Sijera Leone						50.000			50.000
Rumunija						561.541	27.600	1.844.675	2.433.816
Bolivija						292.946	34.840		327.786
Kazahstan						157.500	50.015	346.191	553.706
Finska						317.103	612.765	363.124	1.292.992
Makao						17.394			17.394
Mauritanija						54.140			54.140
Sejšeli						37.591	391.975	3.179.880	3.609.446
Vatikan grad država						14.882	67.980		82.862
Madagaskar						200.000			200.000
San Marino						780.830			780.830
Kina						219.904	377.054	573.564	1.170.521
Gvatemala						329.365			329.365
Indija						171.925			171.925
Svazilend						20.100	467.302		487.402
Turks i kaikos ostrva						1.449.600	1.529.245		2.978.845

Tabela 1: Regionalna struktura bruto priliva SDI - *nastavak tabele*

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	I-IX 2008.	Ukupno
Ujedinjeni Arapski Emirati						3.828	12.694.942	12.372.469	25.071.239
Uzbekistan						589.875			589.875
Jermenija						70.000	45.000	12.900	127.900
Sao tome i principe						202.700	403.955		606.655
Sent Vinsent i Grenadini						47.931			47.931
Kuvajt							899.913		899.913
Bjelorusija							114.980	1.064.581	1.179.561
Portugalija							60.000		60.000
Filipini							42.785		42.785
Kajmanska ostrva							666.784	274.974	941.758
Mauricijus							6.000.000	395.000	6.395.000
Maroko							6.490		6.490
Maršalska ostrva							246.550	39.700	286.250
Renion							210.000		210.000
Obala slonovače							45.500		45.500
Tunis							135.620		135.620
Avganistan							3.641.530	60.000	3.701.530
Bahami							50.000	2.317.258	2.367.258
Singapur							223.882	2.392.945	2.616.828
Surinam							7.206		7.206
Gruzija							124.515		124.515
Tajvan							50.925		50.925
Gibraltar					320.689		57.500		378.189
Južna Afrika							7.100		7.100
Jordan							29.895		29.895
Andora							258.335		258.335
Angvila								185.000	185.000
Egipat								3.460.035	3.460.035
Nova Kaledonija								12.537	12.537
Zambija								13.620	13.620
Ostalo					22.400.000				22.400.000
UKUPNO	4.704.350	76.386.802	43.797.984	52.651.693	392.725.676	644.333.236	1.007.683.909	668.498.221	2.890.781.871

IV

**ANALIZA TRŽIŠTA
NEKRETNINA**

Nikola Fabris, Zorica Kalezić

1. Uvod

Kretanje cijena nekretnina je jedan od faktora koji može u velikoj mjeri uticati na finansijsku stabilnost. To može najbolje potvrditi primjer globalne finansijske krize koja je započela na američkom hipotekarnom tržištu i proširila se na ostatak svijeta. Tekuća kriza je rezultirala u zatvaranju preko 100 hipotekarnih banaka u Americi, a prema procjeni MMF-a globalni gubici kao posledica krize prešli su iznos od 660 milijardi dolara. Stoga pojava cijenovnih mjehurića na tržištu kapitala može biti značajna prijetnja i finansijskoj stabilnosti i bankarskom sistemu.

Cijene nekretnina su u poslednjih nekoliko godina značajno porasle u Crnoj Gori. Međutim, za razliku od crnogorskog tržišta kapitala, koje je institucionalno uređeno, i čije se kretanje lako može pratiti, tržište nekretnina kako sa strane ponude, tako i tražnje predstavlja neuređeno tržište sa stanovišta statističke obrade. Kako ne postoji zvanična statistika kretanja cijena na ovom tržištu, kao i imajući u vidu novu ustavnu ulogu CBCG, održavanje finansijske stabilnosti, riješili smo da počnemo da pratimo i kretanje cijena na ovom segmentu tržišta. Takođe, posmatrano sa stanovišta dugoročnog i održivog rasta crnogorske ekonomije neophodno je detaljno pratiti ovo tržište.

U tom pravcu, CBCG je prošle godine započela sa izradom hedoničkog indeksa koji na polugodišnjem nivou pokriva tržište Podgorice (koje čini oko 63% ukupnog tržišta stambenih objekata u Crnoj Gori)¹⁰. Međutim imajući u vidu da je rast tržišta nekretnina na crnogorskom primorju bio najizraženiji, smatrali smo neophodnim da izvršimo analizu o kretanju cijena nekretnina na crnogorskom primorju, kao i da uradimo komparativnu analizu cijena sa cijenama nekretnina u regionu, sa posebnim osvrtom na hrvatsko i albansko primorje kao destinacije postojeće i buduće konkurencije.

¹⁰ Uprava za nekretnine Crne Gore, jul 2007

Prilikom praćenja kretanja cijena nekretnina na crnogorskom primorju primijenjen je hedonički indeks, a cijene su praćene u tri primorska grada: Budvi, Herceg Novom i Tivtu. Hedonički indeks je baziran na ponudi, odnosno ponuđenim cijenama agencija za nekretnine, tako da odgovarajući indeks do određene granice ima potencijalnu preciznost realne tržišne cijene.

Kao generalni zaključak nameće se da su cijene na crnogorskom primorju iznad realnih u odnosu na region. Osnovni izvori rasta cijena nekretnina u periodu 2005-2007.g. su bili: velika inostrana tražnja, rast dohotka stanovništva uz rast odobrenih stambenih kredita, pad kamatnih stopa, rast tržišta kapitala. Međutim, većina ovih faktora, stagniraju ili slabe u 2008 godini.

Posebno se zahvaljujemo Poreskoj upravi Crne Gore na podacima koje nam je dostavila, koji su bili od velikog značaja za izradu ove studije.

2. Tržište nekretnina – potražna strana

Tržište nekretnina na crnogorskom primorju počelo je da se razvija intezivno od sredine 2004. godine. Uporedo sa uspostavljanjem makroekonomske stabilnosti, rasta standarda stanovništva, razvoja bankarskog sektora, razvoja tržišta kapitala kao i uređenja vlasničkih odnosa putem usvojenih i sprovedenih zakona rasla je i potražnja za nekretninama u primorskim regijama, koja je dovela do značajnog povećanja cijena nekretnina u samo dvije godine. Međutim, u posljednjih pola godine došlo je do zasićenja tržišta, prije svega uslijed precijenjenosti sadašnjih cijena, kao i rasta konkurencije u regionu.

Najznačajniji uzrok rasta cijena nekretnina na crnogorskom primorju je priliv stranih direktnih investicija u ovom sektoru, odnosno velika tražnja nerezidenata za stambene objekte na crnogorskom primorju. Crna Gora je podsjetimo se u proteklih 3 godine profilisala kao zemlja koja spada među top 5 turističkih destinacija, posmatrano sa stanovišta najbrže rastućih tržišta. Ujedno, eksplicitno opredjeljenje Vlade je da sektor turizma predstavlja osnovnu razvojnu granu Crne Gore.

Međutim, u analizi kretanja cijena nekretnina na crnogorskom primorju najveću prepreku predstavlja dostupnost podataka o kretanju ponude nekretnina u Crnoj Gori tako da se u analizi tržišta nekretnina oslanjamo uglavnom na potražnu

stranu, odnosno analizu faktora koji utiču na kretanje tražnje na tržištu nekretnina u Crnoj Gori.

Kao četiri važna faktora koja su uticala na kretanja na ovom tržištu mogu se navesti: (i) makroekonomska stabilnost – rast BDP-a, pad inflacije, rast zarada i zaposlenosti, (ii) razvoj bankarskog sektora, (iii) priliv stranih direktnih investicija u nekretnine (iv) liberalizacija poreske politike kroz liberalizaciju Zakona o stranim ulaganjima, Zakona kapitalnim i tekućim transakcijama i Zakon o porezu na promet nepokretnosti.

2.1. Makroekonomska stabilnost

U periodu 2005-2007 osnovne karakteristike makroekonomskih kretanja u Crnoj Gori bili su: (i) ubrzanje realnog privrednog rasta sa 4,2% u 2005. na 8,6% u 2006. godini i 8,2% u 2007. godini; (ii) odražavanje inflacije na niskom nivou u 2006. godin (2%) i njeno povećanje u novembru 2007. godine na 8%, (iii) brzo i stalno smanjivanje stope nezaposlenosti od 18,5% u 2005. na 14,7% u 2006. i 11,9% u decembru 2007. godine. Ovi pozitivni trendovi su se odrazili na rast tražnje za nekretninama kako domaće, nastale kao posljedica efekta blaogostanja (koji je rezultat rasta zaposlenosti i zarada), tako i inostrane. U toku 2008. godine snažan trend rasta BDP-a se nastavio i iznosio je 8% za prvih šest mjeseci 2008. godine.

Tabela 4.1: Makroekonomski pokazatelji

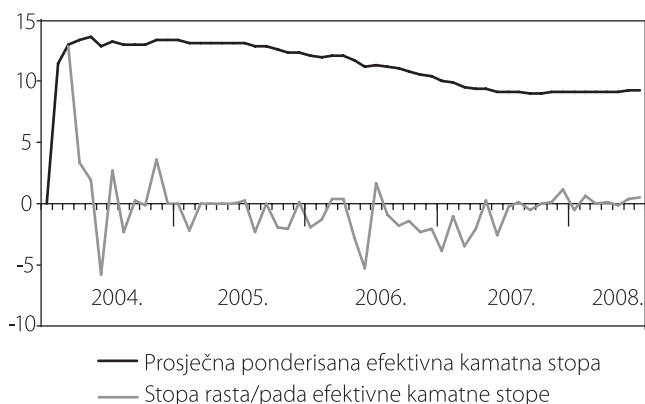
	2005.	2006.	2007.	2008. 6 mj.
BDP u tekućim cijenama, mil. EUR	1.815,00	2.148,90	2.422,8	1366,9
Realni BDP, mil. EUR	1.739,6	1970,5	n.a.	-
Rast realnog BDP, %	4,2	8,6	8,2	8%
BDP/pc	2.912	3.443	3869	-
Rast zaposlenosti (osobe), %	0,61	4,46	3,72	-
Stopa nezaposlenosti, %	18,5	14,7	11,9	11,02
Spoljni dug, % BDP	28,3	23,5	19,1	16,3
Neto strane direktne investicije, tekuće prilivcijene, mil. €	380,1	466,70	524,88	311,5
Neto strane direktne investicije, % BDP	20,9	21,7	21,6	22,8

Izvor: MONSTAT, CBCG, Ministarstvo finansija, 2008.

2.2. Razvoj bankarskog sektora i razvoj tržišta kapitala u Crnoj Gori

Jedan od značajnijih elemenata koji utiče na kretanje tražnje za nekretninama u Crnoj Gori je i kretanje kamatne stope na odobrene stambene kredite, koje je kompatibilno sa razvojem bankarskog sektora. Kamatna stopa (efektivna i nominalna aktivna) na kredite počevši od 2003. godine pa do 2008. godine je padala u prosjeku za dva p.p. što je uticalo i na rast odobrenih stambenih kredita. Imajući u vidu da CBCG ne raspolaže statistikom o prosječnoj efektivnoj aktivnoj kamatnoj stopi na stambene kredite, aproksimacija kretanja ove kamatne stope se može vidjeti kroz kretanje aktivne efektivne i nominalne kamatne stope od 2003 - jun 2008. godine. Najveći pad efektivne kamatne stope od 5,73% desio se u maju mjesecu 2004. godine kada je efektivna kamatna stopa pala za 0,83 p.p. u odnosu na prethodni mjesec. Kamatna stopa je od januara mjeseca 2005. godine do juna mjeseca 2008. godine, pala za 42,9% (sa 13,8% na 9,23%). Istovremeno sa padom efektivnih kamatnih stopa rastao je broj odobrenih stambenih kredita kao i njihovo učešće u ukupnim kreditima odobrenih stanovništvu, i može se očekivati nastavak ovog trenda. Broj pojedinaca sa visokim platama je sve veći, tako da se otvara mogućnost da veći broj građana postane kreditno sposoban za otplatu stambenih kredita.

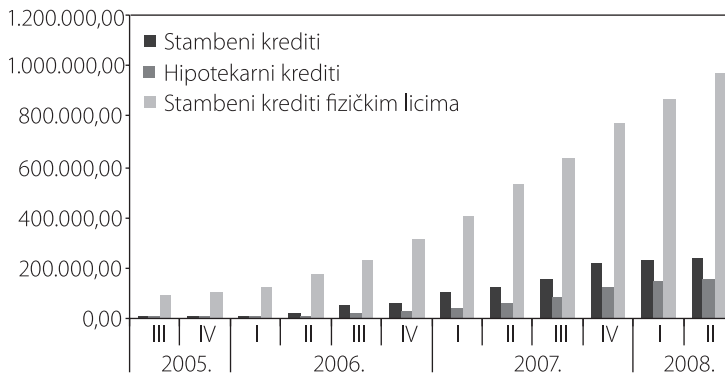
Grafik 4.1: Kretanje efektivne ponderisane kamatne stope i kretanje stope rasta efektivne kamatne stope



Izvor: CBCG, 2008.

Od trećeg kvartala 2005. godine¹¹ do drugog kvartala 2008. godine, stambeni krediti su porasli 36,7 puta dok su u istom periodu ukupni krediti dati fizičkim licima porasli 10,62 puta. Tako je učešće stambenih kredita u ukupnim kreditima odobrenih fizičkim licima sa 7,25 % porastao na 25,02%, u drugom kvartalu 2008. godine, odnosno sa 13,36% na 41,46%¹². Ovi podaci pokazuju da tražnja za stambenim kreditima dinamično raste, što je faktor rasta tražnje za stanovima, kao i faktor koji utiče na rast cijena nekretnina.

Grafik 4.2: Kretanje stambenih kredita i hipotekarnih kredita u ukupnim kreditima odobrenih fizičkim licima

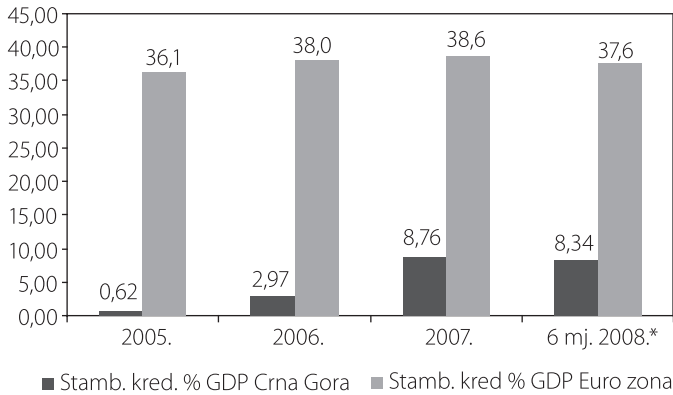


Izvor: CBCG, 2008.

Iako je rast stambenih kredita u Crnoj Gori bio izrazit u protekle dvije godine ipak, u odnosu na Euro zonu, posmatrano sa stanovišta njihovog učešća u BDP-u, daleko je ispod nivoa Euro zone. Tako je u 2007. godini učešće stambenih kredita odobrenih u Euro zoni iznosilo 37,6%, što je značajno više u odnosu na Crnu Goru, gdje je to učešće bilo svega 8,76%. Ovi podaci navode na nedvosmislen zaključak da postoji dalji značajan prostor za rast stambenih kredita, a tako i za rast tražnje za stanovima.

¹¹ Od trećeg kvadrata 2005. godine CBCG je počela sa izradom statistike stambenih kredita.

¹² Ukoliko pod stavkom stambenih kredita osim osnovnih stambenih kredita ubrojimo i hipotekarne kredite.

Grafik 4.3: Učešće stambenih kredita u BDP-u, Crna Gora i Euro zona, %

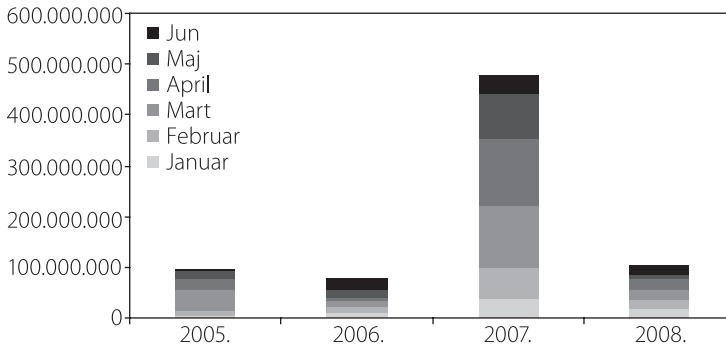
Izvor: CBCG, ECB, Jul 2008

Paralelno sa razvojem bankarskog sektora došlo je do ubrzanog rasta tržišta kapitala. Tako je promet ostvaren na crnogorskim berzama u 2007. godini bio gotovo duplo veći u odnosu na 2006. godinu, i iznosio je 727 miliona eura. U odnosu na 2005. godinu promet je bio 3 i po puta veći. Od ukupno ostvarenog prometa na primarni promet se odnosilo svega 2,1%. Između tržišta kapitala i tržišta nekretnina, naročito tokom 2007. godine došlo je do izuzetne povezanosti. Naime, novac od prodaje nekretnina mnogi su uložili na berzi, dok su visoki prinosi sa berze ujedno služili kao finansijska podloga za kupovinu nekretnina i njihovu preprodaju.

Rast nekretnina na primorju odgovarao je rastu indeksa na tržištu kapitala. Tako su tokom 2007. godine sva tri indeksa zabilježila značajan rast. Indeks Moste je porastao za 77,1%, indeks NEX20 je porastao za 89,3%, dok je indeks NEX PIF porastao za 120,8% u odnosu na kraj prethodne godine. Maksimalne vrijednosti u 2007. godini dva indeksa su dostigla u maju Moste i NEX20, a NEXPIF u avgustu. U odnosu na maksimalne vrijednosti indeksi su na kraju 2007. godine zabilježili pad: Moste (33,7%), NEX20 (29,7%) i NEXPIF (22,7%). U prvom polugodu 2008. godine nije bilo većih investicija na tržištu kapitala koje bi pogurale tržište u novi ciklus rasta. Uz to prisutni politički rizici u okruženju dodatno su stvarali nepogodno tle za nove investicije. Na pad cijena hartija od vrijednosti, takođe je uticalo aktiviranje lombardnih kredita koje su građani tokom 2007. godine mahom uzi-

mali da bi participirali na tržištu. Stoga se može izvući nedvosmislen zaključak da kriza na tržištu kapitala utiče na opadanje prometa i cijena nekretnina.

Grafik 4.4: Promet na crnogorskim berzama u prvih 6 mjeseci u 2005, 2006, 2007 i 2008. godini



Izvor: Montenegroberza i Nex Montenegro berza

2.3. Priliv stranih direktnih investicija u nekretnine

Jedan od najznačajnijih faktora koji je uticao na kretanje tržišta nekretnina u Crnoj Gori od sredine 2004. godine predstavlja visok priliv stranih direktnih investicija u nekretnine. Poslije otkrivanja Hrvatske, sa uspostavljanjem makroekonomske stabilnosti, Crna Gora je postala jedno od najatraktivnijih tržišta za strane investitore. Liberalan Zakon o stranim direktnim investicijama, Zakon o tekućim i kapitalnim transakcijama i Zakon o porezu na promet nepokretnosti, dodatno su stimulisali priliv stranih direktnih investicija u Crnu Goru.

U analizi smo prevashodno zainteresovani za dvije kategorije: (i) prodaja nekretnina u Crnoj Gori nerezidentima i (ii) prodaja nepokretnosti u Crnoj Gori od strane nerezidenata. Stopa rasta prodaje nekretnina nerezidentima je u periodu 2004-2008. godine iznosila: 104,4% (2004.godine), 547,16% (2005.godine), 382,05% (2006.godine) i 51,27% (2007.godine). Sa druge strane, odliv stranih direktnih investicija po osnovu prodaje nekretnina počinje sa godinom zakašnjenja (2006.) u odnosu na priliv, tako da je rast odliva stranih direktnih investicija iznosio 1156,7% u 2006.godini u odnosu na 2005. godinu, odnosno 284,61% u 2007. godini u odnosu na 2006. godinu. Posmatrano sa stanovišta koeficijenta prometa

koji se izračunava kao odnos priliva i odliva SDI od strane nerezidenata, 2005. godina se može smatrati godinom otkrivanja tržišta kada je koeficijent prometa iznosio 10,91. Sa druge strane, 2007. godina se može smatrati godinom prodaje nekretnina od strane nerezidenata, kada je koeficijent prometa iznosio 1,65. U tabeli br. 4.2. je prikazan neto priliv stranih direktnih investicija (priliv – odliv) u nekretnine u posljednje četiri godine. Iz tabele se može primijetiti da je vrhunac kupovine nekretnina zabeležen u 2007. godini, a da zatim u 2008. godini dolazi do opadanja neto priliva SDI u nekretnine.

Tabela 4.2: Priliv i odliv stranih direktnih investicija u nekretnine, 2003 - IV mj. 2008. g, u 000 eura

	2003	2004	2005	2006	2007	2008 6 mjeseci
UKUPNO PRILIV	5315,35	10868,09	70333,39	339041,64	514419,91	172981,21
Prodaja nepokretnosti u inostranstvu od strane rezidenata	0,00	0,00	0,00	1162,29	61,93	463,93
Prodaja nekretnina u Crnoj Gori nerezidentima	5315,35	10868,09	70333,39	337879,35	514357,98	172517,28
UKUPNO ODLIV	0,00	2587,00	6864,00	88504,54	364087,90	99330,94
Kupovina nepokretnosti u inostranstvu od strane rezidenata	0,00	81,00	418,00	7495,52	52518,54	21132,89
Prodaja nepokretnosti u Crnoj Gori od strane nerezidenata	0,00	2506,00	6446,00	81009,02	311569,36	78198,05

Izvor: CBCG, jun 2008

Razloge pada neto priliva SDI u nekretnine, treba tražiti u djelimičnoj zasićenosti tržišta, a djelimično u zakonskoj regulativi koja je ograničila pravo stranaca da postanu vlasnici nad zemljištem. Treba očekivati i u narednom periodu postepeno opadanje SDI u nekretnine, a kratkoročno zaustavljanje ovog trenda bi moglo da donese izmjena zakonske regulative koja bi omogućila strancima da postanu vlasnici i zemljišta.

3. Hedonički indeks nekretnina za Crnu Goru – strana ponude

Hedonički indeks nekretnina predstavlja indeks koji upoređuje promjene cijena nekretnina, datog kvaliteta, kroz vrijeme. Naime, stambeni prostor predstavlja specifično dobro čije se kvalitativne karakteristike izrazito razlikuju. Ukoliko

želimo da upoređujemo i pratimo promjene cijena nekretnina, neophodno je da kontroliramo kvalitativne razlike u stambenim objektima. Hedonički indeks se upravo bazira na ekstrakovanju kvalitativnih karakteristika stambenih objekata, kako bi se dobila nepristrasna procjena vrijednosti stambenog objekta.

Model koji smo koristili pri izradi hedoničkog indeksa je klasični log-log model, koji procjenjuje promjenu stope rasta cijena nekretnina sa rastom veličine stambenog objekta ili posjedovanjem određene karakteristike. U modelu je sadržan i set vještačkih tzv. dummy varijabli koje kontroliraju kvalitativne karakteristike stambenog objekta. Model koji je korišten u analizi je:

$$\ln p = \beta_0 + \ln \beta_1 + \sum_{i=1}^{i=k} \beta_i x_i + \varepsilon_i$$

Preko ove metode, koeficijenti regresije (β_i) se mogu interpretirati kao stope rasta. Tako koeficijent ove regresije ispred bilo koje od varijabli interpretiramo kao stopu rasta cijene stambenog objekta ukoliko isti ima određenu karakteristiku X^{13} . Karakteristike stambenih objekata koje smo koristili pri izradi regresije za procjenu hedonističkog indeksa su: (i) spratnost stana, (ii) lokacija stana, (iii) broj soba, (iv) godina gradnje, (v) pogled na more¹⁴, (vi) način grijanja, (vii) posjedovanje telefonske i internet konekcije, (viii) opremljenost stambenog objekta, (ix) broj soba, (x) posjedovanje parking prostora, (xi) broj balkona.

3.1. Prosječna cijena nekretnina u Podgorici

Izračunavanje prosječne cijene stana u Podgorici za prvi kvartal 2008. godine bazirano je na osnovu uzorka koji je izveden na populaciji 72.917 stana koji odgovaraju lokacijama Podgorica 1, Podgorica 2 i Podgorica 3. Ove tri katastarske opštine prema podacima Uprave za nekretnine Podgorica, od svih 82 katastarske opštine predstavljaju najreprezentativniji dio Podgorice, obzirom da obuhvataju uža gradska naselja. Na osnovu slučajnog uzorka od 1200 jedinica, broj uspješno obrađenih anketa bio je 281 od kojih je broj uspješno popunjenih anketnih listića bio 250 odnosno ukupna izlaznost je bila 20,1%.

¹³ X se odnosi na set dummy varijabli koje predstavljaju određenu karakteristiku stana: broj soba, lokaciju, godinu gradnje, pogled na more, itd.

¹⁴ Ova dummy varijabla je korišćena samo u slučaju primorskih gradova Budva, Tivat i Herceg Novi.

Pitanja u postavljenom upitniku su se odnosila na kvalitativne karakteristike stanova (način grijanja, posjedovanje internet priključka, broj soba, broj balkona, itd.) sa osnovnim ciljem da se utvrdi relativni uticaj ovih kvalitativnih osobina na vrijednost stana. Subjektivna ocjena vrijednosti stana je postignuta putem postavljanja pitanja: „Ispod koje cijene vlasnici stana ne bi prodali stan u trenutku postavljanja pitanja“?

Na osnovu dobijenih podataka, urađen je ekonometrijski model na osnovu koga se došlo do sljedećih rezultata:

1. Prosječni kvadratni metar stambenog objekta u maju mjesecu 2008. godine u Podgorici iznosi 1.738,3 eura, što predstavlja rast od 2,4% u odnosu na cijenu m² prije tri kvartala kada je ista iznosila 1.697,56 eura. Prosječna vrijednost m² stambenog objekta – kuće iznosi u prosjeku 1743,12 eura, dok prosječna vrijednost stambenog objekta – stana iznosi 1733,90 eura. Pri tome je varijacija u cijeni kuće (standardna devijacija iznosi 41,3% srednje vrijednosti) mnogo izraženija imajući u vidu da su kvalitativne razlike između kuća izraženije u odnosu na stanove.

Tabela 4.3: Sumarna statistika prosječne vrijednosti, standardne devijacije, minimalne i maksimalne cijene pojedinih tipova stambenih objekata

Varijable	Br. obs.	Srednja Vrijednost	St. Dev.	Min. Cijena	Maks. Cijena
Prosječna cijena stambenog prostora	250	1738,27	571,7	500	4000
Prosječna cijena stambenog prostora – kuća	85	1743,12	720,7	500	4000
Prosječna cijena stambenog prostora – stan	165	1733,9	483,48	700	4000

Izvor: CBCG, 2008

Tabela 4.4: Sumarna statistika zona Podgorica1, Podgorica2 i Podgorica3

Varijable	Srednja Vrijednost	St. Dev.	Min. Cijena	Maks. Cijena
Prosječna cijena stambenog objekta u zoni Podgorica 1	1892,84	502,55	900	3000
Prosječna cijena stambenog objekta u zoni Podgorica 2	1768,17	685,48	700	4000
Prosječna cijena stambenog objekta u zoni Podgorica 3	1620,59	558,17	500	4000

Izvor: CBCG, 2008

Kada govorimo o cijenama stambenog objekta u tri zone Podgorice u odnosu na prošlu godinu došlo je do određenih promjena u cijeni stambenih objekata koji su najizraženiji u zoni Podgorica 2 i Podgorica 3. Naime, vrijednost metra kvadratnog u zoni Podgorica 1 je 1892,84 eura i u odnosu na proteklu godinu je smanjena za 1,78%, u zoni Podgorica 2 vrijednost m² stambenog objekta iznosi 1768,17 eura i isti je smanjen za 3,85%, dok je u zoni Podgorica 3 m² stambenog prostora iznosi 1620,6 eura i porastao je za 14,1% u odnosu na proteklu godinu.

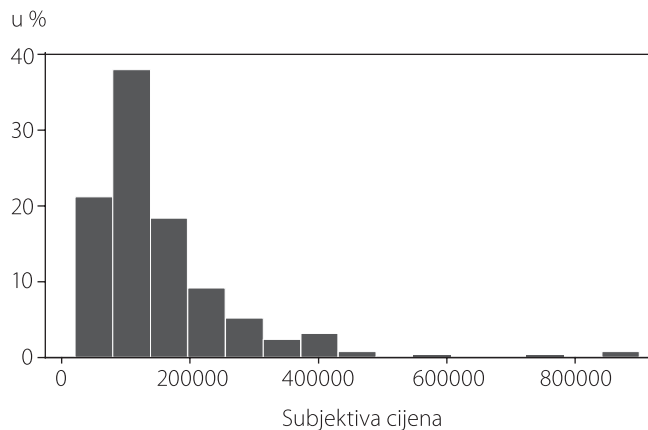
Tabela 4.5: Sumarna statistika prosječne vrijednosti po zonama, promjena na godišnjem nivou

Varijable	Sr. Vrij. 2008	Sr. Vrij. 2007	Promj. Vr%	St. Dev. 2008	St. Dev. 2007	Promj. Vr%
Prosječna cijena stambenog objekta u zoni Podgorica 1	1892,84	1.927,16	-1,78	502,6	453,3	10,9
Prosječna cijena stambenog objekta u zoni Podgorica 2	1768,17	1.839,09	-3,86	685,5	555,7	23,4
Prosječna cijena stambenog objekta u zoni Podgorica3	1620,59	1.419,48	14,17	558,2	467,4	19,4

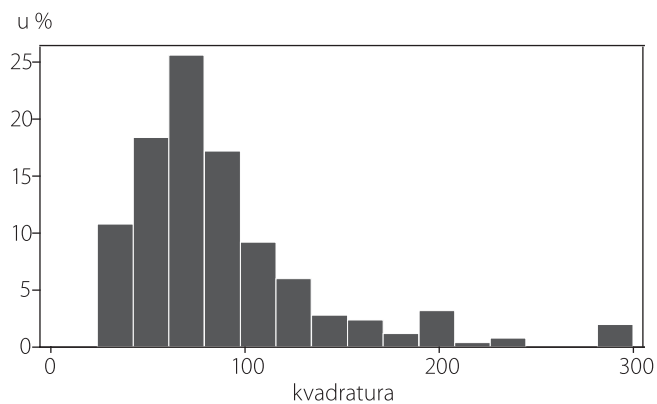
Izvor: CBCG, 2008

Kao što se iz tabele br. 4.5 može zaključiti, prosječna cijena m² stambenog prostora u zoni Podgorica 1 se najmanje promijenila i neznatno je smanjena u odnosu na avgust mjesec 2008. godine. Sa druge strane, prosječna cijena m² u zoni Podgorica 2 je opala za gotovo 4% dok je standardna devijacija porasla za 23,4%, što upućuje na mogućnost da je u ovoj zoni ponuda bila najveća i najraznovrsnija. Sa druge strane, značajan rast cijena u zoni Podgorica 3 u odnosu na prethodni period 14,2% uz rast standardne devijacije od 19,4% upućuje na mogućnost da je rast tražnje za stambenim objektima u proteklom periodu u ovoj zoni bio povećan, kao i potencijalni efekat ugledanja što je uslovalo rast varijacije kao i rast cijena u ovoj zoni, tako da su cijene sve tri zone postale ujednačenije.

Iz grafika br. 4.5 i 4.6 se može utvrditi da obje vremenske serije - cijene stambenih objekata i kvadrature imaju sličan raspored i da zbog njihove limitiranosti sa gornje i donje strane (stanovi ne mogu biti manji od 10 m² niti veći od recimo 1000 m² kao i njihove cijene) u ekonometrijski model moramo uključiti logaritme umjesto nivoa. Takođe, treba napomenuti da su ove distribucije u skladu sa očekivanim, a kao indikator služi činjenica da ovi grafici jako podsjećaju na krivu distribucije dohotka.

Grafik 4.5: Histogram distribucije cijena stambenih objekata maj 2008

Varijabla	Zakrivljenost	Zašiljenost	Chi2(2)	Probability
Subjektivna cijena stambenog objekta	0.00	0.002	25.5	0.0

Grafik 4.6: Histogram distribucije varijable kvadratura maj 2008

Varijabla	Zakrivljenost	Zašiljenost	Chi2(2)	Probability
Subjektivna cijena stambenog objekta	0.00	0.000	100	0.0

Tabela 4.6: Empirijski rezultati modela prosječne cijene stambenog prostora, maj 2008

Varijable	Koefcijent	Robust Standardna greška	t statistika	Vjerovatnoća
Lnsubjektivna cijena				
Lnkvadratura	1,15	0,08	14,6***	0,00
PREKO 65MSQR	-0,08	0,07	-1,22	0,22
65MSQR	-0,15	0,07	-2,25***	0,03
PREKO6SPRATOVA	-0,07	0,05	-1,31	0,19
DO5GODSTR	-0,12	0,11	-1,06	0,29
PREKO10GODSTR	-0,11	0,08	-1,34	0,18
BALKON0	-0,37	0,15	-2,54***	0,01
BALKON2	-0,02	0,05	-0,30	0,76
BALKON2PLUS	-0,10	0,09	-1,18	0,24
SOBA1	0,02	0,07	0,30	0,77
SOBA2PLUS	0,02	0,06	0,34	0,73
OGRIJEV	-0,15	0,05	-2,70***	0,01
INTERNET	-0,01	0,05	-0,23	0,82
GARAŽA	-0,07	0,07	-1,07	0,28
Konstanta	6,99	0,33	21,26***	0,00
R ² =0,737 N=249				

Objašnjenje: * značajnost na 10%, **značajnost na 5%, ***značajnost na 1%

Prema nivou značajnosti, slično kao i u protekloj godini najuticajnije kvalitativne karakteristike stambenog objekta koje imaju uticaj na cijenu su: tip grijanja (stanovi koji koriste struju su skuplji od stanova koji koriste drva kao tip grijanja), stambeni objekti bez balkona su jeftiniji od onih koji imaju jedan balkon, najskuplji su stanovi koji su manji od 65 m², ispod su 6 tog sprata, koji imaju telefon i imaju garažu (posmatrano po cijeni m²).

3.2. Prosječna cijena nekretnina u Budvi

Hedonički indeks nekretnina za Tivat, Herceg Novi i Budvu je baziran na uzorku ponude Agencija za nekretnine koje se bave prometom nekretnina na primorju. Tako se 366 observacija odnosilo na Budvu, 243 na Herceg Novi i 52 na Tivat. Prema podacima dobijenih iz uzorka, prosječna cijena metra kvadratnog u opštini Budva iznosi 3.232,4 eura, pri čemu je cijena metra kvadratnog stana 3.353,14

aura dok je metra kvadratnog kuće 2802,13 eura. Kada je u pitanju raspon kretanja cijene, on je izrazito velik od 690 eura, kolika je procijenjena kuća u Bijelom Dolu do 8.710 eura, koliko je procijenjen metar kvadratni u Starom Gradu.

Tabela 4.7: Prosječna cijena metra kvadratnog u Budvi, jul 2008

Variable	Observacija	Srednja vrijednost Eur	Standardna Devijacija Eur	Minimum Eur	Maksimum Eur
Subjektivn cijena m ²	365	3232,37	1093,78	686,67	8709,68
Subjektivna cijena	365	268693,2	277865,1	41000	2500000
Subjektivna cijena m ² stana	285	3353,14	883,33	1576,92	7000
Subjektivna cijena m ² kuće	80	2802,13	1570,74	686,67	8709,68

Tabela 4.8: Prosječna cijena metra kvadratnog u Budvi, jul 2008

Inmsqr	koeficijent	Std. Err.	t-VALUE	P> t	[95% Conf.	Interval
Inkvadratura	-0,14	0,04	-3,32***	0,00	-0,23	-0,06
namjesten	0,09	0,04	2,46***	0,02	0,02	0,16
sprat	-0,05	0,05	-0,96	0,34	-0,15	0,05
dvaplussprat	-0,04	0,05	-0,67	0,50	-0,14	0,07
Spratnost2	0,03	0,05	0,75	0,46	-0,06	0,13
preko_65msqr	0,07	0,06	1,13	0,26	-0,05	0,18
centar	0,14	0,04	3,47***	0,00	0,06	0,22
Pogled na more	0,00	0,04	0,08	0,94	-0,07	0,07
garaza_ima	-0,07	0,06	-1,18	0,24	-0,20	0,05
Konstanta	8,54	0,17	5,03***	0,00	8,21	8,88
R ² = 0.32						

Izvor: CBCG, 2008

Karakteristično je da različiti dijelovi grada imaju izrazito diferencirane cijene, tako da lokacija Jadranski put pravi razliku u cijeni od oko 250 eura (stambeni objekti ispod i iznad Jadranskog puta). Prema hedoničkom indeksu prvi metar stambenog objekta u Budvi je i najskuplji i košta 5.118,00 Eur. Na cijenu nekretnina najznačajnije utiče namještenost stambenog objekta, tako da namješteni stambeni objekti u prosjeku povećavaju cijenu metra kvadratnog za 9%, dok cijenu metra kvadratnog povećava i lokacija stambenog objekta, tako da stambeni objekti u Budvi smješteni u centru povećavaju njegovu cijenu u prosjeku za 14%.

CBCG je u saradnji sa Poreskom upravom Crne Gore formirala bazu podataka koja je kao osnovu koristila slučajan uzorak rješenja o plaćanju poreza na promet nepokretnosti (Sl. list RCG br. 69/03), a po osnovu sklopljenih ugovora o kupoprodaji nepokretnosti na katastarskim parcelama u opštinama Budva, Herceg Novi i Tivat. Za opštinu Budve je uzet uzorak za period 2004-šest mjeseci 2008. godine, a za Herceg Novi i Tivat period 2006-2007. godina. Koristeći dobijenu bazu došlo se do sledećih rezultata u vezi sa trendom kretanja cijena stambenih objekata u Budvi u periodu 2004-2008. godina. Na osnovu uzorka od 417 jedinica za posmatrani period dobijeni su sledeći rezultati:

1. Prosječna cijena metra kvadratnog u Budvi za 2004. godinu iznosila je 939,70 eura, za 2005. godinu 1026,48 eura (9,23% više). U 2006. godini, prosječna cijena metra kvadratnog u Budvi iznosila je 1369,74 eura (33,44% više u odnosu na 2005. godinu). U 2007. godini dolazi do značajnog rasta cijena stambenog prostora tako da prosječna cijena u 2007. godini dostiže nivo od 2499,61 eura (ne uključujući observacije-ugovore sa ekskluzivnim lokacijama)¹⁵ odnosno 2610,76 eura (uključujući observacije-ugovore sa ekskluzivnim lokacijama), što predstavlja rast od 90,60% odnosno 82,49% u odnosu na prethodnu godinu. U 2008. godini, u prvih šest mjeseci, nastavlja se blagi rast cijena nekretnina u Budvi, tako da one dostižu nivo od 3.258,41 eura (uključujući observacije-ugovore sa ekskluzivnim lokacijama) odnosno 3036,12 eura (ne uključujući observacije-ugovore sa ekskluzivnim lokacijama), odnosno rast od 7,32% ili 16,29% u odnosu na 2007. godinu.
2. To znači da je cijena metra kvadratnog u periodu 2004-2008. godine porasla za 223,07%. Ovaj rast cijena u poređenju sa Hrvatskom je izrazit. Naime, prema procjenama,¹⁶ hrvatsko tržište je u posljednjih deset godina poraslo za 89,9%, dok je u periodu 2004-2007. godine rast bio 61,6%. U slučaju Budve za period 2004-2007. godina, taj rast je iznosio 165,99%. Naravno, treba u obzir uzeti činjenicu da Budva predstavlja specifično

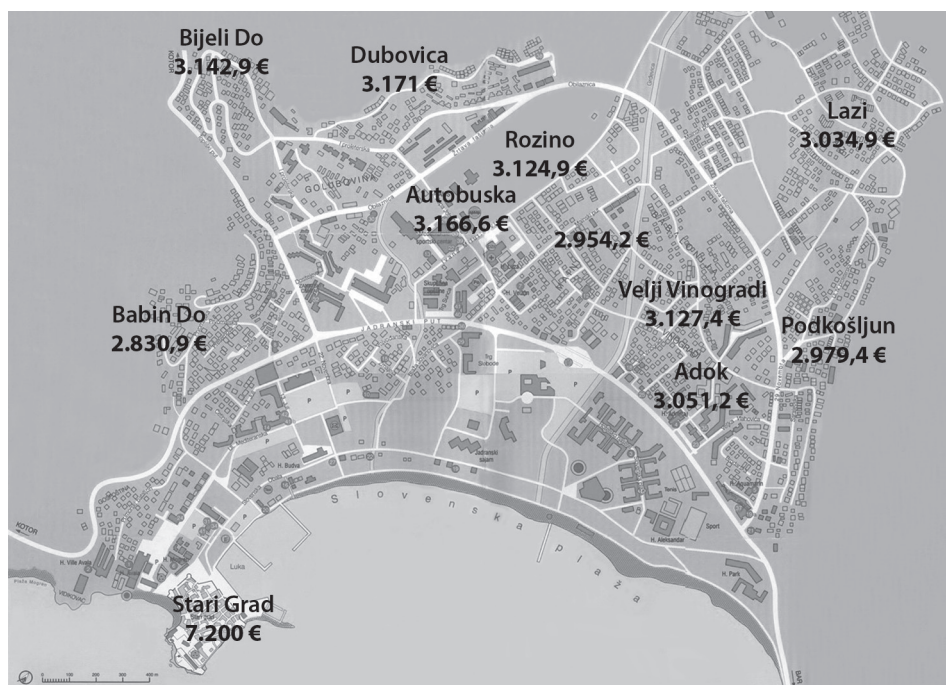
¹⁵ Veliki broj ugovora tokom 2007. i naročito 2008. godine se odnosi na ugovore sklopljene sa investitorima na veoma atraktivnim lokacijama Sveti Stefan i Stari Grad, čije cijene prevazilaze cifru od 13,000 eura/m². Ovakve vrijednosti se smatraju „outlierima“ odnosno ekstremnim vrijednostima koje bi bitno uticale na određivanje stvarne prosječne cijene (imajući u vidu da su više od 3 puta veće od iste). Stoga smo se koncentrisali na rezultate bez ekstremnih vrijednosti u uzorku, odnosno ove vrijednosti su odstranjene iz uzorka.

¹⁶ „Primjena hedonističke metode za izračunavanje indeksa cijena nekretnina u Hrvatskoj“, jun, 2008, HNB

tržište, koje se najbrže razvilo, dok se rast tržišta u Hrvatskoj odnosio na cjelokupnu Hrvatsku. Takođe, naglo otvaranje Crne Gore, naročito poslije proglašenja nezavisnosti, uticalo je na snažan rast tražnje za nekretninama na crnogorskom primorju u odnosu na gradulastički rast nekretnina u Hrvatskoj, tako da je najveća godišnja stopa rasta nekretnina u Hrvatskoj iznosila 16,2%, dok je u Budvi taj rast u 2007. godini bio 82,49%.

3. Ponuda na području Budve postaje izrazito diverzifikovana. Rast standardne devijacije odnosno prosječnog odstupanja u posljednje četiri godine iznosi 214,31%, što ukazuje da osim generalnog rasta cijena, dolazi do rasta diverzifikovanosti cijena lokacija. Tako određene lokacije poput Svetog Stefana ili Starog Grada imaju trostruke vrijednosti u odnosu na prosječnu cijenu stambenog objekta. U tom pravcu dajemo pregled prosječnih cijena nekretnina za pojedine djelove Budve, radene na osnovu ponuda Agencija za nekretnine za ovo područje (Slika br 4.1).

Slika 4.1: Prosječne cijene ponude agencija za nekretnine za Budvu, jun 2008



Izvor: Pet najvećih agencija za nekretnine za područje primorja, jun 2008

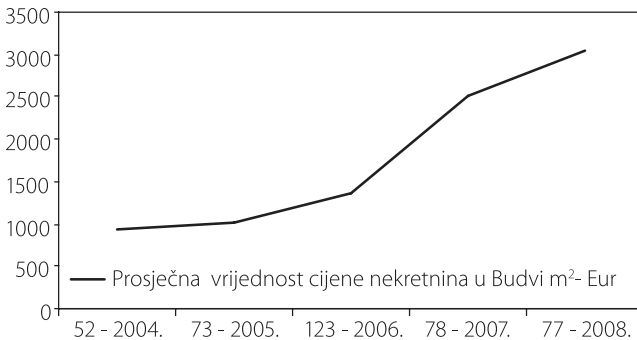
4. Kao što se može primijetiti prosječna cijena dobijena na osnovu izvora Poreske uprave Crne Gore koja iznosi 3036,12 eura, nešto je manja od prosječne cijene dobijene koristeći ponudu Agencija za nekretnine kao izvor, prema kojoj je prosječna cijena nekretnina iznosi 3232,37 eura. Naime, razlika se bazira na činjenici da je kroz bazu podataka Agencije data ponuda, koja se kroz proces pregovaranja koriguje naniže, dok su kupo-prodajni ugovori ponekad potcijenjeni, zbog plaćanja manjeg poreza. Stoga je pretpostavka da se realna cijena metra kvadratnog stambenog prostora nalazi u rasponu ove dvije cijene.

Tabela 4.9: Trend kretanja prosječne cijene stambenog prostora m² za Budvu, period 2004-2008

Godina	Broj observacija	Prosječna cijena m ² (Eur)	Standardna devijacija (Eur)	Miminalna cijena (Eur)	Maksimalna cijena (Eur)	Stopa rasta cijena %
2004.	52	939,7	391,53	490	2200	-
2005.	73	1026,48	340,2018	300	2500	9,23
2006.	123	1369,74	484,5832	600	2870,37	33,44
2007.	79	2610,76	1417,57	983,17	11280,49	90,60
2008.	79	3258,41	1865,15	1500	13541,67	7,32
2007. bez ekstremnih vrijednosti	78	2499,613	1023,197	983,165	6322,64	82,49
2008. bez ekstremnih vrijednosti	77	3036,12	1230,648	1500	9523,81	16,29

Izvor: Poreska uprava Crne Gore, CBCG, 2008

Grafik 4.7: Trend kretanja prosječne cijene metra kvadratnog stambenog prostora u Budvi za period 2004-2008.



Izvor: CBCG, 2008

3.3. Prosječna cijena nekretnina u Herceg Novom

U slučaju Herceg Novog uslijed činjenice da je u ovom području ponuda kao i tražnja koncentrisana na kuće, cijene metra kvadratnog kuće iznosi 2.740,00 eura, dok metar kvadratni stana košta 2.468,00 eura. Kao što se može vidjeti iz Tabele br. 4.10, cijena kuće u Herceg Novom može dostići i 9200 eura/m², koja sublimira i cijenu zemljišta koji ide uz kuću. Vrijednost objekta povećava ukoliko je stambeni objekat namješten, smješten je preko drugog sprata, manji je od 65 metara kvadratnih, ukoliko ima pogled na more i ukoliko ima dodatno zemljište koje ide uz stambeni objekat.

Tabela 4.10: Prosječna cijena metra kvadratnog u Herceg Novom, jul 2008

Variabla	Observacija	Srednja vrijednost Eur	Standardna Devijacija Eur	Minimum Eur	Maksimum Eur
Subjektivn cijena m ²	91	2467,71	615,53	982,14	4200
Subjektivna cijena m ² kuće	107	2739,65	1715,06	846,15	9166,67

Izvor: CBCG, 2008

Tabela 4.11: Prosječna vrijednost nekretnina u Herceg Novom hedonički indeks nekretnina, jul 2008

Varijabla	Coef. St	Stnd. Err.	t	P t	95% Conf.	Interval
lnkvadratura	-0.45	0.14	-3.26***	0.00	-0.73	-0.18
namjesten	0.40	0.16	2.47**	0.02	0.08	0.72
sprat veci od dva	0.41	0.13	3.10***	0.00	0.15	0.67
65 metara kvadratnih	1.16	0.57	2.02**	0.05	0.02	2.30
Preko 65 metara kvadratnih	-0.40	0.30	-1.35	0.18	-0.99	0.19
novogradnja	0.29	0.20	1.41	0.16	-0.12	0.69
nije_centar	0.15	0.37	0.41	0.68	-0.59	0.90
broj_soba1	0.32	0.39	0.82	0.42	-0.46	1.09
broj_soba_veca_od_2	0.57	0.24	2.34**	0.02	0.09	1.06
pogled_na_more	0.29	0.13	2.21**	0.03	0.03	0.55
ln_kvadrat_zemljista	0.26	0.07	3.55***	0.00	0.12	0.41
konstanta	7.73	0.69	6.22***	0.00	6.36	9.10
R ² =0,24						

Izvor: CBCG, 2008

Na bazi podataka dobijenih iz uzorka o zaključenim kupoprodajnim ugovorima poreske uprave mogu se izvući sledeći zaključci:

1. Prosječna cijena metra kvadratnog u Herceg Novom u 2006. godini je iznosila 1309,18 eura, dok je u 2007. godini iznosila 2010,33 eura, odnosno 53,55% više u odnosu na prethodnu godinu.
2. U ovoj godini je došlo do daljeg rasta cijena nekretnina u Herceg Novom, tako da je prosječna cijena metra kvadratnog nekretnina u Herceg Novom iznosila 2467,71 eura. Ukoliko pretpostavimo da je razlika u cijeni između prosječne cijene mjerene ponudom agencija i kupoprodajnih ugovora ista kao u Budvi¹⁷, tada bi prosječna cijena u Herceg Novom za 2008. godinu iznosila 2308,20 eura/m². Tako da se uz restriktivnu pretpostavku jednake asimetričnosti procjene tržišne vrijednosti za Budvu i Herceg Novi, cijena u 2008. godini kretala u rasponu 2308,20 eura/m² do 2467,71 eura/m².

Tabela 4.12: Kretanje prosječne cijene metra kvadratnog u Herceg Novom za period 2006-2007 Eur

Godina	Broj observacija	Prosječna cijena m ² (Eur)	Standardna devijacija (Eur)	Miminalna cijena (Eur)	Maksimalna cijena (Eur)	Stopa rasta cijena u odnosu na prethodnu godinu %
2006.	112	1309,18	520,44	616,54	3595	-
2007.	83	2010,33	771,81	1000	3325	36,19

Izvor: CBCG, 2008

3.4. Cijena nekretnina u Tivtu

Tivat ima nešto nižu prosječnu cijenu u odnosu na Herceg Novi i Budvu, tako da je prosječna cijena stambenog objekta iznosi 2230,8 eura, a minimalana cijena iznosi 1000 eura, dok maksimalna cijena iznosi 3800 eura. Standardna devijacija je velika i iznosi 27,7% srednje vrijednosti metra kvadratnog (717,60 eura). Kao što se može primijetiti iz tabele jedino pogled na more značajno utiče na cijenu stambenog objekta u Tivtu, tako da stambeni objekti u Tivtu koji imaju pogled

¹⁷ Pretpostavka je da uslijed asimetrične informacije prosjenjivači tržišne cijene stambenih objekata u Budvi i Herceg Novom za isti relativni nivo potcjenjuju tržišnu vrijednost nekretnina.

na more u prosjeku imaju višu cijenu za 5020 eura. Razlog je što se ponuda u Tivtu bazira na prodaji kuća, tako da kvalitativne osobine tipa spratnosti ili da li je stambeni objekat smješten u centru (Tivat je mala opština, tako da lokacija centar gotovo i da ne postoji) nisu toliko bitne. Kretanje cijena u Tivtu se poklapa sa kretanjem cijena nekretnina na hrvatskim ostrvima, Hvaru ili Braču, gdje su investitori zainteresovani uglavnom za najbolje lokacije, pretežno kuće, tako da cijena kuća pored mora i onih koje su udaljenije može iznositi i preko 40%.

Tabela 4.13: Prosječna cijena metra kvadratnog u Tivtu, jul 2008

Variable	Observacija	Srednja vrijednost Eur	Standardna Devijacija Eur	Minimum Eur	Maksimum Eur
Subjektivna cijena m ²	41	2230,83	617,6	1000,00	3800,00

Izvor: CBCG, 2008-08-20

Tabela 4.14: Prosječna cijena metra kvadratnog u Tivtu, jul 2008

	Koeficijent	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf.	Interval
LNKVADRATURA	-0,02	0,14	-0,19	0,858	-0,35285	0,301595
LNkvadratura zemlje	-0,32	0,36	-0,9	0,399	-1,18129	0,530783
Pogled na more	0,58	0,35	1,66*	0,14	-0,23	1,40
Broj soba2	-0,16	0,56	-0,29	0,78	-1,47	1,15
Nije novogardnja	-0,04	0,31	-0,12	0,91	-0,78	0,70
Sprat_dva_plus	-0,13	0,57	-0,23	0,83	-1,47	1,21
Drugi sprat	-0,41	0,44	-0,94	0,38	-1,46	0,63
Prvi sprat	-0,19	0,43	-0,44	0,67	-1,20	0,82
Konstanta	9,33	1,70	5,48***	0,001	5,30	13,37
R ² = 0,47						
Ramsez Reset test za funkcionalnu formu F(3, 4) = 0,48 Prob > F = 0.7155						
VIF test multikolinearnosti - 4,02						

Izvor: CBCG, 2008

Prema podacima dobijenim iz uzorka Poreske uprave prosječna cijena stambenog prostora u Tivtu za 2007. godinu je iznosila 973,65 eura, dok je prosječna cijena metra kvadratnog u prvoj polovini 2008. godine prema ponudama agencija za nekretnine iznosila 2230,80 Eur. Ovo tržište je u 2008. godini ostvarilo

najznačajniji rast u odnosu na Budvu i Herceg Novi, a osnovni razlog je potcijenjenost ovog tržišta sa jedne strane, kao i najava velikih investicija poput izgradnje mega marine.

Tabela 4.15: Kretanje prosječne cijene metra kvadratanog u Tivtu za 2007, Eur

Godina	Broj observacija	Prosječna cijena m ² (Eur)	Standardna devijacija (Eur)	Mimimalna cijena (Eur)	Maksimalana cijena (Eur)
2007.	42	973,65	449,67	653,09	2290,164

4. Koeficijenti dostupnosti stambenih objekata na primorju

U cilju utvrđivanja relativne precjenjenosti stambenih objekata na primorju Crne Gore, uradićemo presjek tri koeficijenta dostupnosti stambenih objekata na primorju. Prvi, se odnosi na dostupnost metra kvadratnog u odnosu na prosječnu neto zaradu u Crnoj Gori, drugi prikazuje odnos prosječnog metra kvadratnog u odnosu na procijenjeni nominalni BDP Crne Gore za 2008. godinu per capita i na kraju koeficijent dostupnosti prosječnog stana od 65 metara kvadratnih kao odnos mjesečne rate i mjesečne neto zarade. Odgovarajući koeficijenti će biti urađeni za svaku od posmatranih opština Budva, Herceg Novi i Tivat. Takođe isti će biti upoređeni sa koeficijentima dobijenim za Podgoricu.

4.1. Koeficijent dostupnosti nekretnina 1

Koeficijent dostupnosti 1 izračunavamo kao odnos prosječne rate koju lice treba da otplati za stan određenih karakteristika i prosječne cijene metra kvadratnog. Pretpostavka je da se radi o stambenom objektu koji ima 50 kvadratnih metara i nalazi se u jednoj od četiri lokacije: Budva, Herceg Novi, Tivat i Podgorica. Kao što se može primijetiti, mjesečna rata za otplatu stambenog kredita ukoliko je stambeni objekat kupljen u Budvi iznosi 1,27 prosječnih neto zarada, ukoliko je kupljen u Herceg Novom koeficijent dostupnosti 1 iznosi 1,03, dok za Tivat ovaj koeficijent iznosi 0,84 i na nivou je sa Hrvatskim. Podgorica ima značajno bolji koeficijent dostupnosti od hrvatskog prosjeka 0,87.

Tabela 4.16: Koficijent dostupnosti stambenog objekta na crnogorskom primorju, Podgorici i Hrvatskoj

Grad	Prosječna cijena m ² eur	Neto zarada eur	Prosječna rata eur	Koficijent dostupnosti 1 - eur
Podgorica	1738,27	425	290	0,68
Budva	3232,37	425	539	1,27
Herceg Novi	2614,66	425	436	1,03
Tivat	2145,6	425	358	0,84
Hrvatska				0,87

Napomena: Pretpostavka je da je kredit uzet sa kamatnom stopom od 9,25%, na 25 godina (odnosno 300 mjesečnih rata)¹⁸

4.2. Koficijent dostupnosti nekretnina 2

Drugi koficijent dobijamo kao odnos procijenjenog BDP Crne Gore za 2008. godinu per capita¹⁹ i prosječne cijene metra kvadratnog za četiri opštine Podgorica, Budva, Tivat i Herceg Novi. Pod pretpostavkom da će BDP u 2008 godini iznositi 2,90 milijardi Eur kao i da će stanovništvo u Crnoj Gori iznositi 628,14 hiljada, procijenjeni BDP per capita za Crnu Goru iznosi 4616,78 eura.

Tabela 4.17: Koficijent dostupnosti kao odnos prosječnog metra kvadratnog i BDP per capita, 2008

Grad	Prosječna cijena m ² eur	Bdp per capita eur	Koficijent dostupnosti 2
Podgorica	1738,27	4616,78	0,38
Budva	3232,37	4616,78	0,70
Herceg Novi	2614,66	4616,78	0,57
Tivat	2145,6	4616,78	0,46
Hrvatska (2007)			0,18

Izvor: CBCG, 2008

¹⁸ Pretpostavka o uslovima kreditiranja je bazirana na ponudi stambenih kredita jedne od banka u sistemu.

¹⁹ Za procjenu BDP-a Crne Gore per capita korištena je procjena Ministarstva Finansija 2008, Bilten jun 2008, dok je procjena za populaciju Crne Gore u 2008. godini korištena baza od 2007. godine uvećana za rast od 0.31 promila koliko je iznosilo povećanje procijenjenog stanovništva u 2007. u odnosu na 2006. godinu.

Kao što se može primijetiti iz tabele br. 4.17, metar kvadratni u Budvi košta 70% BDP-a po glavi stanovnika, prosječan metar kvadratni u Herceg Novom 57%, Tivtu 46%. Takođe, metar kvadratni u Podgorici iznosi 38% ukupnog BDP-a po stanovniku. Ovaj omjer najbolje govori o precijenjenosti cijena stanova imajući u obzir prosječni standard stanovnika Crne Gore, posebno ako ga uporedimo sa istim koeficijentom koji u Hrvatskoj za 2007. godinu iznosi 0,18. To znači da prosječan metar kvadratni u Hrvatskoj iznosi nešto manje od petine vrijednosti hrvatskog BDP-a po glavi stanovnika za 2007. godinu.

4.3. Koeficijent dostupnosti nekretnina 3

Koeficijent dostupnosti nekretnina mjeren kao odnos prosječne vrijednosti metra kvadratnog i neto zarada ukazuje na relativnu nedostupnost stambenih objekata lica koja rade u Crnoj Gori u odnosu na Hrvatsku, tako da za metar kvadratni u Podgorici, lice mora izdvojiti 4,09 prosječnih zarada, odnosno 7,61 ukoliko se radi o stambenom objektu u Budvi, dok fizičko lice koje prima prosječnu zaradu u Hrvatskoj treba imati 2,67 prosječne plate da bi priuštio metar kvadratni stana. Kumulativno posmatrano za stan od 50 m², lice mora izdvojiti 204,5 mjesečnih zarada u Crnoj Gori (nešto više od 17 godina), dok lice u Hrvatskoj za isti stan treba izdvojiti 133 mjesečne zarade (odnosno nešto više od 11 godina).

Tabela 4.18: Koeficijent dostupnosti 3 kao odnos prosječnog metra kvadratnog i BDP per capita, 2008

Grad	Prosječna cijena m ²	Neto zarada – eur	Koeficijent dostupnosti 3
Podgorica	1.738,27	425*	4,09
Budva	3.232,37	425	7,61
Herceg Novi	2.614,66	425	6,15
Tivat	2.145,6	425	5,05
Hrvatska			2,67

* Prosječna neto zarada za jun 2008, Bilten CBCG, jul 2008

Napomena: Pretpostavka je da je kredit uzet sa kamatnom stopom od 9,25%, sa 20% učešća, na 25 godina (odnosno 300 mjesečnih rata)

5. Komparativna analiza cijena nekretnina u regionu

Cijenu nekretnina u primorju, kao i u Podgorici upoređićemo sa cijenama nekretnina u okruženju kako bi imali bolju perspektivu o tome da li su sadašnje cijene nekretnina u Crnoj Gori iznad ili na nivou cijena nekretnina u regionu. Analizu smo sproveli upoređujući cijene koje se nalaze u katalogu najvećih agencija za nekretnine na području Srbije, Hrvatske, Albanije, Slovenije, Makedonije i BiH²⁰. Na osnovu komparativne analize nominalnih vrijednosti stambenih objekata, u odnosu na zemlje u regionu, prosječna cijena stambenog objekta u Budvi je najviša u odnosu na sve primorske gradove u regionu, čak i u odnosu na glavne hrvatske turističke destinacije Split i Dubrovnik. I dok hrvatsko i crnogorsko primorje imaju približno iste cijene, albansko tržište na primorju je još uvijek daleko ispod prosjeka na crnogorskoj i hrvatskoj obali sa prosječnom cijenom od oko 640 eura, koliko iznosi metar kvadratni stambenog prostora u Vlori ili Draču.

Sa druge strane, prosječna cijena metra kvadratnog u Podgorici (centar) niža je od većine gradova u regionu (u proseku za 24,53% od centra Beograda, 47% od centra Zagreba, 88,47% od centra Ljubljane). Međutim, ono što se zbog veličine grada, naziva uži centar Podgorice, a koji u stvari predstavlja ekvivalent centra Zagreba, Ljubljane ili Beograda, je u ravni sa cijenama nekretnina u bilo kojem od ovih gradova. Tako metar kvadratni u Njegoševoj ili Hercegovačkoj ulici je na nivou od 4.000,00 eura, što je u ravni sa cijenama u samom centru Zagreba-Stari Grad (4.000,00 Eur), Beograda okolina Knez Mihajlove ulice (4.200,00 Eur) ili Ljubljane (4.066,00 Eur).

Reprezentativni podaci o kretanju cijena nekretnina, i relativnoj raspoloživosti se mogu vidjeti kroz kretanje koeficijenta dostupnosti 3, koji se dobija kao odnos prosječne cijene metra kvadratnog i neto zarade. Na taj način se može analizirati relativna raspoloživost stambenih objekata u regionu. Prema ovom indeksu, Budva sa koeficijentom od 7,61 predstavlja najnedostupniju lokaciju za domaću klijentelu, i nalazi se ispred Dubrovnika i Splita. Sa druge strane, Podgorica je po koeficijentu raspoloživosti (4,09) dostupnija od centra Beograda (6,04) i u ravni je sa cijenama u Sarajevu (4,62) dok je manje dostupna od Skoplja (3,45), Ljubljane

²⁰ Odgovarajuće cijene su presjek ponude najvećih agencija za nekretnine i ne mogu se koristiti kao reprezentativan uzorak. Cilj nam je bio da dobijemo samo generalnu sliku o kretanju cijena nekretnina u regionu i u tom pravcu ne pretendujemo da odgovarajuće vrijednosti predstavljaju najefikasniju estimaciju vrijednosti stambenih objekata u regionu.

(4,04) i Zagreba (3,90). Imajući u vidu kvalitet i ponudu stambenih objekata Ljubljane i Zagreba, zaključujemo da su cijene u Podgorici posmatrano sa stanovišta dostupnosti domaćih klijenata, precijenjene.

Tabela 4.19: Kretanje cijena nekretnina u regionu, eur

Zemlja	min. cijena Eur m ²	Maks. Cijena eur m ²	Prosj.cijena eur m ²	Neto zarade, eur*	Koeficijent dostupnosti nekretnina 3
Srbija					
Beograd Centar Grada	2.000,00	2.885,00	2.357,00	390	6,04
Beograd-Dorćol	2.597,00	4.100,00	3.138,00	390	8,05
Hrvatska					
Rijeka (centar)	1.466,20	3.111,00	1.927,00	714	2,70
Split (centar)	2.000,00	7.937,00	3.008,00	714	4,21
Zagreb** (centar)	2.200,00	4.100,00	2.784,2	714	3,90
Dubrovnik- Stari Grad	3.939,40	6.557,38	5.378,65	714	7,53
Dubrovnik- okolina	1.699,35	4.687,50	3.255,25	714	4,56
Albanija					
Drač (Dures Centar)	630,00	650,00	637,00	n.a	n.a
Tirana	490,00	1.100,00	721,90	n.a	n.a
Bosna i Hercegovina					
Sarajevo (Centar)	1.280,00	2.055,50	1.778,00	385	4,62
Makedonija				257	0,00
Skoplje	650,00	1.150,00	886,36	257	3,45
Ohrid	769,23	2.500,00	1.245,91	257	4,85
Slovenija					
Ljubljana (Centar)	2.984,00	4.066,00	3.566,00	883	4,04
Crna Gora					
Podgorica	1.200,00	4.000,00	1.738,27	425***	4,09
Budva	1.576,92	7.000,00	3.232,37	425	7,61
Herceg Novi	982,14	4.200,00	2.614,66	425	6,15
Tivat	1.000,00	3.800,00	2.145,6	425	5,05

* Neto zarade su obračunate za mjesec maj 2008. godine obzirom na posljednje raspoložive podatke statističkih zavoda u regionu osim u slučaju Albanije za koju je posljednji raspoloživi podatak o kretanju neto zarada je za decembar 2007. godine.

** Lokacija pod nazivom centar podrazumijeva Donji grad, Gornji grad, turistički centar i Medveščak

*** Prosječna neto zarada za jun 2008, Bilten CBCG, jul 2008.

Nedvosmisleno je da su, imajući u vidu životni standard zemalja u regionu, cijene nekretnina u Budvi i Herceg Novom i Podgorici iznad realnih. Malo je vjerovatno da će ove cijene nastaviti dosadašnju tendenciju rasta, imajući u vidu kretanje cijena u okruženju. Naime, prema posljednjim podacima Agencije za nekretnine, zagrebačko tržište stagnira dok je započeo pad cijena na hrvatskoj obali. Pretpostavka je da je precijenjenost hrvatskog tržišta oko 30%, za koliko bi se u narednom periodu moglo očekivati da ove cijene padnu. Kada je u pitanju crnogorsko tržište ono je za razliku od hrvatskog zbog svoje veličine značajno senzitivnije na promjene ponude i tražnje te svaka manja promjena u ponudi, odnosno tražnji, mnogo se brže reflektuje na cijene atraktivnih lokacija.

Kada govorimo o tržištima regiona, osim hrvatskog za našu analizu zanimljiva su i okolna tržišta, prije svega albansko koje nam u perspektivi predstavlja konkurenciju i slovenačko kao zemlja sa izlazom na Jadransko more koja je ušla u EU, što je posmatrano sa perspektive kretanja njihovog tržišta poslije ulaska u EU, za Crnu Goru izuzetno zanimljivo imajući u vidu da se Crna Gora profilisala kao zemlje sa jasnim vizijom ulaska u EU.

Albansko tržište, od strane inostranih analitičara je nazvano „poslednje otkrovenje tržišta nekretnina Jugoistočne Evrope“. Prema analizi inostranih specijalista, cijene nekretnina su u periodu 2002-2006. u Albaniji porasle za 107%, dok su očekivanja da će cijene rasti u narednom periodu u prosjeku 10 % -15% godišnje. Očekuje se da će cijene rasti i do 30%, poslije ulaska Albanije u EU. Trenutno, cijene metra kvadratnog stambenog objekta u Tirani se kreću u rasponu od 380 eura, kolika je cijena na prilazima Tirani do 700-1000 eura koliko košta metar kvadratni stambenog prostora na ekskluzivnim lokacijama Fresku, Linzai i Selita. Renta, u centru grada košta od 6 -10 eura po metru kvadratnom, tako da rentiranje stambenog objekta u centru Tirane od 50 m² košta od 300-500 eura, mesečno.

Prema podacima Instituta za nekretnine Slovenije, rast cijena nekretnina u Sloveniji u 2007. godini je bio 14,3%, odnosno 13,9% u 2006. godini, dok je prosječni rast nekretnina od 2000. do 2007. godine iznosio 7%. Trenutno cijene u centru Ljubljane su:

Tabela 4.20: Trenutne cijene nekretnina u centru Ljubljane

Ljubljana – Centar Grada	Prodajna cijena Eur	Mjesečna renta Eur
20 m ²	3,737.00	n.a.
40 m ²	3,406.00	491
60 m ²	3,231.00	736
80 m ²	2,996.00	986
105 m ²	2,926.00	1,406

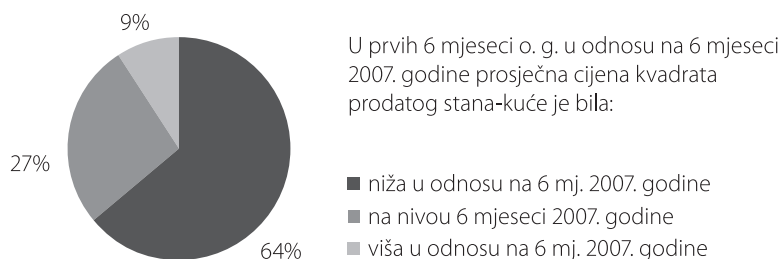
Izvor: Global Property Guide, jul 2008

6. Očekivana kretanja tržišta nekretnina Crne Gore – anketa agencija za nekretnine u Crnoj Gori

Kada govorimo o kretanju tržišta u narednom periodu oslanjamo se na očekivanja najvećih agencija za nekretnine koje se bave prometom nekretnina na crnogorskom primorju. Stoga, dajemo presjek očekivanja ovih agencija u vezi sa njihovim očekivanjima koja se odnose na kretanje cijena nekretnina na crnogorskom primorju u narednoj godini. U anketi sprovedenoj u julu mjesecu 2008. godine agencije su odgovorile na set pitanja koja su se odnosila na procjene kretanja tražnje i cijena nekretnina u narednom periodu. Prva dva pitanja su se odnosila na nedavne rezultate rada anketiranih agencija.

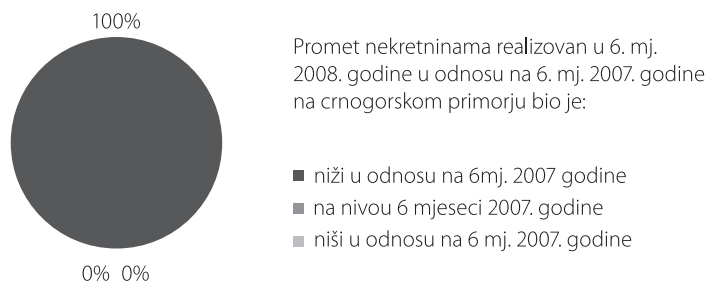
Tako je na osnovu sprovedene ankete u prvoj polovini ove godine u odnosu na prvu polovinu prethodne godine po mišljenju 64% anketirane agencije, prosječna cijena nekretnina na crnogorskom primorju bila niža; 27% se izjasnilo da je na nivou prošlogodišnje, a svega 9% je prijavilo rast cijena prodatih nekretnina u odnosu na proteklu godinu (Grafik br. 4.8). Takođe, sve anketirane agencije su izjavile da je tražnja u prvoj polovini ove godine manja u odnosu na tražnju u prvoj polovini prethodne godine (Grafik br. 4.9).

Grafik 4.8: Rezultat ankete o ostvarenoj prosječnoj cijeni prodatih nekretnina u protekloj godini



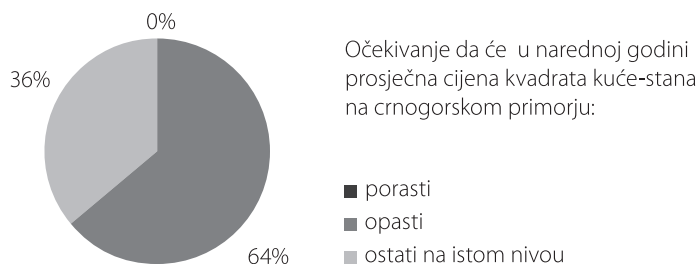
Izvor: CBCG, 2008

Grafik 4.9: Rezultat ankete o ostvarenoj tražnji za nekretninama u protekloj godini



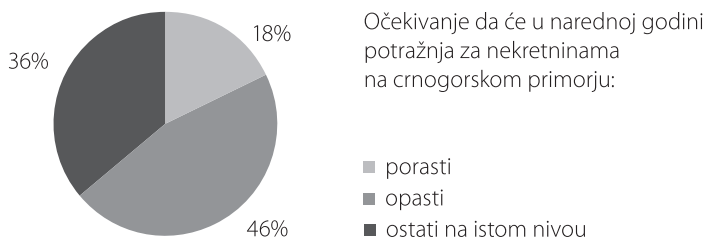
Izvor: CBCG, 2008

Dio pitanja koja se odnose na očekivana kretanja cijena i tražnje za nekretninama na crnogorskom primorju nedvosmisleno pokazuju da agencije očekuju stagnaciju ili pad cijena nekretnina, kao i pad tražnje za nekretninama na našem primorju. Tako, anketa (Grafik br. 4.10) pokazuje da čak 64% ispitanika smatra da će u narednoj godini cijena metra kvadratnog u primorju opasti, dok 36% smatra da će se cijene zadržati na istom nivou. Nijedna anketirana agencija ne očekuje rast.

Grafik 4.10: Rezultat ankete o očekivanoj cijeni za nekretninama u narednoj godini

Izvor: CBCG, 2008

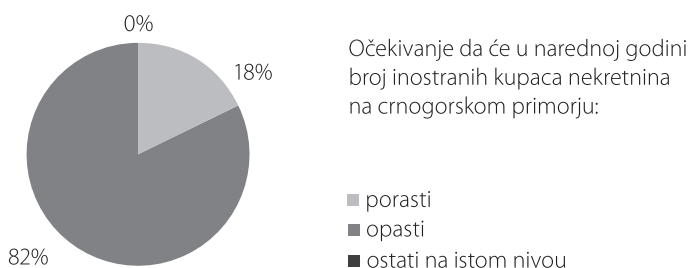
Slično, (Grafik br. 4.11) rezultati ankete pokazuju da 46% ispitanih smatra da će u narednoj godini sa padom cijena opasti i tražnja za nekretninama na crnogorskom primorju, 36% smatra da će tražnja ostati na istom nivou, dok 18% smatra da će doći do rasta tražnje za nekretninama na crnogorskom primorju.

Grafik 4.11: Rezultat ankete o očekivanoj tražnji za nekretninama u narednoj godini

Izvor: CBCG, 2008

Konačno od posebnog je interesa bila procjena agencija u odnosu na inostranu tražnju, imajući u obzir da je inostrana tražnja doprinijela značajnom rastu cijena nekretnina. Prema predviđanjima agencija za nekretnine, čak 82% ispitanika očekuje pad tražnje inostranih kupaca dok 18% smatra da će tražnja ostati na istom nivou kao i u ovoj godini, a nijedna anketirana agencija ne očekuje rast (Grafik br. 4.12).

Grafik 4.12: Rezultat ankete o očekivanoj inostranoj tražnji za nekretninama u narednoj godini



Izvor: CBCG, 2008

Rezultati nedvosmisleno pokazuju da se u 2009. godini može očekivati pad tražnje i cijena nekretnina na crnogorskom primorju. Agencije takode predviđaju i pad tražnje inostrane klijentele, pri čemu određeni broj agencija smatra da je jedan od ključnih elemenata koji je uslovio stagnaciju tražnje usvajanje novog Zakona o porezu na nepokretnosti, koji je prema njihovom mišljenju povećavanjem poreske stope sa 2% na 3% (treba imati u vidu da je ova stopa i dalje niža od hrvatske stope na promet nepokretnosti), negativno uticao na njihovo poslovanje, naročito sa inostranom klijentelom.

Ukoliko se uporede ovi rezultati sa sličnim istraživanjem koje sprovodi Centar za nekretnine Republike Hrvatske, dolazi se do zaključka da i Agencije u Hrvatskoj dijele slično mišljenje o kretanju cijena nekretnina u Hrvatskoj u narednom periodu. Naime, prema rezultatima istraživanja Centra nekretnina (april 2008), čak 59% agencija predviđa u idućih godinu dana stagnaciju cijena na hrvatskom tržištu nekretnina, 26% očekuje njihov pad, a tek 15% predviđa da će cijene rasti. Za razliku od agencija u Crnoj Gori, Agencije u Hrvatskoj predviđaju da će rasti cijene nekretnina na moru, a osim njih vikendica u unutrašnjosti i građevinskog zemljišta i da će taj rast iznositi između 5% i 10%. Predviđanje agencija u Hrvatskoj je da će stagnacija ili blagi pad cijena nekretnina u Hrvatskoj trajati sve do njihovog učlanjenja u Evropsku Uniju, kada očekuju značajniji rast cijena na tržištu nekretnina.

7. Analiza fiskalnih prihoda na porez na promet nepokretnosti u Crnoj Gori

Prema Zakonu o porezu na promet nepokretnosti (Službeni list Republike Crne Gore, br. 69-03 i Službeni list Crne Gore br. 17-07) predmet oporezivanja je promet nepokretnosti, pod kojim se smatra svako sticanje vlasništva na nepokretnosti u Crnoj Gori: kupoprodaja, razmjena, nasljeđivanje, poklon, unošenje i izuzimanje nepokretnosti iz privrednog društva, kao i drugi načini sticanja nepokretnosti od strane drugih lica, pri čemu se pod pojmom nepokretnost podrazumijeva zemljišta i građevinski objekti. Stopa poreza prema novom Zakonu je povećana sa 2% na 3% poreske osnovice.²¹ Poreska osnovica poreza na promet nepokretnosti predstavlja tržišna vrijednost nepokretnosti u momentu njenog sticanja.

Priliv poreza na promet nepokretnosti raste u skladu sa trenutnom tražnjom za nekretninama, tako da je prosječna stopa rasta poreza na promet nepokretnosti po opštinama u 2007. godini iznosila 158,2%. Iako su najveće stope rasta ostvarene u opštinama sjeverne regije (Šavnik, Plav i Andrijevica), visoke stope rasta prihoda u ovim opštinama su nastale uslijed niske osnovice.

Kroz stopu poreske osnovice možemo utvrditi trend „tržišne kapitalizacije“ tržišta nekretnina, odnosno veličinu tržišta nekretnina u Crnoj Gori za period 2006 - šest mjeseci 2008. godine. U 2006. godini ukupan promet nepokretnosti iznosio je 16,49% BDP-a Crne Gore, dok je isti u 2007. godini iznosio 37,77% BDP-a Crne Gore. Od ukupnog prometa nekretnina samo promet nekretnina u Budvi je iznosio 6,40% BDP-a Crne Gore u 2006. godini, odnosno 14,10% BDP-a u 2007. godini. Takođe, od ukupnog prometa nekretnina samo promet nekretnina u Herceg Novom je iznosio 1,84% BDP-a Crne Gore u 2006. godini, odnosno 5,02% BDP-a u 2007. godini.

Izvejsno je da je vrijednost o prometu nepokretnosti bazirana na osnovu dobijenog poreza na promet nepokretnosti u nekim slučajevima potcijenjena, jer iska-

²¹ Iako su Agencije za promet nepokretnosti u Crnoj Gori naglasile da novi Zakon o porezu na promet nepokretnosti (Službeni list Crne Gore br. 17-07) negativno utiče na njihovo poslovanje u ovoj godini, uslijed promjene poreske stope sa 2% na 3%. Ipak, u poređenju sa hrvatskim Zakonom o porezu na promet nekretnina (NN, BR. 69-97, 153-02) u kojem poreska stopa iznosi 5%, a koji u ostalim elementima ima gotovo istovjetne uslove, ide u prilog zaključku da je Zakon o porezu na prometu nepokretnosti Crne Gore i dalje liberalan.

zivanjem manje prodajne cijene od prave tržišne cijene može u nekim slučajevima voditi i manjem iznosu naplaćenog poreza. Naime, prema podacima o ostvarenom porezu na promet nepokretnosti, ukupni promet nepokretnosti za 2007. godinu je iznosio 915,05 miliona eura, dok je samo promet nepokretnosti po osnovu priliva i odliva stranih direktnih investicija za 2007. godinu iznosio 825,92 miliona eura odnosno 90,26% ukupnog prometa nekretnina.

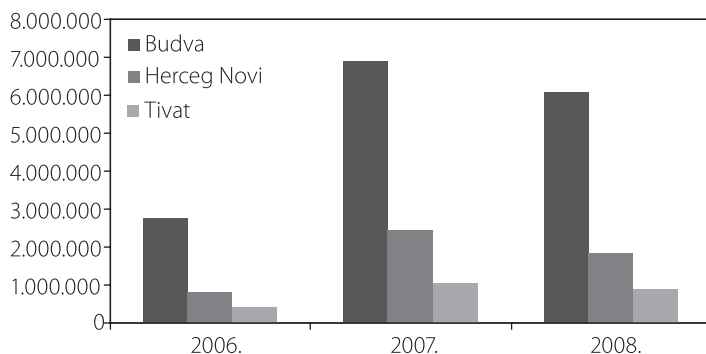
Tabela 4.21: Porez na promet nepokretnosti po opštinama u Crnoj Gori, Eur

Opština	Iznos naplaćenog poreza			Stopa rasta 2007/2006.	Promet nepokretnosti	
	2006.	2007.	Q I 2008 .		2006.	2007.
Andrijevića	3.318,00	2.906,77	80,00	-12,39	165.900,00	145.338,50
Bar	612.540,00	2.430.963,00	513.075,00	296,87	30.627.000,00	121.548.150,00
Berane	46.199,00	79.025,98	37.048,00	71,06	2.309.950,00	3.951.299,00
Bijelo Polje	30.814,00	154.437,21	19.806,00	401,19	1.540.700,00	7.721.860,50
Budva	2.755.855,00	6.861.636,36	1.517.554,00	148,98	137.792.750,00	343.081.818,00
Danilovgrad	79.374,00	175.414,04	70.204,00	121,00	3.968.700,00	8.770.702,00
Žabljak	81.579,00	360.078,16	111.088,00	341,39	4.078.950,00	18.003.908,00
Kolašin	36.749,00	197.016,64	44.283,00	436,11	1.837.450,00	9.850.832,00
Kotor	696.854,00	2.320.060,53	414.774,00	232,93	34.842.700,00	116.003.026,50
Mojkovac	1.234,00	4.949,50	476,00	301,09	61.700,00	247.475,00
Nikšić	91.386,00	302.918,92	101.027,00	231,47	4.569.300,00	15.145.946,00
Plav	3.633,00	24.985,75	0,00	587,74	181.650,00	1.249.287,50
Plužine	0,00	3.817,78	0,00	3.187,78	0,00	190.889,00
Pljevlja	40.500,00	47.996,12	28.594,00	18,51	2.025.000,00	2.399.806,00
Podgorica	1.156.500,00	1.664.321,92	1.417.913,00	43,91	57.825.000,00	83.216.096,00
Rožaje	89.469,00	43.356,34	0,00	-51,54	4.473.450,00	2.167.817,00
Tivat	400.470,00	1.051.506,60	215.199,00	162,57	20.023.500,00	52.575.330,00
Ulcinj	116.731,00	17.010,00	161.366,00	-85,43	5.836.550,00	850.500,00
Herceg Novi	800.988,00	2.435.267,00	460.416,00	204,03	40.049.400,00	121.763.350,00
Cetinje	43.346,00	114.547,00	48.477,00	164,26	2.167.300,00	5.727.350,00
Šavnik	300,00	8.780,37	0,00	2.826,79	15.000,00	439.018,50
UKUPNO	7.087.839,00	18.300.995,99	5.161.380,00	158,20	354.391.950,00	915.049.799,50

Izvor: Ministarstvo finansija Crne Gore, jun 2008

Ukoliko pođemo od pretpostavke da je promet nepokretnosti ravnomijerno raspoređen na sva četiri kvartala, to jest podatke iz prvog kvartala pomnožimo sa četiri može se primjetiti da (promet) tražnja opada u sva tri analizirana primorska grada u 2008. godini u odnosu na prethodnu godinu.²²

Grafik 4.13: Iznos naplaćenog poreza na promet nepokretnosti po opštinama



Sabiranjem ukupno ostvarenog prihoda po osnovu poreza na promet nepokretnosti u tri posmatrana grada možemo doći do zaključka da je promet opao za 15,3% u 2008. godini u odnosu na 2007. godinu. Takođe, se može konstatovati da je glavna tražnja skoncentrisana ka Budvi, na koju je otpadalo 69,1% ukupnog prometa tri posmatrana grada. Takođe i najmanji pad prometa je ostvaren u Budvi 11,5%.

Sa druge strane u Podgorici je došlo do značajnog rasta prometa nekretninama. Postoji više razloga za ovaj rast:

- Niži nivo cijena u odnosu na primorske gradove, odnosno manji stepen precijenjenosti nekretnina,
- Veliki broj pojedinaca koji je prodao nekretnine na primorju kupio je stanove za izdavanje u Podgorici, imajući u vidu niže cijene u odnosu na primorje,
- Rast plata i povećana dostupnost kredita je uticala da za sve veći broj pojedinaca postanu dostupni stambeni krediti i

²² U trenutku izrade studije, još uvijek nisu bili dostupni podaci za šest mjeseci

- U Podgorici kao glavnom gradu sve više je prisutno stranih diplomata, predstavništava i sl., što utiče na povećanje tražnje za stambenim objektima.

8. Zaključak

Iz posmatrane studije mogu se izvući sledeći zaključci:

- Tržište nekretnina je u prethodnih nekoliko godina doživjelo snažan rast. Najvažniji faktori rasta su inicijalna potcijenjenost vrijednosti nekretnina (cijena metra kvadratnog u Budvi manja od hiljadu eura 2004. godine), uspostavljena makroekonomska stabilnost, razvoj bankarskog sistema, brz razvoj tržišta kapitala, atraktivnost crnogorskog primorja i značajno interesovanje stranih kupaca
- U 2008. godini došlo je do pada prometa na tržištu nekretnina u primorju na šta ukazuju podaci o naplaćenom porezu na nepokretnosti, smanjenom prilivu stranih direktnih investicija u nekretnine, kao i rezultati ankete sprovedene među agencijama za prodaju nekretnina. Razloge pada treba tražiti u prezasićenosti tržišta, smanjenoj ponudi atraktivnih lokacija, ali i precenjenim cijenama nekretnina. Sa druge strane u Podgorici je došlo do značajnog rasta prometa nekretninama.
- Svi koeficijenti dostupnosti ukazuju na precijenjenost vrijednosti nekretnina na crnogorskom primorju u odnosu na nekretnine na Hrvatskom primorju. Do istog zaključka se dolazi i poređenjem vrijednosti nekretnina na crnogorskom i hrvatskom primorju, a zaključak o precijenjenosti cijena nekretnina proizilazi i iz ankete među agencijama koje se bave prometom nekretnina na crnogorskom primorju (dve trećine agencija očekuju pad, jedna trećina iste cijene, a nijedna agencija ne očekuje njihov rast u sljedećoj godini).
- Može se konstatovati da postoje faktori koji će uticati na rast cijena u narednom periodu, kao i faktori sa suprotnom tendencijom. Na rast cijena će uticati očekivani rast stambenih kredita, eventualna izmjena zakonske regulative kojom bi se strana lica mogla uknjižiti kao vlasnici zemljišta, najava značajnih stranih investicija koja bi uticala da veći broj stranaca dođe da radi u Crnu Goru. Na pad cijena će uticati: rast ili zaustavljenje tendencije opadanja kamatnih stopa na sve kredite kao posljedica globalne

finansijske krize, kriza na tržištu kapitala, smanjenje kupovine nekretnina od stranaca, precijenjena vrijednost nekretnina, postepeno pomeranje fokusa ka drugim destinacijama (npr. Albanija). Ova analiza ukazuje da su snažniji faktori koji ukazuju na opadanje cijena, nego faktori koji sugerišu rast.

- Tržište nekretnina je vrlo nepredvidivo, a vremenske serije o kretanju ovog tržišta u Crnoj Gori ne postoje. Stoga precizne projekcije o budućim kretanjima na ovom tržištu nije moguće dati, iako se u narednom periodu može očekivati pad ili u najboljem slučaju stagnacija kada je u pitanju primorje. Ipak, realno je očekivati da će korekcija cijena ići sporije od pada tražnje, zbog djelovanja tzv. Histerezis²³ efekta. Ovaj efekat govori o tome da su cijene rigidne kada je u pitanju njihovo kretanje naniže, odnosno da ukoliko dođe do nekog inicijalnog šoka (u slučaju Crne Gore visok rast tražnje za nekretninama nerezidenata), i po prestanku dejstva ovog šoka (pad tražnje stranaca za nekretninama) cijene nastavljaju da se ponašaju kao da se ništa nije desilo, odnosno nastoje da zadrže prethodni nivo uz vrlo male korekcije.

²³ Pojam Histerezis efekat vodi porijeklo iz fizike. Na primer, ukoliko se komad gvožđa izloži šoku to jest dejstvu magnetnog polja, gvožđe će se namagnetisati i ponašaće se kao magnet i kada prestane dejstvo šoka, to jest i kada izade iz magnetnog polja.

V

**OBRAČUN BAZIČNE STOPE INFLACIJE
U CRNOJ GORI – METODOLOŠKE I
PRAKTIČNE KONSIDERACIJE**

Nikola Fabris, Zorica Kalezić, Mirjana Đuranović

1. Pokazatelji inflacije

Danas manje više sve centralne banke u svijetu na određen način imaju mandat da ostvare cjenovnu stabilnost. Inflacija i deflacija su nešto što može „vrlo skupo“ koštati ekonomije. Stoga su sve centralne banke zainteresovane da utvrde i prognoziraju kretanje inflacije. Međutim, od velikog značaja je da se prilikom utvrđivanja inflacije napravi razlika između inflacije koja je posljedica jednokratnih šokova i one koja je trajnije prirode.

Pokazatelji inflacije mogu biti različiti: Indeks cijena na malo (RPI), indeks troškova života (COLI), indeks potrošačkih cijena (CPI) i harmonizovani indeks potrošačkih cijena (HICP). Njčešće su u upotrebi CPI i HICP kao indikatori koji jasno mogu oslikati inflaciju jedne zemlje i uporediti je sa inflacijom drugih zemalja. Iako je klasifikacija proizvoda ista (COICOP – Classification Of Individual Consumption by Purpose) za kalkulaciju oba indeksa ipak postoji i određena razlika. Naime, CPI se više koristi kao nacionalni indeks cijena, a HICP kao indeks preko kojega se vrši poređenje sa drugim zemljama. HICP je inače i dizajniran za međunarodno poređenje inflacije potrošačkih cijena.

Indeks potrošačkih cijena (Consumer price index-CPI) je broj koji pokazuje promjene u cijenama roba i usluga koje je domaćinstvo kupilo ili na neki drugi način nabavilo, a koje koristi na direktan ili indirektan način da bi zadovoljilo svoje potrebe. CPI može da služi za više namjena: mjerenje inflacije, poređenje sa kretanjem stopa inflacije u drugim zemljama, indeksiranje plata, deflacioniranje pojedinih kategorija nacionalnih računa i drugih statističkih serija, za razne analitičke svrhe, dok se **harmonizovani indeks potrošačkih cijena** koristi i za kreiranje monetarne politike.

Dakle oba pokazatelja i HICP i CPI imaju osnovnu namjenu, a to je mjerenje inflacije odnosno prate promjenu cijena dobara i usluga u određenom vremenskom periodu. HICP i CPI koriste istu bazu podataka ali mjere inflaciju sa različitim namjerama. Generalno CPI se koristi kao nacionalni indeks koji nije u potpunosti uporediv sa CPI-om drugih zemalja. Za EU je samo HICP pravi pokazatelj inflacije koji se može koristiti za analizu kretanja inflacije između različitih zemalja. Dakle, suštinska namjena oba indeksa je ista ali praktično postoje i određene razlike²⁴ kao što su obuhvat mjerenja poreza, honorara i usluga i obuhvat potrošnje domaćinstva.

Međutim, pored ova dva indikatora mjerenja inflacije pojavljuje se još jedan kojem se sve više posvećuje pažnja a to je **Bazni indikator inflacije** ili kako ga ekonomisti uobičajeno zovu „Core inflation“. Iako se pojam bazne inflacije često koristi u teoriji, nema tačno prihvaćene definicije niti opšte prihvaćenog modela mjerenja ove inflacije. Termin – „core“ je u širokoj upotrebi od strane ekonomista, akademika i nacionalnih bankara, a u upotrebi su još termini bazična i temeljna inflacija.

2. Pojam bazične stope inflacije

Bazična stopa inflacije je stopa inflacije koja isključuje kretanje određenih kategorija proizvoda. Koncept bazične stope inflacije omogućuje razlikovanje između privremenih cijenovnih šokova i dugoročne inflacije. Stoga se bazična inflacija koristi kao indikator trenda dugoročne ili buduće stope inflacije. Danas postoji veliki broj definicija bazične stope inflacije:

- **Bryan and Cechetti (1993)** - bazična inflacija je dugoročna ili trajna komponenta mjerenja indeksa cijena koja je na neki način povezana sa rastom novca.
- **Blinder (1997)** - povezuje baznu inflaciju sa „trajnim“ (durable) dijelom inflacije.
- **Quah and Vahey (1995)** - bazična inflacija je komponenta koja ne može na dugi rok uticati na stvarni output.
- **Smith (2004)** - Bazična inflacija je najbolji prognozer inflacije.

²⁴ Vidjeti Harmonization of CPI-paper by Eurostat, Luxembourg, March 2007

Koncept bazične stope inflacije je prvi put uveden 1975. godine od strane poznatog ekonomiste R. Gordona i tada je iz obračuna inflacije bilo isključeno kretanje cijena hrane i energije. Od tada se koncept bazične stope inflacije u velikoj mjeri razvio i njega danas koristi veliki broj zemalja svijeta. Kategorije proizvoda koje se najčešće isključuju su one kategorije čije formiranje cijena nije pod uticajem uobičajenih ekonomskih kretanja, na koje se može uticati mjerama monetarne politike, već bi se prije moglo reći da su rezultat određenih specifičnosti. Tako, npr. iz obračuna se najčešće isključuju poljoprivredno-prehrambeni proizvodi (njihovo kretanje je u velikoj mjeri rezultat klimatskih kretanja), energija (pod uticajem šokova na strani ponude dominantno), administrativno kontrolisane cijene (rezultat su promjena odluka kreatora ekonomske politike), kamatne stope (povećanje kamatnih stopa radi obaranja inflacije bi onda moglo biti tretirano kao rast inflacije), efekti promjena poreza, efekti promjena cijena koji su rezultat jednokratnih šokova (u pitanju su mjere poput promjena carinskih stopa, subvencija i sl.), sezonskih uticaja i dr.

Sa rastom popularnosti inflacionog targetiranja obračun bazične stope inflacije je dobio dodatno na značaju, jer je uticaj monetarne politike (i ekonomske politike uopšte) mnogo efikasniji na bazičnu stopu inflacije, nego na ukupnu stopu inflacije. Na formiranje tekuće stope inflacije često mogu uticati faktori na koje ne mogu uticati mjere tekuće ekonomske i monetarne politike. Bazična stopa inflacije daje odgovor kreatorima ekonomske politike da li je promjena inflacije rezultat kratkoročnog šoka ili je u pitanju dio dugoročnog trenda. Odgovor na ovo pitanje je vrlo značajan prilikom formulisanja ekonomske i monetarne politike. Takođe, prilikom projekcija budućeg kretanja inflacije mnogo je lakše da se projekcija bazira na bazičnoj stopi inflacije, jer se na taj način isključuju jednokratni šokovi koje je teško prognozirati.

Međutim, danas ne postoji opšteprihvaćena međunarodna definicija koncepta bazične stope inflacije, već se obračun bazične stope inflacije obično prilagođava nacionalnim specifičnostima. Npr., u nekim zemljama se isključuju svi poljoprivredno-prehrambeni proizvodi, a u nekim samo sezonski poljoprivredno-prehrambeni proizvodi. U Kanadi je na primer isključeno osam kategorija proizvoda: voće, povrće, gas, benzin, nafta, dizel međugradski saobraćaj, duvanski proizvodi i kamate. U Srbiji iz obračuna bazične stope inflacije isključeni su sljedeći proizvodi: svježe povrće, voće, jaja, riba, hljeb, mlijeko, cigarete, električna

energija, ugalj, ulje za loženje, lijekovi, derivati nafte, komunalno-stambene usluge, TV pretplata, usluge društvene zaštite, saobraćajne i PTT usluge (Fabris, 2007).

U praksi postoji veliki broj metoda za obračun bazične stope inflacije: metod isključenja, metod procjene trenda, metod procjene ograničenih uticaja i dr. Ipak, daleko najzastupljeniji metod je metod isključenja, koji podrazumjeva da se iz obračuna stope inflacije isključe promijene cijena određenih kategorija proizvoda. Razlozi za najveću popularnost ovog metoda se ogledaju u tome što se obračun po ovom metodu sprovodi relativno jednostavno, što je razumljiv javnosti, kontrola i verifikacija obračuna se može sprovesti relativno lako, ima visok stepen transparentnosti i dr. Ovaj metod će biti primjenjen i u našem slučaju.

U nekim zemljama obračun ovog indeksa vrši centralna banka, a u nekim statistički zavodi, ali generalno u gotovo svim zemljama metodologiju obračuna bazne stope inflacije izrađuje centralna banka (Silver, 2007). Danas veliki broj zemalja koristi bazičnu stopu inflacije, kao dopunski pokazatelj kretanja inflacije, ali neke zemlje, poput Srbije, Češke, Kanade, Finske, Tajlanda i dr., koriste bazičnu stopu inflacije kao operativni target u okviru inflacionog targetiranja.

Međutim, isključivo oslanjanje na bazičnu stopu inflacije može biti pogrešno, jer ono što vide potrošači, privreda i ostali ekonomski subjekti nije bazična stopa inflacije, već ukupna stopa inflacije. Potrošači najčešće prvo primjećuju promjenu cijena prehrambenih proizvoda. Drugim riječima na formiranje inflacionih očekivanja ne utiče bazična stopa inflacije, već ukupna stopa inflacije. Zbog toga je najbolje kombinovati obe stope inflacije. To znači da bazična stopa inflacije ne treba da bude krajnji cilj monetarne politike, već prije intermedijarni target (Rich, 2005.). Bazna inflacije treba da bude dobar indikator trenutnih i budućih trendova inflacije.

3. Empirijska iskustva drugih zemalja

Empirijske studije pokazuju da metodologija obračuna bazne inflacije za jednu zemlju ne znači da je prihvatljiva u potpunosti za obračun iste u nekoj drugoj zemlji, mada se koristi sličan princip isključenja proizvoda koji pokazuju izuzetnu volatilnost u okviru ukupnih komponenti za obračun zvanične inflacije. Najčešće isključivani proizvodi su električna energija i hrana.

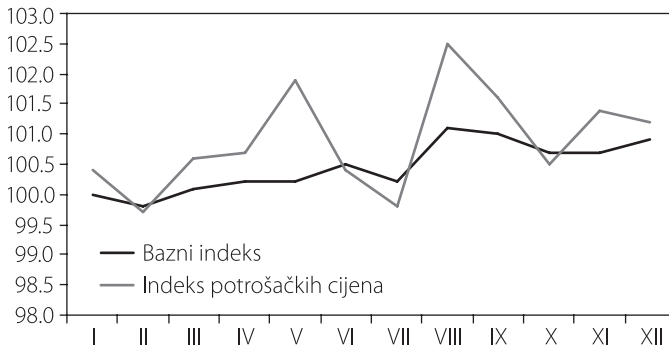
Tabela 5.1: Proizvodi koji se isključuju iz Indeksa potrošačkih cijena (IPC) za obračun bazne inflacije po zemljama

Zemlja	Mjerenje bazne inflacije
SAD	IPC - hrana i energija
Kanada	IPC – hrana, energija, indirektni porezi
Japan	IPC – svježa hrana
Njemačka	IPC – indirektni porezi
Španija	IPC – energija i neprerađena hrana
Portugal	IPC – neprerađena hrana i energija
Peru	IPC – hrana, voće, povrće i gradski prevoz
Mađarska	IPC – neprerađena hrana (svinjsko meso, brašno, žitarice i slanina iz prerađene hrane), ostali sezonski proizvodi, električna energija, gorivo, farmaceutski proizvodi.
Hrvatska	IPC – hrana (poljoprivredni proizvodi), električna energija, naftni derivati i dr.
Srbija	ICM – prehrambeni proizvodi sezonskog karaktera, brašno, električna energija, cigarete, gorivo, lijekovi i dr.
Tajland	IPC - svježa hrana i energija.
Kolumbija	IPC - poljoprivredni proizvodi, usluge javnog servisa i saobraćaj.

Izvor: Statistički zavodi i centralne banke

Srbija

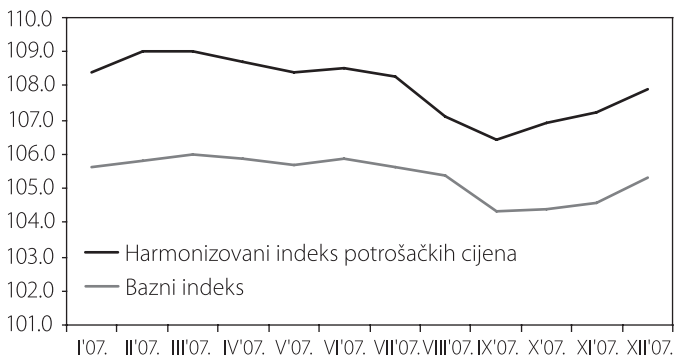
Za obračun bazične stope inflacije Srbija, kao i većina zemalja koristi sistem isključenja određenih proizvoda čije su cijene administrativno regulisane, ali isključuje i određene prehrambene proizvode (prehrambeni proizvodi sezonskog karaktera, zatim brašno i određeni proizvodi od brašna, električna energija, cigarete, gorivo, lijekovi, usluge koje su administrativno regulisane). Indeks se izračunava u Republičkom zavodu za statistiku.

Grafik 5.1: Lančani indeksi za 2007. godinu

Izvor: Republički zavod za statistiku Srbije

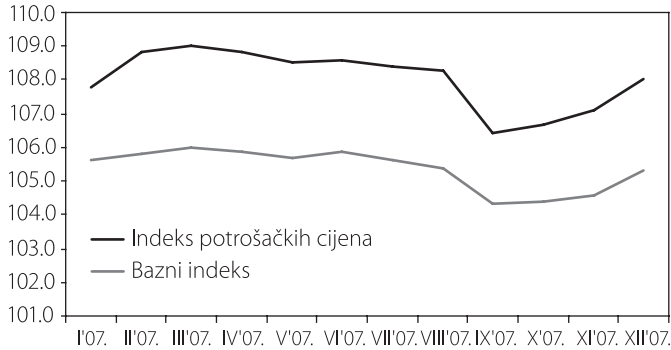
Mađarska

Bazična stopa inflacije se računa tako što se iz postojeće korpe indeksa potrošačkih cijena isključe neprerađeni proizvodi, svinjsko meso, brašno, žitarice i slanina iz prerađene hrane, električna energija, gas, ostala goriva, ostali sezonski proizvodi, farmaceutski proizvodi koji se nadoknađuju od strane socijalnog osiguranja i sl. Nakon isključenja ovih proizvoda zbir njihovih pondera se proporcionalno raspoređuje da bi suma opet bila 100%.

Grafik 5.2: Godišnja stopa rasta (mjesec 2007. u odnosu na isti iz 2006. godine)

Izvor: Zavod za statistiku Mađarske

Grafik 5.3: Godišnja stopa rasta (mjesec 2007. u odnosu na isti iz 2006.godine)

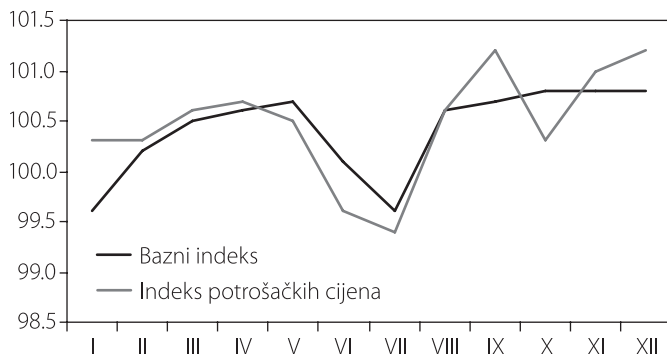


Izvor: Zavod za statistiku Mađarske

Prikazani su grafikoni koji se odnose i na harmonizovnih indeks potrošačkih cijena i indeks potrošačkih cijena gdje se jasno vidi da je razlika između njih neznatna pa podjednako pokazuju odnos između tekuće i bazične inflacije.

Hrvatska

Bazična stopa inflacija se izračunava u Državnom zavodu za statistiku, a dobija se kada se iz korpe dobara i usluga, koja inače služi za izračunavanje ukupnog indeksa potrošačkih cijena, isključe cijene poljoprivrednih proizvoda i administrativno regulisane cijene. Pod administrativno regulisanim cijenama, između ostalog, svrstane su cijene električne energije i cijene naftnih derivata. Iz korpe koja služi za izračunavanje indeksa potrošačkih cijena isključeno je 111 dobara i usluga (korpa 2005. god.). Veći procenat u okviru isključenih dobara i usluga odnosi se na administrativno regulisane cijene. Primjenjen je metod nultog pondera.

Grafik 5.4: Lančani indeksi za 2007. godinu

Izvor: Zavod za statistiku i Narodna banka Hrvatske

4. Metodologija izračunavanja bazične inflacije u Crnoj Gori za 2007. godinu

Imajući u vidu da je inflacija mjerena troškovima života tokom 2007. godine bila 7,7% na godišnjem nivou, prvenstveno usljed eksternih šokova, ideja o stvaranju indeksa bazne inflacije je usmjerena ka ostvarenju dva cilja:

1. Utvrditi koliko je crnogorska ekonomija senzitivna na eksterne šokove rasta cijena pojedinih proizvoda na svjetskim tržištima (nafta i naftni energenti), na rast cijena administrativnih ili posebno regulisanih roba (električna energija, telefonki impulsi fiksne telefonije, lijekovi, komunalne usluge, itd), kao i kretanje cijena sezonskih poljoprivrednih proizvoda. Odnosno osnovni cilj je kvantifikovati relativni uticaj cijena pojedinih kategorija proizvoda (monetarna politika ima limitiran uticaj) na ukupnu inflaciju izraženu indeksom troškova života.
2. Utvrditi do kog nivoa monetarni instrumenti mogu uticati na inflaciju, tj. da li su predominantni razlozi inflacije u protekloj godini u Crnoj Gori eksterne prirode ili se radi o dugoročnoj inflaciji.

Pošto u literaturi i međunarodnoj praksi ne postoji opšti konsenzus koji bi se odnosio na tačan broj proizvoda ili njihovih grupa koji bi trebao biti isključen

iz ukupne korpe dobara, urađene su simulacije koje su se bazirale na komparativnoj analizi formiranja bazične inflacije kod zemalja u okruženju, imajući u vidu specifičnost crnogorske privrede.

Prvi korak u kreiranju bazne inflacije bio je raščlanjivanje korpe proizvoda koji čine indeks troškova života. U tom pravcu, svi proizvodi su raščlanjeni na 81 grupu proizvoda odnosno vremenskih serija. Osnovni cilj ovog postupka bio je utvrđivanje volatilnosti kretanja pojedinih komponenti indeksa troškova života, kako bi se moglo utvrditi da li je potrebno iz bazne inflacije izbaciti još neku od grupa proizvoda koje ne pripadaju onim grupama koje se prema teoriji odstranjuju iz obračuna bazne inflacije.

Naime, na osnovu komparativne analize kao i teorijskog uporišta određene su potencijalne grupe proizvoda koje će biti isključene iz kreiranja bazne inflacije i to: (i) poljoprivredni proizvodi, (ii) administrativno kontrolisani proizvodi (ljekovi, brašno, električna energija, fiksna telefonija), (iii) nafta i naftni derivati. Ovi proizvodu ujedno predstavljaju i važne stavke u uvozu Crne Gore.

U skladu sa očekivanjima, pri provjeri kretanja vremenskih serija u periodu 2005. - 2007. godine utvrđeno je da ove grupe proizvoda mogu biti podijeljeni u tri podgrupe. Prva grupa proizvoda su oni proizvodi koji imaju karakter stacionarnih (administrativno određene cijene električne energije) sa značajnim strukturnim prelomima. Drugu grupu čine proizvodi koji imaju značajnu fluktuaciju sa dugoročnim rastućim trendom (cijena nafte), dok treća grupa proizvoda ima izražen sezonski karakter (sezonsko voće i povrće).

Sa druge strane, potrebno je bilo provjeriti i ostale grupe proizvoda. Naime, ako neka grupa proizvoda sa značajnim učešćem (ponderom) u ukupnom indeksu troškova života ima veliku fluktuaciju, bazična inflacija će „hvatati“ fluktuaciju te grupe proizvoda, tj. neće odražavati „prosječno“ kretanje grupe proizvoda koji čine bazičnu inflaciju.

Kao što se može vidjeti iz Tabele 5.2 prosječni indeks troškova života na godišnjem nivou (ne uzimajući u obzir pondere koje ove grupe proizvoda imaju) iznosio je 107,07, dok je standardna devijacija iznosila u prosjeku 7,61 odnosno 6,75% indeksa, a što ukazuje na značajnu fluktuaciju indeksa troškova života na godišnjem nivou.

Kada smo iz ukupne grupe proizvoda koji čine korpu indeksa troškova života isključili proizvode koji ne ulaze u bazičnu inflaciju, utvrđeno je da je osnovna fluktuacija bazirana upravo u ovim proizvodima.

Tabela 5.2: Komparacija varijabilnosti ukupnog prosječnog indeksa troškova života i eksternog indeksa troškova života

	Ukupni (prosječni) indeks troškova života	Eksterni indeks troškova života*
Prosječna Vrijednost indeksa**	107,07	110,6
Prosječna Standardna devijacija	7,61	13,57
Učešće standarde devijacije u ukupnoj vrijenosti indeksa (%)	6,75	11,81

* Eksterni indeks troškova života se odnosi na proizvode koji prema preovladavajućoj praksi trebaju biti isključeni iz bazične inflacije (sezonski poljoprivredni proizvodi, administrativno odnosno netržišno određeni proizvodi i proizvodi čija se cijena formira na svjetskim tržištima)

** Prosječna vrijednost indeksa podrazumijeva vrijednost indeksa troškova života gdje je svakoj grupi proizvoda dat isti ponder.

Naime, prosječna vrijednost indeksa bazične inflacije (ne uzimajući u obzir njihove pondere u ukupnom indeksu troškova života) isključenih proizvoda iznosi 110,6, standardna devijacija 13,57 odnosno 11,81% indeksa, što ukazuje da ovi proizvodi imaju daleko veću fluktuaciju od prosječne. Od ostalih proizvoda koji pripadaju korpi indeksa bazične inflacije jedino šećer ima veliku fluktuaciju sa standardnom devijacijom od 18,02, odnosno 16,5% srednje vrijednosti indeksa troškova života koji se odnose na ovaj proizvod. Imajući u vidu da se cijena ovog proizvoda određuje na svjetskim robnim tržištima to je bio argument više da isključimo i ovaj proizvod. Međutim, imajući u obzir da ponder ovog proizvoda čini manje od 1% ukupne korpe dobara (86 od 10000), ovaj proizvod za sada nismo isključili iz korpe dobara na osnovu koje se izračunava bazični indeks troškova života. Međutim, kretanje indeksa troškova života za ovaj proizvod će se pratiti kao potencijalni proizvod koji ne pripada korpi indeksa bazične inflacije.

4.1. Izračunavanje bazične inflacije u Crnoj Gori za 2007. godinu i dobijeni rezultati

Poslije provjere kretanja vremenskih serija korpe proizvoda koje čine indeks troškova života za 2007. godinu, metodološki su pred nama bile dvije opcije da se iz njih formira indeks bazične inflacije za 2007. godinu.

Prva metodologija se odnosi na postupak da se svi proizvodi za koje se pretpostavlja da ne ulaze u indeks bazične inflacije izbacuju iz postojeće korpe dobara i da se ponderi ostalih proizvoda koji ulaze u indeks, linearno povećaju. Drugi pristup se bazira na redefinisavanju pondera proizvoda koji ulaze u indeks troškova života. Prema ovoj metodologiji svi proizvodi koji se koriste pri stvaranju indeksa troškova života ostaju u korpi dobara bazičnog indeksa troškova života. Međutim ponderi koji su se odnosili na indeks troškova života se mijenjaju na taj način da se svakoj grupi proizvoda dodjeljuju novi ponderi čija je veličina inverzna vrijednosti standardne devijacije koju svaka od grupa proizvoda ima. Tako oni proizvodi koji imaju veliku oscilaciju dobijaju manje podere dok oni koji su „statičniji“ dobijaju veći ponder. Oba metoda veoma slična, ali osnovna razlika je da se prvi oslanja na teorijske pretpostavke koje se odnose na to šta bazična inflacija treba da predstavlja stavljajući u prvi plan monetarno djelovanje, dok je druga metoda sofisticiranija sa stanovišta tehničkog pristupa bazičnoj inflaciji, odnosno u osnovi razmatranja nisu grupe proizvoda koje po pravilu moraju da budu isključene iz bazične inflacije, već varijabilnost vremenskih serija grupa proizvoda koji utiču na fluktuaciju ukupne inflacije.

Imajući u vidu da u slučaju Crne Gore upravo proizvodi koji imaju najveće vrijednosti standardnih devijacija predstavljaju proizvode koji su određeni za isključivanje iz korpe dobara indeksa bazične inflacije, odlučeno je da se primijeni prva metoda u izradi indeksa bazične inflacije.

U simulaciji za 2007. godinu urađena su dva indeksa bazične inflacije. Prvi isključuje poljoprivredne proizvode (stalne i sezonske), proizvode sa administrativno određenim cijenama i proizvodi čija se cijena određuje na svjetskim tržištima. Drugi indeks u bazičnu inflaciju uključuje poljoprivredne proizvode, imajući u vidu da se najveće fluktuacije u proteklom periodu odnose na proizvode sa administrativno regulisanim cijenama, kao i proizvodi čija se cijena određuje na svjetskim tržištima.

Naša pretpostavka je da je u protekloj godini indeks bazične inflacije bio drastično niži od indeksa troškova života imajući u vidu da je u protekloj godini upravo rast cijena električne energije, nafte i naftnih derivata, kao i nekih poljoprivrednih proizvoda uslovio inflaciju u drugom polugodištu 2007. godine. Dobijeni rezultati su prikazani na grafiku br. 5.5 odnosno tabeli br. 5.3.

Grafik 5.5: Komparacija indeksa troškova života 2007-06 i bazičnog indeksa troškova života 1 i eksternog indeksa troškova života

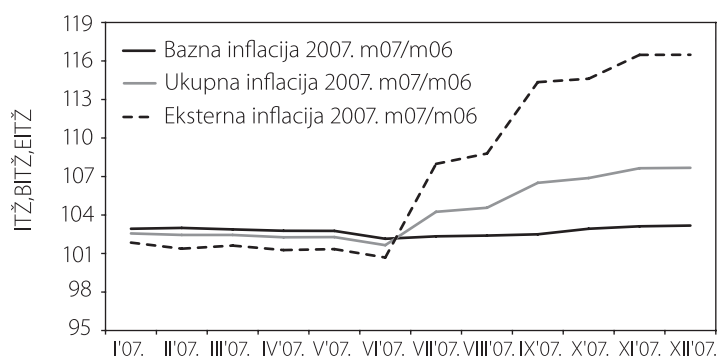


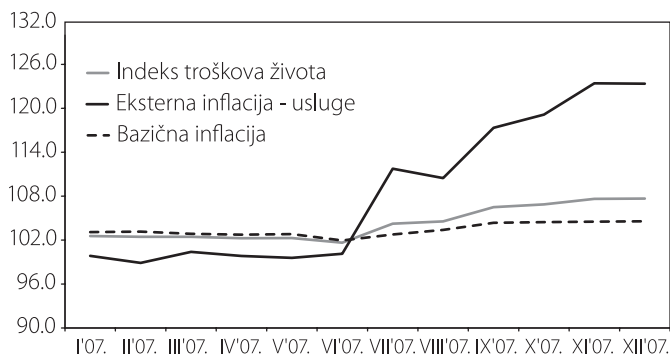
Tabela 5.3: Komparacija indeksa troškova života 2007-06 i bazičnog indeksa troškova života 1 i eksternog indeksa troškova života

Mjeseci	Bazični indeks troškova života 1 m07/m06	Indeks troškova života m07/m06	Eksterni indeks troškova života m07/m06
Jan-07	102,9	102,6	101,8
Feb-07	103,0	102,5	101,4
Mar-07	102,9	102,5	101,6
Apr-07	102,8	102,3	101,3
Maj-07	102,8	102,3	101,3
Jun-07	102,1	101,7	100,7
Jul-07	102,3	104,3	108,0
Avg-07	102,4	104,6	108,8
Sep-07	102,5	106,5	114,4
Okt-07	102,9	106,9	114,6
Nov-07	103,1	107,6	116,5
Dec-07	103,2	107,7	116,5

U skladu sa očekivanjima eksterna inflacija, kako smo nazvali indeks kretanja cijena proizvoda koji su isključeni iz korpe proizvoda koji čine indeks bazične inflacije, je do jula mjeseca 2007. godine bio manji of indeksa troškova života (0,7 % odnosno 1,7%). Međutim, poslije skoka cijena električne energije, fiksnih telefonskih impulsa kao i cijena nafte, bazična inflacija postaje značajno manja od ukupne inflacije (3,2% odnosno 7,7% na kraju 2007. godine), dok je eksterna inflacija iznosila 16,5%.

Drugi bazični indeks troškova života u korpu bazične inflacije uključuje poljoprivredne proizvode. Namjera praćenja drugog indeksa bazične inflacije bila je izolovati onu grupu proizvoda koja ima najveći varijabilitet ili najveće strukturne promjene (administrativno odnosno netržišno određene cijene), a koje u isto vrijeme zauzimaju značajno mjesto u ukupnom indeksu troškova života. U ovom slučaju razlika između bazičnog indeksa troškova života i ukupnog indeksa troškova života postaje još izraženija.

Grafik 5.6: Komparacija indeksa troškova života 2007-06 i bazičnog indeksa troškova života 2



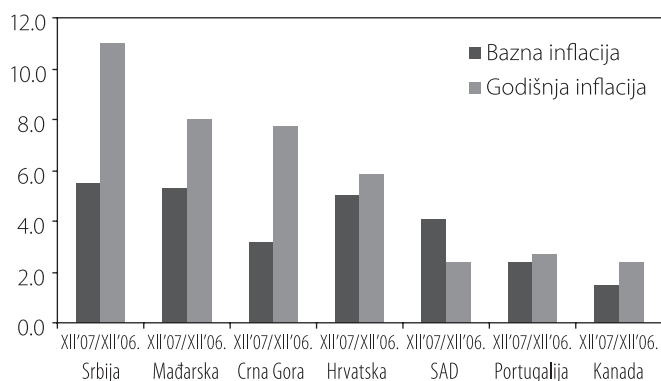
Kao što se može vidjeti iz grafika br. 5.6 odnosno tabele br. 5.4 isključujući poljoprivredne proizvode bazični indeks troškova života postaje bliži ukupnom indeksu troškova života (4,6% odnosno 7,7%), dok vrijednost eksternog indeksa troškova života postaje značajno viša (23,4% u decembru 2007. g) što ide u prilog pretpostavci da se gro varijacije cijena koje su izazvale inflaciju u drugom polugodištu odnosio na promjenu cijena električne energije i fiksne telefonije (netržišno određene cijene). Ipak, smatramo da veći značaj treba dati

prvom indeksu, jer se u narednom periodu mogu očekivati veće fluktuacije cijena poljoprivredno-prehrambenih proizvoda na svjetskom tržištu.

Tabela 5.4: Komparacija indeksa troškova života 2007-06 i bazičnog indeksa troškova života 2 i eksternog indeksa troškova života

Mjeseci	Bazični indeks troškova života 1 m07/m06	Indeks troškova života 2 m07/m06	Eksterni indeks troškova života m07/m06
Jan-07	103,1	102,6	99,9
Feb-07	103,2	102,5	98,9
Mar-07	102,9	102,5	100,4
Apr-07	102,7	102,3	99,8
Maj-07	102,8	102,3	99,6
Jun-07	102,0	101,7	100,1
Jul-07	102,8	104,3	111,8
Avg-07	103,4	104,6	110,5
Sep-07	104,4	106,5	117,3
Okt-07	104,5	106,9	119,1
Nov-07	104,5	107,6	123,4
Dec-07	104,6	107,7	123,4

Grafik 5.7: Komparacija sa drugim zemljama



Izvor: Zavodi za statistiku i Centralne banke

5. Zaključna razmatranja

Određivanje bazične inflacije predstavlja korak naprijed u analizi inflacije u Crnoj Gori, imajući u vidu limitiranost monetarne politike na njeno kretanje u slučaju eurizovane ekonomije. Na ovaj način će se pružiti dopunske informacije i za vođenje monetarne politike, a i ekonomske politike uopšte.

Izuzetno je važno uočiti koji elementi inflacije ni pod kojim uslovima ne mogu biti tretirani limitiranim instrumentima monetarne ili fiskalne politike. Na osnovu analize bazične inflacije postaje jasno da je uticaj administrativno određenih cijena izrazito jak, tačnije strukturni prelomi ovih cijena čine varijacije inflacije u Crnoj Gori izrazitim (decembar 2005. godine i jul 2007. godine). U tom pravcu, treba razmišljati u smjeru gradualističkog pristupa usklađivanja ovih cijena, jer rast (posebno bez prethodne najave) cijena proizvoda ili usluga od 100% (telefonske usluge na kraju 2004. g) ili rast cijene električne energije od preko 30% (jul 2007. g) posebno ukoliko se dešava naporedo sa nekim drugim eksternim šokom (rast cijena nafte i naftnih derivata) negativno utiče na inflatorna očekivanja i projektovanje inflacije. Postepeno otklanjanje cijenovnih dispariteta će uticati na niži nivo inflacionih očekivanja. Takođe, treba imati u vidu da je za Crnu Goru od velikog značaja da se otklone svi cijenovni dispariteti do ulaska u Evropsku uniju, kako bismo se u najkraćem mogućem roku „kvalifikovali“ za članstvo u Evropskoj monetarnoj uniji. Takva politika nužno vodi nešto višoj stopi inflacije. U svakom slučaju vrlo sugestivno može biti iskustvo nekih baltičkih republika koje su kriterijum inflacije ispunjavale godinama, a kada su ušle u proces evaluacije za Evropsku monetarnu uniju nijesu uspjele da ostvare ovaj kriterijum.

Spisak korišćene literature

1. *Central Bank of Norway*, „Alternative indicators of Core inflation for Norway“, supporting paper submitted by the Central Bank of Norway, Geneva, 10-12 May 2006.
2. *Czech Statistical Office*, 2006., „Core Inflation Measurement – Czech Experience“, ECE/CES/GE.22/2006/SP3
3. *Dimitrijević, B., i Fabris, N.*, 2007., „Ekonomaska politika – teorija i analiza“, Ekonomski fakultet, Beograd
4. *ECB*, 2006., „A user point of view on core inflation measure“, Invited paper submitted by the European Central Bank – Geneva, 10-12 May 2006.
5. *Gordon, R.*, 1975., „The impact of Aggregate Demand on Prices“, *Brookings Papers on Economic Activity*, br. 3.
6. *MMF*, *Core Inflation: Measurement and Statistical Issues in Choosing Among Alternative Measures*, *IMF Staff Papers* (2007) 54, 163–190
7. *MMF*, 2006., „Core inflation: Measure and other choice“, submitted by IMF - Geneva, 10-12 May 2006.
8. *Rich, R. i Steindel, C.*, 2005. „A Review of Core Inflation and Evaluation of its Measures“, *Staff Report* br. 236
9. *Silver, M.*, 2007., *Core Inflation: Measurement and Statistical Issues in Choosing Among Alternative Measures*, *IMF Staff Papers*, vol 54, br. 1
10. *Wynne, M.*, 1999., „Core inflation“: A Review of Some Conceptual Issues“, *ECB, Working Paper*, br. 5.

VI

**EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE UTICAJA
OBAVEZNE REZERVE NA OSNOVNE
FINANSIJSKE VARIJABLE U CRNOJ GORI**

Zorica Kalezić sa saradnicima

1. Uvodne napomene

Imajući u vidu relativno ograničen broj instrumenata monetarne politike kojima raspolaže CBCG, jedno od ključnih pitanja je kako utiče obavezna rezerva na najvažnije varijable poput depozita, kredita, pozajmica banaka iz inostranstva, aktivne kamatne stope i dr. Stoga smo sprovedi ekonometrijsko testiranje uticaja obavezne rezerve na pomenute varijable. U testiranju su primjenjena dva modela: Dinamički linearni regresioni model (DLRM), procijenjen OLS metodom, koji posmatra dugoročni uticaj i Mehanizam korekcije grešaka (ECM) koji posmatra kratkoročne efekte.

Ovaj materijal izražava stavove autora. Ovi pogledi ne moraju nužno predstavljati stavove i politiku Centralne banke Crne Gore.

2. Uticaj nivoa obavezne rezerve na nivo depozita i kredita u bankarskom sistemu Crne Gore

Teorijski, osnovu za izradu regresija uticaja nivoa obavezne rezerve na osnovne bankarske elemente, nivo depozita i nivo kredita, baziramo na teoriji „money channela“, razvijenog od strane Bernarke i Getlera (1994), koja se odnosi na upotrebu obavezne rezerve i kamatne stope na državne HOV kao osnovnih monetarnih elemenata uticaja na bankarski i realni sektor. U ovom empirijskom istraživanju fokusiraćemo se na uticaj obavezne rezerve na osnove varijable bankarskih tokova (nivo kredita, nivo depozita, pozajmica iz inostranstva, i aktivne kamatne stope).

2.1. Osnovne pretpostavke i hipoteze testirane regresijama uticaja obavezne rezerve

U okviru regresije, bazični pristup je uticaj obavezne rezerve na bankarske elemente, tako da će se ovim modelom obuhvatiti varijable iz finansijske sfere, izostavljajući na sadašnjem nivou istraživanja realni sektor, tj. Money channel prije svega istražuje uticaj dvije egzogene varijable (instrumenta monetarne politike): 1. Nivo obavezne rezerve i 2. Uticaj kamatnih stopa na državne HOV na nivo osnovnih bankarskih elemenata: nivo depozita i nivo kredita kao i na njihovu ročnu strukturu.

Pri razradi korišćenih modela date su pretpostavke kojima su modeli ograničeni:

- S obzirom da Crna Gora koristi euro kao sredstvo plaćanja u sprovođenju monetarne politike, kao najizražajniiji instrument monetarne politike je nivo (stopa) obavezne rezerve.
- U cilju simplifikacije modela pretpostavka je da se nivo depozita raspoređuje na tri elementa: obaveznu rezervu (OBREZ), kredite (KREDITI) i HOV koje ne ulaze u obaveznu rezervu.

$DEPOZITI = OBREZ + KREDITI + HOV$ (koje ne ulaze u obaveznu rezervu),

gdje je:

$$OBREZ = \alpha * DEPOZITI$$

nivo državnih zapisa je neelastičan u odnosu na kamatnu stopu na državne zapise, tj:

$$-1 < \Delta DRZAPISI / KR28 \Delta < 1$$

Osnovne hipoteze koje će biti pretpostavljene modelom su:

- Sa porastom stope obavezne rezerve dolazi do smanjenja sredstava koja su raspoloživa za kredite, što uslovljava smanjenje nivoa kredita i povećanje aktivne kamatne stope:

$$\Delta KREDITI / \Delta OBREZ < 0 \text{ I } \Delta AKS / \Delta OBREZ > 0$$

- Sa porastom stope obavezne rezerve doći će do promjene ročne strukture depozita. Modelom je ročna struktura depozita (RSD) data kao ratio kratkoročnih i dugoročnih depozita (depoziti ročnosti do 1 godine /depoziti ročnosti preko 1 godine). S obzirom na to da se obavezna rezerva odnosi na kratkoročne depozite, povećanjem stope obavezne rezerve očekuje se smanjenje racia ročne strukture depozita, tj:

$$\Delta RSD / \Delta OBREZ < 0$$

- Modelom testiramo hipotezu o postojanju negativne korelacije između nivoa obavezne rezerve i pozajmica iz inostranstva, tj:

$$\Delta POZBANK / \Delta OBREZ < 0$$

3. Korišćeni podaci i specifikacija varijabli korišćenih u modelu

Podaci korišćeni u empirijskom istraživanju uticaja obavezne rezerve na nivo kredita, nivo kamatne stope, ročne strukture depozita i pozajmice bankama su podaci na mjesečnom nivou, za period mart 2002. - jun 2006, tako da svaka vremenska serija ima 50 observacija. Činjenica da su bile dostupne relativno kratke vremenske serije predstavlja značajno ograničenje modela. Varijable koje su obuhvaćene modelom date su u sljedećoj tabeli:

Tabela 6.1: Pregled varijabli korišćenih u ECM I OLS regresijama

Naziv varijable	Opis varijable	Tip varijable
Krediti	Nivo kredita	Endogena
Depoziti	Nivo depozita	Endogena
DPV	Nivo depozita po viđenju	Endogena
DPV3MJ	Nivo depozita ročnosti do 3 mjeseca	Endogena
DPV31	Nivo depozita ročnosti do 1 godine	Endogena
DPV13	Nivo depozita preko 1 godine	Endogena
RSD	Racio ročne strukture depozita = $(dpv + dp3mjeseca + dp3mjeseca \text{ do } 1 \text{ god}) / (dp1-3god + dp3+god) * 100$	Endogena
Pozbank	Nivo pozajmica bankama iz inostranstva	Endogena
Obrez	Nivo obavezne rezerve	Egzogena

Tabela 6.1: Pregled varijabli korišćenih u ECM I OLS regresijama - *nastavak tabele*

Naziv varijable	Opis varijable	Tip varijable
Dummyob1, Dummyob2, Dummyob3, Dummyob4, Dummyob5	Dummy varijable za dinamiku promjene stope obavezne rezerve	Dummy predeterminisane varijable
Aks	Ponderisani nivo aktivne kamatne stope	Endogena
Dummyks1, Dummyks2, Dummyks3	Dummy varijable za dinamiku promjene kreditnog rizika zemlje*	Dummy predeterminisane varijable
Prnberzi	Nivo ostvarenog prometa na berzi	Endogena
Nexpif	Lančani indixi na Nex Montenegro berzi	Endogena
Moste	Lančani indixi na Montenegro berzi	Endogena
Nex20	Lančani indixi na Nex Montenegro berzi	Endogena
Sdi	Nivo stranih direktnih investicija	Endogena
Ks28	Ponderisana kamatna stopa na kratkoročne državne HOV ročnosti 28 dana	Egzogena
Ks56	Ponderisana kamatna stopa na kratkoročne državne HOV ročnosti 56 dana	Egzogena
Ks92	Ponderisana kamatna stopa na kratkoročne državne HOV ročnosti 92 dana	Egzogena
Ks182	Ponderisana kamatna stopa na kratkoročne državne HOV ročnosti 182 dana	Egzogena

* Za proxy je uzeta promjena ocjene S&P logterm risk za Crnu Goru.

3.1. Specifikacija modela uticaja obavezne rezerve na osnovne varijable bankarskih tokova

Na osnovu karakteristika osnovnih vremenskih serija (nivoa kredita, nivoa depozita, nivoa obavezne rezerve, kretanja pozajmica banaka iz inostranstva) korišćenih u modelu upotrijebljen je VAR model²⁵ čiji rezultati su upoređivani sa DRLM (Dynamic Linear Regression Model) procijenjen OLS metodom kao i ECM model.

²⁵ VAR model predstavlja standardni model koji se upotrebljava kod vremenskih serija kod kojih je određena varijabla linearna funkcija sopstvenih lag-ova, lagovima ostalih endogenih kao i potencijalno ostalih drugih egzogenih varijabli.

Tako je osnovna jednačina uticaja obavezne rezerve i ostalih egzogenih varijabli u generalizovanom obliku data sledećom jednačinom (konačan oblik jednačine dat je u dijelu 4.2. koji se odnosi na specifikaciju jednačina u odnosu na nivo signifikantnih lagova koji su uzeti u obzir na osnovu kriterijuma signifikantnosti pri $\alpha=1\%$, 5% i 10% nivoima povjerenja).²⁶

$$y_t = v + A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + Bx_t + u_t \dots \dots \dots (1)$$

gdje je: $y_t = (y_{1t}, \dots, y_{kt})$ – $K \times 1$ proizvoljno određen vektor,

x_t je $M \times 1$ vektor egzogenih varijabli

B je $K \times M$ matrica koeficijenata,

v je $K \times 1$ vektor parametara

u_t predstavlja nivo standardne greške

$E(u_t) = 0$,

$E(u_t u_{t-s}) = \Sigma_i$

$E(u_t u_{t-s}) = 0$ za $t - s$

ECM Model - Stacionarnost serija

U cilju sagledavanja potencijalne nestacionarnosti serija kamatnih stopa, depozita, obavezne rezerve i ostalih varijabli određenih modelom, korišćen je Augmented Dickey Fuller (Unit Root test za stacionarnost serija) test, koji predstavlja standardni instrument za otkrivanje potencijalne nestacionarnosti serija, koje je neophodno „otkloniti“ kroz diferencijaciju u cilju ostvarenja realnih odnosa u jednačinama. Na svim serijama je sproveden Augmented Dickey Fuller test za postojanje Unit Root-a“, odnosno određivanja nivoa stacioniranosti serija.²⁷

U tabeli br. 6.2 dat je prikaz serija prema nivou njihove stacionarnosti i nivoa integracije, nivo $I(0)$, stopa rasta $I(1)$ i promjena stope rasta $I(2)$.

²⁶ Za svaku jednačinu je urađen i „Granger causality test“ koji predstavlja koristan instrument u otkrivanje vremenske kauzalnosti varijabli, tj. u kom pravcu započinje zavisnost između dvije varijable sa stanovišta vremena.

²⁷ Stacionarni procesi se karakterišu srednjom vrijednošću i varijansom koje ne variraju u vremenu. U modelima stacionarnost mora biti ostvarena da se ne bi desila tzv. Spurious odnosno regresija bez smisla, koja proističe iz sličnog kretanja vremenskih serija koje u realnoj stvarnosti nemaju nikakav međusoban uticaj.

Tabela 6.2: Pregled stacionarnosti vremenskih serija

Varijabla	Nivo na kojem se ostvaruje stacionarnost serije (Unit Root) koristeći ADF test	Nivo povjerenja
Krediti	I(1)	1% 5% 10%
Depoziti	I(1)	1% 5% 10%
DPV	I(1)	1% 5% 10%
DPV3MJ	I(2)	1% 5% 10%
DPV31	I(1)	1% 5% 10%
DPV13	I(1)	1% 5% 10%
RSD	I(1)	1% 5% 10%
Pozbank	I(1)	1% 5% 10%
Obrez	I(1)	1% 5% 10%
Aks	I(0)	1% 5% 10%
Prnberzi	I(0)	1% 5% 10%
Nexpif	I(1)	1% 5% 10%
Nexmoste	I(1)	1% 5% 10%
Nex20	I(1)	1% 5% 10%
sdi	I(0)	1% 5% 10%
Ks28	I(2)	1% 5% 10%
Ks56	I(1)	1% 5% 10%
Ks92	I(1)	1% 5% 10%
Ks182	I(1)	1% 5% 10%

4. Model uticaja obavezne rezerve

4.1. Model uticaja obavezne rezerve na stopu rasta kredita

Iz tabele br. 6.3 se primjećuje da varijabla logkrediti predstavlja stacionarnu vremensku seriju, isto kao i varijable logdepoziti, što podrazumijeva i njihovu međusobnu kointegrisanost, tako da će biti primjenjen ECM model²⁸. Simplifikovani ECM model sadrži dugoročnu ravnotežu i kratkoročnu dinamiku u okviru samo jedne jednačine, a s obzirom na nivo stacionarnosti većine varijabli i

²⁸ Iako ECM model nije čest model kod stacionarnih serija iako su integrisane, ovaj model je odličan u prikazivanju kratkoročnih i dugoročnih efekata uticaja depozita na kredite u dugom roku, i u tom pravcu ECM model je jedini model koji u jednoj jednačini obuhvata kratkoročne i dugoročne efekte.

njihovu kointegrisanost je iskorišćen u određivanju uticaja obavezne rezerve na osnovne bankarske varijable.

Prije osnovnog modela provjerena je „Granger causality“ zavisnost između nivoa kredita i novoa depozita, obzirom da su obje serije stacionirane na I(1) nivou.

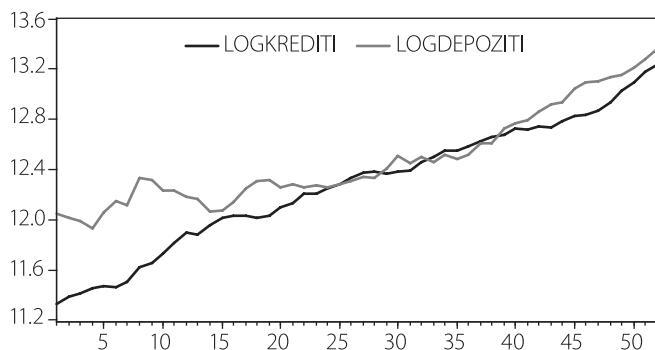
Tabela 6.3: Granger causality test na vremenskim serijama kredita i depozita

Pairwise Granger Causality Tests			
Lags: 8			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
LOGDEPOZITI does not Granger Cause LOGKREDITI	44	3.73722	0.00462
LOGKREDITI does not Granger Cause LOGDEPOZITI		0.75018	0.64783
Null Hypothesis rejection range		Fcritical 5% 3.23	

Rezultati F satatistike pokazuju da sa preciznošću $\alpha=95\%$, vremenska kauzalnost ide u pravcu: depoziti kauzalno utiču (iniciraju) kredite, dok obrnuta kauzalnost nije evidentna na nivou od 8 vremenskih lagova (osam mjeseci unazad).

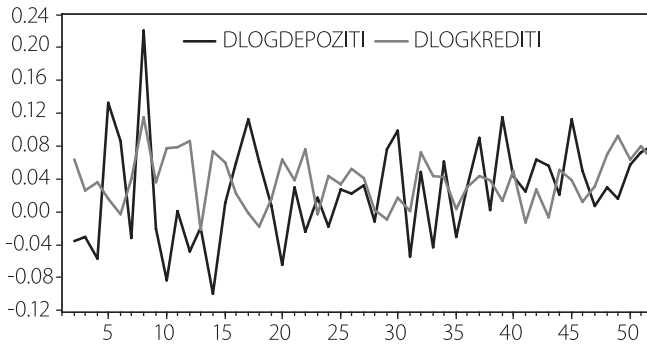
Pri procjeni uticaja stope rasta depozita na stopu rasta kredita, pri plotiranju kao i iz ADF testa utvrđeno je da obje serije imaju sličan trend na nivoima (logdepoziti, logkrediti) koji onemogućava da se utvrdi realni uticaj nivoa depozita na kredite, pošto bi regresija u tom slučaju samo „pokupila“ zajednički trend, ne odražavajući pravu zavisnost ove dvije vremenske serije.

Grafik 6.1: Kretanje nivoa kredita i depozita za period mart 2002-jun 2006



Diferencijacijom nivoa kredita i depozita došlo je do dekomponovanja trendova ovih vremenskih serija, pri čemu su se stvorili uslovi za primjenu Error Correction Mechanism modela, obzirom da je kointegrisanost serija postignuta na I(1) nivou stacionarnosti.

Grafik 6.2: Kretanje stopa rasta kredita i depozita za period mart 2002-jun 2006.



U cilju utvrđivanja kratkoročnog uticaja depozita na kredite dat je pojednostavljeni ECM model, kojim je utvrđeno da se na mjesečnom nivou na dugi rok diskvilibrijum između ovih kointegriranih serija koriguje svakog mjeseca za 3,48%.

Tabela 6.4: ECM kratkoročni uticaj stope rasta depozita na stopu rasta kredita

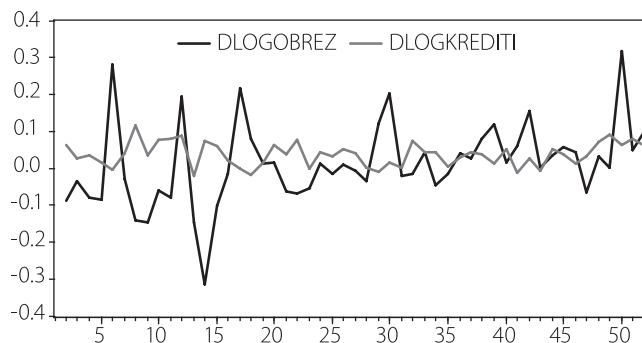
Dependent Variable: DLOGKREDITI				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 3 52				
Included observations: 50 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.039493	0.007693	5.133983	0.0000
DLOGDEPOZITI	-0.062158	0.074156	-0.838214	0.4063
DDDEPOZITI	-0.162223	0.074566	-2.175571***	0.0349
DDLOGKREDITI	0.097092	0.140600	0.690557	0.4934
RESID03	-0.034879	0.022813	-1.528904	0.1333
R-squared	0.141044	Mean dependent var		0.036898
Adjusted R-squared	0.064692	S.D. dependent var		0.031894
S.E. of regression	0.030845	Akaike info criterion		-4.025036
Sum squared resid	0.042814	Schwarz criterion		-3.833833
Log likelihood	105.6259	F-statistic		1.847293
Durbin-Watson stat	2.035405	Prob(F-statistic)		0.136410

Prije primjene ECM modela na analizu uticaja nivoa kredita na obaveznu rezervu primijenili smo Granger causality test, koji otkriva potencijalnu kauzalnost uticaja rasta stope obavezne rezerve i stope rasta kredita. Na osnovu nivoa F statistike poslije 4 laga je otkrivena limitirana vremenska kauzlanost **uticaja stope rasta obavezne rezerve na stopu rasta kredita** sa nivoom provjerenja $\alpha=0.25\%$ $F(1,47)=1.36$. Prethodno je stacionarnost serija obezbijeđena njihovim diferenciranjem. (Grafik br. 6.3).

Tabela 6.5: „Granger causality“ stope rasta obavezne rezerve i kredita

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1 52			
Lags: 4			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
DLOGOBREZ does not Granger Cause DLOGKREDITI	47	1.74160*	0.16103
DLOGKREDITI does not Granger Cause DLOGOBREZ		0.26457	0.89887
F CRITICAL $\alpha=0,25\%$ $F(1,47)=1.36$			

Grafik 6.3: Kretanje stope rasta obavezne rezerve i nivoa kredita mart 2002-jun 2006



Na osnovu ECM modela uticaja rasta stope obavezne rezerve na stopu rasta kredita, dobijeni rezultat je u skladu sa ekonomskom teorijom da porast nivoa obavezne rezerve dovodi do smanjenja nivoa kredita. Na osnovu modela, ove dvije kointegrirane serije, može se primijetiti da sa nivoom povjerenja od $\alpha=95\%$, na kratak rok rast nivoa obavezne rezerve od 1% dovešće u kratkom roku do pada stope rasta kredita od 0,11%.

Tabela 6.6: ECM kratakoročni uticaj stope rasta obavezne rezerve na stopu rasta kredita

Dependent Variable: DLOGKREDITI				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 3 52				
Included observations: 50 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.034093	0.007070	4.821842	0.0000
DDLOGKREDITI	0.103728	0.144581	0.717444	0.4768
DLOGOBREZ	-0.108716	0.054943	-1.978687	0.0540
DDLOGOBREZ	0.062096	0.042815	1.450342	0.1539
RESID01	0.005875	0.010887	0.539649	0.5921
R-squared	0.104677	Mean dependent var		0.036898
Adjusted R-squared	0.025092	S.D. dependent var		0.031894
S.E. of regression	0.031491	Akaike info criterion		-3.983568
Sum squared resid	0.044627	Schwarz criterion		-3.792366
Log likelihood	104.5892	F-statistic		1.315292
Durbin-Watson stat	1.864020	Prob(F-statistic)		0.278786

Generalni model kojim se obuhvata dugoročni uticaj između stope rasta kredita i signifikantnih varijabli koje na nju utiču dat je u tabeli br. 6.7.

Tabela 6.7: DLRM Stope rasta kredita i obavezne rezerve

Dependent Variable: DLOGKREDITI				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 24 39				
Included observations: 16 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLOGDEPOZITI	0.251656	0.313575	0.802538	0.5065
DDDEPOZITI	0.822547	0.322607	2.549690***	0.1255
DLOGAKS	0.887242	0.222681	3.984362***	0.0576
DLOGOBREZ	-0.311950	0.280729	-1.111211	0.3822
DLOGPRNBERZI	0.027642	0.009058	3.051553***	0.0927
DLOGSDI	0.030937	0.009658	3.203112***	0.0852
DDLOGAKS	-0.403910	0.115751	-3.489461***	0.0732

Tabela 6.7: DLRM Stope rasta kredita i obavezne rezerve - *nastavak tabele*

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DDLOGPOZBANK	-0.178563	0.100177	-1.782469	0.2166
DLOGRSD	0.067221	0.024965	2.692609***	0.1147
DDLOGRSD	0.030405	0.013569	2.240790***	0.1543
DDLOGOBREZ	0.155680	0.105046	1.482025	0.2765
DLOGKS28	-0.009642	0.037697	-0.255783	0.8220
DDLOGKS28	-0.170760	0.116878	-1.461009	0.2815
C	0.005375	0.008286	0.648630	0.5831
R-squared	0.956757	Mean dependent var		0.029338
Adjusted R-squared	0.675679	S.D. dependent var		0.022636
S.E. of regression	0.012891	Akaike info criterion		-6.193987
Sum squared resid	0.000332	Schwarz criterion		-5.517972
Log likelihood	63.55189	F-statistic		3.403885
Durbin-Watson stat	2.577616	Prob(F-statistic)		0.249741

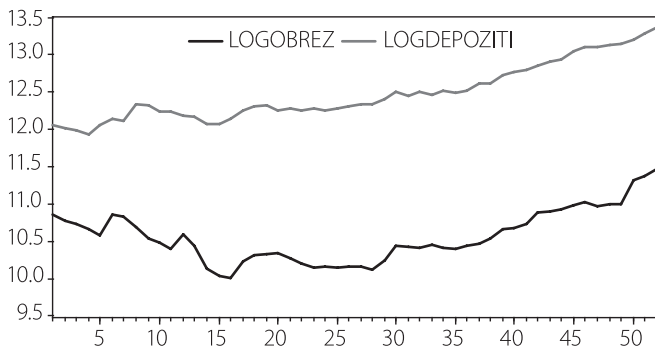
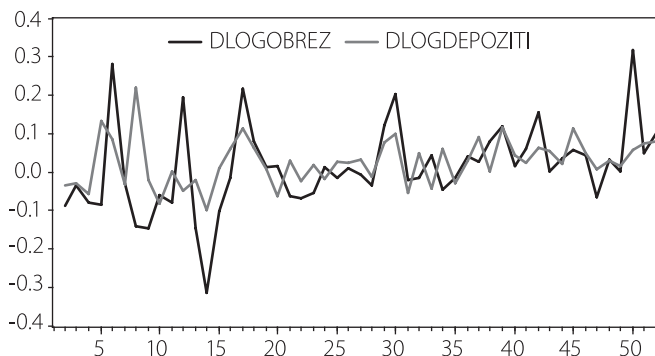
Primjenom OLS modela zaključak je da sa porastom stope rasta depozita za 1% u sledećem mesecu dolazi do porasta stope kredita za 0,82%. Takođe, porast stope aktivne kamatne stope od 1% u istom mesecu uslovljava porast stope kredita od 0,89%, a već u sledećem mesecu dovodi do pada stope rasta kredita za 0,40%.

Na porast stope rasta kredita utiče stopa rasta prometa na berzi, tako da porast stope rasta prometa na berzi od 1% u prosjeku na mesečnom nivou dovodi do porasta kredita za 0,03%. Ovakvo kretanje nas upućuje na zaključak da je dio trgovine na berzi finansiran iz bankarskih kredita.

Porast stope rasta stranih direktnih investicija od 1% dovodi do rasta stope rasta kredita od 0,03%. Zaključak je sasvim logičan i očekivan, jer do sada najveći dio stranih investicija je došao kroz proces privatizacije, tako da novi vlasnici najčešće ulažu značajna sredstva u osavremenjavanje preduzeća, a finansiranje jednog dijela tih sredstava objezbeđuju kroz bankarske kredite.

4.2. ECM Model uticaja nivoa obavezne rezerve na nivo depozita

S obzirom da nivo obavezne rezerve i nivo depozita imaju sličan trend kretanja (što je za očekivati imajući u vidu da je $OBREZ = \alpha * DEPOZITI$) neophodno je izvršiti diferencijaciju nivoa kojim se otklanja uticaj zajedničkog trenda (Grafik br. 6.5).

Grafik 6.4: Kretanje nivoa obavezne rezerve i nivoa depozita mart 2002 - jun 2006.**Grafik 6.5:** Kretanje stope rasta obavezne rezerve i stope rasta depozita mart 2002 - jun 2006.

Na osnovu „Granger causality“ testa pretpostavka da nivo depozita utiče na nivo obavezne rezerve je potvrđena tj. sa preciznošću od $\alpha=95\%$, Granger causalitiem na nivou 4 laga utvrđeno je da nivo depozita utiče na nivo obavezne rezerve dok recipročna kauzalnost nije utvrđena.

Tabela 6.8: Test Granger vremenske kauzalnosti nivoa depozita i nivoa obavezne rezerve

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1 52			
Lags: 4			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
LOGDEPOZITI does not Granger Cause LOGOBREZ	48	3.24369	0.02169
LOGOBREZ does not Granger Cause LOGDEPOZITI		1.05954	0.38944

Primjenom ECM modela urvrđeno je da rast stope obavezne rezerve od 1% dovođi do porasta ukupnih depozita za 0,28% u kratkom roku. Takođe, dugoročni disekvilbrijum je svakog mjeseca „ispravljen“ za 3,8%. Objašnjenje ovog trenda se može naći u činjenici da porast stope obavezne rezerve smanjuje raspoloživi kreditni potencijal banaka, tako da one vode politike koje stimulišu privlačenje novih deponenata ili povećanje uloga od postojećih deponenata.

Tabela 6.9: ECM stope rasta nivoa depozita i nivoa obavezne rezerve

Dependent Variable: DLOGDEPOZITI				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 3 52				
Included observations: 50 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.026879	0.008785	3.059630	0.0037
DLOGOBREZ	0.279081	0.107123	2.605251	0.0124
DDLOGOBREZ	-0.074331	0.080150	-0.927397	0.3587
DDDEPOZITI	-0.184450	0.149499	-1.233792	0.2237
RESID02	0.038118	0.034608	1.101413	0.2766
R-squared	0.192110	Mean dependent var		0.026921
Adjusted R-squared	0.120297	S.D. dependent var		0.061188
S.E. of regression	0.057390	Akaike info criterion		-2.783255
Sum squared resid	0.148212	Schwarz criterion		-2.592053
Log likelihood	74.58138	F-statistic		2.675155
Durbin-Watson stat	1.968227	Prob(F-statistic)		0.043807

4.3. ECM uticaja obavezne rezerve na nivo pozajmica bankama iz inostranstva

Na osnovu ECM modela izvučen je zaključak da stopa rasta nivoa pozajmica iz inostranstva je direktno uslovljen nivoom pozajmica u prethodnom periodu. Tako da u kratkom roku stopa rasta pozajmica iz inostranstva od 1% indukuje njegov rast u narednom periodu (mjesecu) od 0,5%. Objašnjenje ovog trenda se nalazi u činjenici da banke faktički refinansiraju pozajmice iz inostranstva.

Sa druge strane, stopa rasta obavezne rezerve nema značajan uticaj na kretanje stope rasta nivoa pozajmica iz inostranstva.

Tabela 6.10: DLRM uticaja rasta obavezne rezerve na pozajmice banaka

Dependent Variable: DLOGPOZBANK				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 3 52				
Included observations: 50 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DDLOGPOZBANK	0.499919	0.074601	6.701250	0.0000
DDLOGOBREZ	-0.012301	0.122614	-0.100323	0.9205
DLOGOBREZ	-0.127269	0.156882	-0.811243	0.4215
RESID03	0.012196	0.018192	0.670411	0.5060
C	0.046165	0.012964	3.560963	0.0009
R-squared	0.513083	Mean dependent var		0.045649
Adjusted R-squared	0.469801	S.D. dependent var		0.124533
S.E. of regression	0.090678	Akaike info criterion		-1.868359
Sum squared resid	0.370014	Schwarz criterion		-1.677157
Log likelihood	51.70899	F-statistic		11.85455
Durbin-Watson stat	0.939916	Prob(F-statistic)		0.000001

DLR modelom uticaj stope rasta obavezne rezerve na nivo pozajmica bankama iz inostranstva je pokazao da je stopa rasta pozajmica bankama iz inostranstva uslovljena istom iz prethodnog perioda, to jest sa rastom stope rasta pozajmica bankama od 1% dolazi do njegovog daljeg rasta u narednom periodu (mjesecu) od 0,53%. Takođe, ukoliko se stopa rasta kredita poveća za 1% može se očekivati porast pozajmica banaka iz inostranstva od 1,22%.

Tabela 6.11: DLRM uticaja rasta pozajmica bankama i nivoa obavezne rezerve

Dependent Variable: DLOGPOZBANK				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 3 37				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DDLOGPOZBANK	0.530065	0.101261	5.234653***	0.0000
DLOGOBREZ	0.383077	0.257769	1.486126	0.1497
DDLOGOBREZ	-0.293212	0.183220	-1.600323	0.1221
C	0.020874	0.036546	0.571162	0.5730
DLOGDEPOZITI	-0.136608	0.297494	-0.459194	0.6501
DDDEPOZITI	-0.314603	0.298986	-1.052231	0.3028
DLOGKREDITI	1.225976	0.649327	1.888071*	0.0707
DDLOGKREDITI	-0.044793	0.588863	-0.076067	0.9400
DLOGKS28	0.373285	0.729877	0.511436	0.6135
DLOGKS56	0.224856	0.600410	0.374504	0.7112
R-squared	0.648791	Mean dependent var		0.055755
Adjusted R-squared	0.522356	S.D. dependent var		0.144053
S.E. of regression	0.099558	Akaike info criterion		-1.541202
Sum squared resid	0.247793	Schwarz criterion		-1.096817
Log likelihood	36.97104	F-statistic		5.131416
Durbin-Watson stat	0.775533	Prob(F-statistic)		0.000557

4.4. ECM uticaja obavezne rezerve na nivoo aktivne kamatne stope

Granger causality test primijenjen na aktivne kamatne stope i obaveznu rezervu pokazuje da sa nivoom preciznosti $\alpha=75\%$ vremenska kauzalnost ide od obavezne rezerve ka aktivnoj kamatnoj stopi, odnosno da promjene u nivou obavezne rezerve indukuju promjene nivoa aktivne kamatne stope, dok inverzna uzročnost nije evidentna.

Tabela 6.12: Granger causality test nivoa obavezne rezerve i nivoa aktivne kamatne stope

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 08/10/06 Time: 19:12			
Sample: 1 52			
Lags: 4			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
LOGOBREZ does not Granger Cause LOGAKS	27	2.26329*	0.10252
LOGAKS does not Granger Cause LOGOBREZ		0.33904	0.84805

S obzirom da su obje vremenske serije kointegrirane na I(1) nivou stacionarnosti ECM model ukazuje da kretanje stopa rasta aktivne kamatne stope sa nivoom preciznosti od $\alpha=1\%$, 5% i 10% zavisi od kretanja iste u prethodnom periodu, tako da na kratak rok, pad stope rasta aktivne kamatne stope od 1% dovodi do pada iste u narednom periodu, u prosjeku, za 0,27%. Isto, porast stope rasta obavezne rezerve od 1% u kratkom roku dovodi do pada stope rasta aktivne kamatne stope u narednom mjesecu za 0,13% dok već u narednom mjesecu dovodi do porasta stope rasta od 0.07%, što je predviđeno hipotezom H1.

Tabela 6.13: ECM model uticaja nivoa obavezne rezerve i nivoa aktivne kamatne stope

Dependent Variable: DLOGAKS				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 24 52				
Included observations: 29 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DDLOGAKS	0.278682	0.036687	7.596151	0.0000
DLOGOBREZ	-0.128195	0.056547	-2.267046	0.0327
DDLOGOBREZ	0.070624	0.040704	1.735065	0.0956
C	0.002426	0.004073	0.595484	0.5571
RESID04	0.290396	0.138131	2.102329	0.0462
R-squared	0.753541	Mean dependent var		-0.000599
Adjusted R-squared	0.712465	S.D. dependent var		0.031765
S.E. of regression	0.017033	Akaike info criterion		-5.151717
Sum squared resid	0.006963	Schwarz criterion		-4.915976
Log likelihood	79.69990	F-statistic		18.34487
Durbin-Watson stat	1.456704	Prob(F-statistic)		0.000001

Na osnovu Error Correction Modela uticaja stope rasta nivoa obavezne rezerve na stopu rasta aktivne kamatne stope uočava se da na kratak rok stopa pada aktivne stope je direktno povezana sa padom aktivne kamatne stope u prethodnom periodu. Takođe, disekvilibrjum koji postoji, na dugi rok, između ove dvije vremenske serije se u svakom mjesecu ispravlja za 29,03%.

Na osnovu DLR modela procijenjenog OLS metodom možemo zaključiti da nivo aktivne kamatne stope signifikantno zavisi od njene stope rasta u proteklom periodu, tako da rast/pad stope rasta aktivne kamatne stope od 1% u narednom periodu, u prosjeku, dovodi do rasta/pad aktivne kamatne stope od 0,3%. Model je pokazao izrazitu neelastičnost stope rasta (pada) aktivne kamatne stope u crnogorskoj ekonomiji u odnosu na testirane varijable (pozajmice iz inostranstva, nivo depozita, nivo kredita, kreditni rizik, itd.)

Tabela 6.14: DLR model uticaja stope rasta obavezne rezerve na aktivnu kamatnu stopu

Dependent Variable: DLOGAKS				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 24 52				
Included observations: 29 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DDLOGAKS	0.304857	0.059312	5.139842***	0.0000
DLOGDEPOZITI	-0.026074	0.104739	-0.248940	0.8058
DDDEPOZITI	-0.141435	0.105818	-1.336580	0.1957
C	0.005169	0.007120	0.725983	0.4759
DLOGPOZBANK	0.046130	0.093511	0.493305	0.6269
DDLOGPOZBANK	0.056944	0.069384	0.820717	0.4210
DLOGOBREZ	-0.095640	0.084151	-1.136527	0.2685
DDLOGOBREZ	0.047957	0.054390	0.881738	0.3879
R-squared	0.748323	Mean dependent var		-0.000599
Adjusted R-squared	0.664431	S.D. dependent var		0.031765
S.E. of regression	0.018401	Akaike info criterion		-4.923869
Sum squared resid	0.007111	Schwarz criterion		-4.546684
Log likelihood	79.39610	F-statistic		8.920058
Durbin-Watson stat	2.026550	Prob(F-statistic)		0.000042

4.5. ECM model uticaja obavezne rezerve na nivo depozita po viđenju

Sobzirom da se stopa obavezne rezerve obračunava na bazi koja obuhvata depozite po viđenju urađen je Granger causality test koji je doveo do rezultata da postoji uzajamna kauzalnost u kojem nivo depozita po viđenju kauzalno (u vremenu) utiče na nivo obavezne rezerve (pri nivou pouzdanosti od $\alpha=10\%$).

Tabela 6.15: Granger causality test nivoa depozita po viđenju i nivoa obavezne rezerve

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1 52			
Lags: 4			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
LOGDPV does not Granger Cause LOGOBREZ	27	3.27629	0.03487
LOGOBREZ does not Granger Cause LOGDPV		2.10009	0.12302

ECM model uticaja stope rasta nivoa obavezne rezerve na nivo depozita po viđenju potvrđuje da je nivo depozita po viđenju generisan rastom depozita po viđenju u proteklom periodu (mjesecu), tako da rast stope depozita po viđenju od 1% u narednom mjesecu indukuje rast depozita po viđenju od 0,44%, u kratkom roku. Takođe, stopa rasta obavezne rezerve od 1% indukuje prvo smanjenje stope rasta depozita po viđenju za 0,27%, a već u sledećem mjesecu povećanje stope depozita od 0,53%. Desekvilibrijum između stope rasta depozita po viđenju i stope rasta obavezne rezerve se na mjesečnom nivou „ispravlja“ sa 30,12%.

Tabela 6.16: ECM model nivoa depozita po viđenju i nivoa obavezne rezerve

Dependent Variable: DLOGDPV				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 24 52				
Included observations: 29 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DDLOGOBREZ	-0.275959	0.063359	-4.355508	0.0002
DLOGOBREZ	0.537904	0.090710	5.929910	0.0000
DDLOGDPV	0.440805	0.050644	8.703941	0.0000
C	-0.000299	0.008028	-0.037258	0.9706
RESID05	0.301277	0.082054	3.671706	0.0012
R-squared	0.865060	Mean dependent var		0.039849
Adjusted R-squared	0.842571	S.D. dependent var		0.068058
S.E. of regression	0.027004	Akaike info criterion		-4.230100
Sum squared resid	0.017501	Schwarz criterion		-3.994360
Log likelihood	66.33646	F-statistic		38.46435
Durbin-Watson stat	1.609513	Prob(F-statistic)		0.000000

4.6. ECM model uticaja obavezne rezerve na ročnu strukturu depozita

„Granger causality“ test ukazuje da vremenska kauzalnost sa stepenom povjerenja $\alpha=0,25\%$ ukazuje da kauzalnost ide od ročne strukture depozita ka nivou obavezne rezerve.

Tabela 6.17: Granger causality test nivoa obavezne rezerve i ročne strukture depozita

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1 52			
Lags: 4			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
LOGOBREZ does not Granger Cause LOGRSD	27	0.38723	0.81495
LOGRSD does not Granger Cause LOGOBREZ		2.04806	0.13043

ECM model ukazuje da na kratak rok stopa rasta obavezne rezerve nema signifikantan uticaj na stopu rasta ročne strukture depozita, već da ročna struk-

tura depozita signifikantno zavisi od stope rasta ročne strukture depozita iste u prošlom periodu (prošlom mjesecu). Tako da porast ročne strukture depozita (u korist kratkoročnih depozita) od 1% u narednom mjesecu indukuje porast iste od 0,5%. Model nije potvrdio naša očekivanja, ali ovakav zaključak je u velikoj mjeri rezultat polazne pretpostavke kojom se kao kratkoročni depoziti definišu depoziti oročeni do godinu dana. Naime, do aprila ove godine obavezna rezerva se nije obračunavala na depozite oročene preko 30 dana, tako da je modelski posmatrano rast stope obavezne rezerve stimulisao oročavanje samo preko mjesec dana, što je uglavnom ulazilo u kategoriju kratkoročnih depozita. Nova politika obavezne rezerve prema kojoj se obavezna rezerva ne primjenjuje na depozite oročene preko godinu dana je isuviše kratak vremenski period u primjeni da bi se utvrdila statistička signifikantnost (ona obuhvata samo tri od pedeset opservacija). Vrlo je vjerovatno da ukoliko se ovo istraživanje ponovi kroz godinu dana da bismo dobili drugačiji zaključak, to jest mnogo veći uticaj obavezne rezerve na ročnu strukturu depozita.

Tabela 6.18: ECM model uticaja stope rasta obavezne rezerve na stopu rasta ročne strukture depozita

Dependent Variable: DLOGRSD				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 24 52				
Included observations: 29 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DDLOGRSD	0.492374	0.084551	5.823414	0.0000
DLOGOBREZ	-0.459718	0.798825	-0.575492	0.5703
DDLOGOBREZ	0.067855	0.572728	0.118478	0.9067
C	0.047879	0.058950	0.812184	0.4247
RESID06	0.196032	0.076926	2.548328	0.0176
R-squared	0.635849	Mean dependent var		-0.009903
Adjusted R-squared	0.575157	S.D. dependent var		0.376087
S.E. of regression	0.245134	Akaike info criterion		0.181560
Sum squared resid	1.442173	Schwarz criterion		0.417300
Log likelihood	2.367385	F-statistic		10.47668
Durbin-Watson stat	1.037363	Prob(F-statistic)		0.000047

Prema DLR modelu, procijenjenog OLS metodom, stopa rasta ročne strukture depozita direktno zavisi od strukture u prethodnom periodu, tako da rast stope rasta strukture depozita (u korist kratkoročnih depozita) dovodi do porasta stope rasta ročne strukture depozita (u korist kratkoročnih depozita) za 0,55%. Sa druge strane, rastom stope rasta depozita ročnosti od 1-3 godine za 1% dolazi do smanjenja stope rasta ročne strukture depozita za 0,93%, a već u narednom mjesecu indukuje se povećanje stope rasta ročne strukture depozita za 0,5%

Tabela 6.19: DLR model uticaja rasta ročne strukture depozita i nivoa obavezne rezerve

Dependent Variable: DLOGRSD				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 24 52				
Included observations: 29 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.012607	0.010647	-1.184092	0.2518
DDLOGRSD	0.553084	0.115447	4.790806	0.0001
DLOGOBREZ	-0.031836	0.182084	-0.174844	0.8632
DDLOGOBREZ	0.046348	0.126872	0.365309	0.7191
DLOGPOZBANK	0.231453	0.155599	1.487493	0.1542
DLOGDPV	0.874261	0.244342	3.578022	0.0021
DDLOGDPV	-0.499681	0.154232	-3.239802	0.0045
DLOGDPV3MJ	0.072789	0.075278	0.966939	0.3464
DDLOGDPV3MJ	0.090732	0.079376	1.143068	0.2680
DLOGDP13	-0.931441	0.027271	-34.15555	0.0000
DDLOGDP13	0.519397	0.108383	4.792226	0.0001
R-squared	0.993809	Mean dependent var		-0.009903
Adjusted R-squared	0.990370	S.D. dependent var		0.376087
S.E. of regression	0.036906	Akaike info criterion		-3.479186
Sum squared resid	0.024517	Schwarz criterion		-2.960556
Log likelihood	61.44819	F-statistic		288.9639
Durbin-Watson stat	1.105859	Prob(F-statistic)		0.000000

5. Zaljučak

Model je došao do zaključka da promjena politike obavezne rezerve ima kratkoročan uticaj na posmatrane varijable. U dugom roku kretanje kredita i depozita više zavisi od kretanja u realnom sektoru ekonomije, nego od kretanja obavezne rezerve. Sa druge strane kretanje aktivne kamatne stope se pokazalo da je u velikoj mjeri nezavisno od varijabli koje je model testirao: nivo rizika zemlje, nivo depozita, nivo kredita i pozajmice iz inostranstva. Razlozi za to su po svemu sudeći da na nivo aktivne kamatne stope utiču određene varijable koje nije bilo moguće ekonometrijski testirati poput: visoke i neelastične tražnje za kreditima, efekat ugledanja banaka, sporost u rješavanju privrednih sporova, kredibilitet zajmoprimaca i dr.

Model je utvrdio da porast stope rasta obavezne rezerve od 1% dovodi do kratkoročnog pada stope rasta kredita od 0,11%. Takođe, je utvrđeno da promjena stope obavezne rezerve nema statistički signifikantan uticaj na kretanje pozajmica iz inostranstva. Uticaj na kretanje pozajmica iz inostranstva ima kretanje odobrenih kredita, tako da je model utvrdio da porast stope rasta kredita od 1% utiče na dugoročan rast pozajmica iz inostranstva za 1,22%. Takođe je utvrđeno da na kretanje nivoa pozajmica iz inostranstva u tekućem periodu utiče kretanje pozajmica iz prethodnog perioda, odnosno da porast stope rasta pozajmica iz inostranstva od 1% indukuje porast stope rasta pozajmica od 0,5% u narednom mjesecu. Razlog za ovakvo kretanje se nalazi u činjenici da banke faktički refinansiraju pozajmice iz inostranstva.

Model nije potvrdio hipotezu da rast stope obavezne rezerve utiče na poboljšanje ročne strukture depozita, to jest rast dugoročnih depozita. Ovakav zaključak je u velikoj mjeri rezultat polazne pretpostavke kojom se kao kratkoročni depoziti definišu depoziti oročeni do godinu dana. Naime, do aprila ove godine obavezna rezerva se nije obračunavala na depozite oročene preko 30 dana, tako da je modelski posmatrano rast stope obavezne rezerve stimulisao oročavanje samo preko mjesec dana, što je uglavnom ulazilo u kategoriju kratkoročnih depozita. Nova politika obavezne rezerve prema kojoj se obavezna rezerva ne primjenjuje na depozite oročene preko godinu dana je isuviše kratak vremenski period u primjeni da bi se utvrdila statistička signifikantnost (ona obuhvata samo tri od pedeset opservacija). Vrlo je vjerovatno da ukoliko se ovo istraživanje ponovi

kroz godinu dana da bismo dobili drugačiji zaključak, to jest mnogo veći uticaj obavezne rezerve na ročnu strukturu depozita.

U skladu sa očekivanjima model je i potvrdio da porast depozita utiče na rast kredita, odnosno porast stope rasta depozita od 1% dovodi do porasta stope rasta kredita od 0,82% u narednom mjesecu.

Model je pokazao da u dugom roku stopa obavezne rezerve ne utiče na kretanje aktivnih kamatnih stopa. U dugom roku aktivna kamatna stopa najviše zavisi od nivoa u prethodnom periodu, to jest pad stope rasta aktivne kamatne stope od 1% utiče na dugoročni pad stope rasta aktivne kamatne stope od 0,3% na mjesečnom nivou.

Modelom je utvrđeno da postoji uticaj rasta prometa na berzi na nivo odobrenih kredita. Uticaj nije veliki, ali je statistički signifikantan i pokazuje da porast stope rasta prometa na berzi od 1% utiče na porast stope rasta kredita od 0,03%. Ovakvo kretanje nas upućuje na zaključak da je dio trgovine na berzi finansiran iz bankarskih kredita.

Identična korelacija je utvrđena i kada su u pitanju strane direktne investicije, to jest porast stope rasta stranih direktnih investicija od 1% utiče na rast bankarskih kredita od 0,03%. Zaključak je sasvim logičan i očekivan, jer do sada najveći dio stranih investicija je došao kroz proces privatizacije, tako da novi vlasnici najčešće ulažu značajna sredstva u osavremenjavanje preduzeća, a finansiranje jednog dijela tih sredstava objezbeđuju kroz bankarske kredite.

VII

FONDOVI I PROGRAMI POMOĆI EVROPSKE UNIJE SA OSVRTOM NA CRNU GORU

*Marija Burić- Labudović,
Srđan Šuković, Ivana Glišević*

1. Uvod

Punopravno članstvo Republike Crne Gore u Evropskoj uniji, kao jezgru stabilnosti i mira, demokratskih sloboda i privrednog razvoja temeljni je cilj Crne Gore. Ključni preduslovi su unutrašnje reforme, snažniji privredni rast, poštovanje demokratskih načela i dr. Kao podršku tim procesima, Evropska unija je izgradila instrumente, čijom efikasnom primjenom zemlja može brže preći svoju dionicu puta ka EU.

U istorijskom, kulturnom i civilizacijskom smislu, Crna Gora predstavlja sastavni dio Evrope i posjeduje potencijal da postane dio Evropske unije (u daljem tekstu: EU), zbog čega EU pruža finansijsku pomoć Crnoj Gori od 1998. godine, putem programa pomoći namijenjenim zemljama koje se nalaze u procesu evropskih integracija.

Znanje i informacije o ovim programima izuzetno su značajni za upoznavanje naših institucija i građana sa sistemom vrijednosti EU, njenim politikama u različitim oblastima, pravnim propisima i njihovom primjenom u praksi. Programi EU pružaju konkretnu priliku crnogorskim institucijama i pojedincima za rad prema savremenim načelima poslovanja, kao i priliku za stručno osposobljavanje na ovom planu. Polazeći od naprijed navedenog, došlo se na ideju za izradu jedne ovakve radne studije.

U radu su analizirani programi pomoći EU zemljama sa statusom kandidata i zemljama sa statusom potencijalnog kandidata. Poseban akcenat stavljen je na pomoć koju je Crna Gora dobila posredstvom programa EU, kao i na programe koji će joj biti na raspolaganju u budućnosti.

Cilj ove radne studije je da pruži više informacija o programima pomoći EU, o načinu njihovog korišćenja, preduslovima za korišćenje, iznosu sredstava koji je pružen pojedinim zemljama i projekcijama pomoći zemljama u procesu evropskih integracija u narednom periodu.

Ključne riječi: EU, programi pomoći, zemlje „kandidati“, „potencijalni kandidati“.

2. Ciljevi evropskih fondova

„Radi promovisanja sveukupnog skladnog razvoja, Zajednica će razvijati i obavljati poslove koji vode jačanju njene ekonomske i socijalne kohezije. Zajednica će težiti da smanji razlike među regionima i zaostalost najmanje privilegovanih regiona, uključujući i ruralne oblasti“.

(član 130 a, Jedinstvenog evropskog akta, 1986)

Evropska unija se ubraja u ekonomski najbogatije oblasti svijeta. Međutim između njenih regiona, kao i zemalja članica, postoji ekonomska i socijalna neravnoteža o čemu najbolje svjedoči razlika u BDP po glavi stanovnika. Tako je npr. BDP po glavi stanovnika dva puta veći u Luksemburgu nego u Grčkoj, dok Hamburg, kao najbogatiji region Evrope, ima čak četiri puta veći prihod po stanovniku u odnosu na Alentejo.

Kako upravo ekonomska i socijalna neravnoteža može dovesti do slabljenja cjelokupne dinamike razvoja Unije, tako je ekonomsko i socijalno jedinstvo već godinama u Uniji prepoznato kao cilj²⁹. U nastojanju da se ravnoteža postigne, Evropska Komisija je kreirala instrumente finansiranja – Strukturne fondove i Kohezioni fond, kojima se u zemljama članicama kofinansiraju regionalne ili horizontalne intervencije.

2.1. Ciljevi strukturnih fondova

Tokom razvoja i izgradnje EU, stvorene su četiri vrste strukturnih fondova:

- Evropski fond regionalnog razvoja (EFRR) osnovan je 1975. godine. Sredstva fonda se uglavnom koriste za pomoć regionima čiji razvoj zaostaje i onima koji prolaze kroz prestrukturiranje privrede ili su suočene sa strukturnim teškoćama;
- Evropski fond za socijalni razvoj (EFSR) osnovan je 1960. godine. Fond predstavlja snažan instrument za unaprijeđenje politike zapošljavanja i

²⁹ „Ekonomsko i socijalno jedinstvo“ u poglavlju XVII (član 158 –162), Ugovora o osnivanju Evropske zajednice.

socijalne politike Evropske zajednice (u daljem tekstu EZ) iz koga se uglavnom pruža pomoć u okviru evropske strategije zapošljavanja;

- Evropski fond za poljoprivredno usmjeravanje koji pomaže u razvoju i strukturnom prilagođavanju seoskih područja;
- Finansijski instrument za usmjeravanje ribarstva osnovan je 1999. godine i pruža podršku u prilagođavanju i modernizaciji ribarske industrije³⁰.

Uredba br. 1260/1999 EZ o opštim odredbama strukturnih fondova predviđa za period 2000 – 2006. godine sljedeće:

1) tri prioriteta cilja, čijem ostvarivanju strukturni fondovi treba da doprinesu su:

- Cilj 1: podspješivanje razvoja i strukturalnog prilagođavanja regiona čiji prosječni BNP po glavi stanovnika mora biti manji od 75% prosjeka u EU. Ovaj cilj obuhvata oko 20% stanovništva Unije kao i dvije trećine djelovanja strukturnih fondova.
- Cilj 2: podspješivanje ekonomskog i socijalnog preorjentisanja regiona koji imaju strukturne probleme drugačije od onih koji su kvalifikovani po prvom cilju. Riječ je o oblastima u kojima treba implementirati ekonomske promjene, nerazvijene ruralne oblasti, zaostale oblasti koje zavise od ribarenja, kao i problematične urbane oblasti. Ovaj cilj odnosi se na manje od 18% stanovnika Unije.
- Cilj 3: obuhvata sve mjere razvoja ljudskih resursa u regionima koji nisu kvalifikovani po prvom cilju.

2) četiri inicijative Zajednice (izdvaja se 5,35% budžeta) koje treba da pronađu rješenja za probleme koji su zajednički za pojedine ili sve njene regione i zemlje članice. Pojedinačno, ciljevi inicijativa su:

- „Interreg III“ podstiče prekograničnu, transnacionalnu i međuregionalnu saradnju;
- „Urban II“ podstiče ekonomski i socijalni oporavak gradova i predgrađa koji se nalaze u krizi;
- „Leader+“ podržava ruralni razvoj;
- „Equal“ predviđa razvoj novih metoda borbi protiv svake vrste diskriminacije i nejednakosti na tržištu rada.

³⁰ Financial Instrument for Fisheries Guidance (FIFG).

Načela na kojima se zasnivaju operacije strukturnih fondova su: pomoć mora biti sastavni dio nekog programa; neophodno je učešće što je moguće većeg broja strana; pomoć Zajednice ne može zamijeniti nacionalne fondove; utrošak sredstava fondova mora biti pravilno usmjeren, praćen i ocjenjivan; mora postojati odgovarajuća kontrola za sva plaćanja.

Strukturna politika EU svakako može da se pohvali uspjesima. Oni su naročito jasni u Irskoj i Portugaliji, čije je cjelokupno područje prvobitno bilo svrstano u zaostalo, a u međuvremenu su se, uz pomoć Evropske zajednice, toliko oporavili da u nekim oblastima prevazilaze razvijene zemlje.

2.2 Ciljevi Kohezionog fonda EU

Ciljeve Kohezionog fonda definiše Uredba br. 1164/94 EZ: dopuna drugim instrumentima razvoja EZ u oblasti zaštite životne sredine i saobraćajne infrastrukture kao i unaprjeđenje ekonomskog i socijalnog jedinstva između zemalja članica.

Kohezioni fond za privredno slabije države članice osnovan je 1993. godine na osnovu Ugovora o Evropskoj uniji, odnosno Ugovora iz Mاستrihta. Mjerilo za dobijanje sredstava iz ovog fonda je da BDP zemalja koji treba da bude na nivo od 90% ili manji od prosječnog BDP Evropske unije. Za razliku od strukturnih fondova, Kohezioni fond se zasniva na projektima i koristi se za kofinansiranje projekata u samo dva područja – čovjekova okolina i saobraćaj. Nivoi pomoći su visoki (80% - 85%) i o prioritetima projekata odlučuju zajednički Evropska Komisija i država članica.

2.3. Osvrt na ostvareno i planirano

Posljednji izvještaji i studije o ekonomskom i socijalnom jedinstvu u EU pokazuju da se disparitet između regiona, a posebno između zemalja članica, jasno smanjio. Takođe su pokazali, da se do ovog rezultata došlo zahvaljujući procesu evropskih integracija i upotrebe Strukturnih fondova i Kohezionog fonda.

Evropska komisija usvojila je 18. februara 2004. godine treći izvještaj o ekonomskom i socijalnom jedinstvu pod nazivom „Novo partnerstvo za koheziju: konvergencija – sposobnost konkurencije – kooperacija“. U izvještaju je predstavljena

koheziono politička koncepcija za proširenu Uniju za period 2007 – 2013. godine, a kao prioriteti su istaknuti:

- konvergencija: podržavanje rasta i stvaranja radnih mjesta u najslabije razvijenim zemljama članicama i regionima;
- regionalna sposobnost konkurencije i zapošljavanja;
- saradnja evropskih prostora: obezbjeđivanje harmoničnog i balansiranog razvoja cijele Unije.

3. Predpristupni programi

Sve zemlje kandidati za članstvo u EU imaju pravo na finansijsku pomoć Brisela kako bi se što bolje pripremile za punopravno članstvo u Uniji. Evropska komisija (u daljem tekstu: EK) počela je sa realizacijom prvog programa pomoći namijenjenog zemljama Srednje i Istočne Evrope odmah poslije pada komunizma 1989. godine.

Evropska unija je osnovala tri predpristupna programa u sklopu pripreme zemalja Srednje i Istočne Evrope za članstvo u EU, a to su: PHARE, ISPA i SAPARD, a postoji i mogućnost korišćenja TAIEX-a.

PHARE – program s ciljem jačanja institucija potrebnih za približavanje Uniji i finansiranja investicionih projekata, kao npr. u infrastrukturi, razvoju malog i srednjeg preduzetništva, obrazovanju;

ISPA – program namijenjen sprovođenju evropskih standarda na polju prometa i zaštite okoline;

SAPARD – program namijenjen je podršci u razvoju poljoprivrede i ruralnog područja.

Da bi zemlja mogla koristiti sredstva iz predpristupnih fondova potrebno je:

- 1) osposobiti nacionalni fond za primanje i usmjeravanje pomoći;
- 2) sufinansirati programe;
- 3) napraviti nacionalni razvojni plan koji će odrediti koji su prioriteti po regionima i opštinama u koji će biti uključeni programi iz tačke 2;

Nacionalni fond raspolaže sredstvima EU, a prema pravilima finansijskog poslovanja u EU ima posebne bankovne račune za svaki pojedini program, zadužen je za vođenje dokumentacije i za sufinansiranje. Rad Nacionalnog fonda je obično u nadležnosti Ministarstva finansija, a u okviru ministarstva najčešće se osnivaju i agencije za implementaciju programa PHARE i ISPA. Agencija za implementaciju za SAPARD se obično formira u okviru Ministarstva poljoprivrede. Glavni nacionalni programi bi mogli biti iz područja saobraćaja, razvoja sela, zaštite okoline i dr.

Dobijanje sredstava prvenstveno zavisi od kvaliteta projekata. Poređenja radi, 10 zemalja koje su nedavno ušle u EU uspelo je realizovati svega 50% pomoći iz PHARE-a, 35% iz ISPA-e i 14% iz SAPARD-a.

Sredstva iz predpristupnih programa koriste se na sljedeći način: projekte predlažu odgovarajuće agencije zemlje korisnice, dok odabir vrši Evropska komisija. Evropska komisija može i sama predlagati projekte. U oba slučaja, država korisnica mora osigurati najmanje 10% vlastitih sredstava za PHARE, te 25% (u nekim slučajevima i 35%) za programe ISPA i SAPARD.

Vrlo je važno istaći da krajnji korisnik mora sam osigurati gotovo sva sredstva za početak projekta, a tek nakon početka realizacije projekta može dobiti povrat sredstava iz fondova EU i nacionalnog sufinansiranja.

Tabela 7.1: Planirana raspodjela sredstava iz predpristupnih programa (2000-2006. god.), u mlrd. eura

Program	Pomoć
PHARE	10.920
ISPA	3.640
SAPARD	7.280
Ukupno	21.840

Izvor: Evropska komisija

3.1. PHARE

PHARE program je jedan od tri predpristupna instrumenta namijenjen zemljama sa statusom „kandidata“ i to je trenutno najznačajniji oblik finansijske i tehničke pomoći koju EU pruža ovim zemljama.

Tabela 7.2: Iznos sredstava rezervisanih za Phare program za period 1990-2006. godine

Faza	Period	Sredstva rezervisana za PHARE program
I	1990-1994.	4,2 mlrd. eura
II	1995-1999.	6,7 mlrd. eura
III	2000-2006.	10,9 mlrd. eura

Izvor: Evropska komisija

PHARE program je pokrenut 1989. godine (regulativa Savjeta br. 3906/89) i prvobitno je bio namijenjen Poljskoj i Mađarskoj, a kasnije je proširen na ostale zemlje Srednje i Istočne Evrope (Češku Republiku, Estoniju, Mađarsku, Latviju, Litvaniju, Poljsku, Slovačku, Sloveniju, Bugarsku i Rumuniju) s ciljem pružanja podrške ekonomskoj i političkoj tranziciji.

Do 2000. godine zemlje Zapadnog Balkana (Albanija, Bosna i Hercegovina i BJR Makedonija) su takođe bile zemlje korisnice programa PHARE, a od 2001. finansijska pomoć ovim zemljama se pruža putem CARDS program (Community Assistance for Reconstruction, Development and Stability in the Balkans).

PHARE program se fokusira na prioritete predpriključenja koji su istaknuti u smjernicama „Partnerstva o priključenju“. Partnerstvom se uspostavlja redosljed prioriteta kojima neka zemlja mora posvetiti posebnu pažnju u pripremama za priključenje, dok će im se putem programa pomoći pružiti finansijska i stručna podrška kako bi se isti sprovedi u djelo. U tom smislu dva su glavna prioriteta PHARE programa:

- jačanje administrativnih kapaciteta zemlje kandidata za sprovođenje *acquis communautaire* (u daljem tekstu: *Acquis*), odnosno njihovog administrativnog i pravnog sistema;

- pomoć zemljama kandidatima u pospiješivanju njihovih industrija i bazične infrastrukture na nivo standarda EU.

Svrha programa je:

- pomoć zemljama u tranziciji u suočavanju s izazovima ekonomskog restrukturiranja i političkih promjena,
- sprovođenje reformi potrebnih za pristupanje EU,
- priprema za korišćenje strukturnih fondova nakon pridruživanja,
- jačanje sistema javne administracije,
- promovisanje konvergencije s EU (Acquis).

Ovi ciljevi su dalje precizirani 1999. kreiranjem SAPARD-a i ISPA-e, koji su fokusirani na ruralni i poljoprivredni razvoj i infrastrukturne projekte na polju saobraćaja i zaštite životne sredine. Time je omogućeno da se PHARE fokusira na prioritete koji nijesu pokriveni ovim programima.

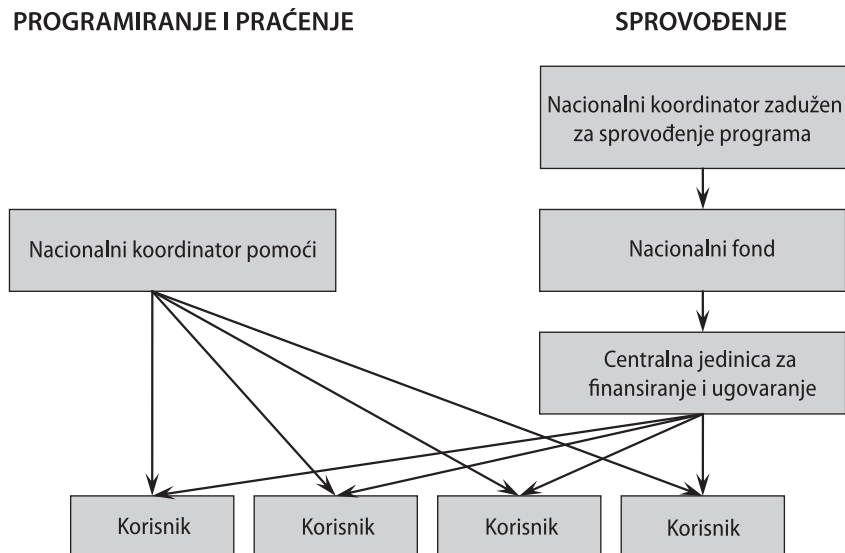
Raspodjela sredstava:

- 30% sredstava za izgradnju institucija, tj. tehnička pomoć za jačanje državne uprave i institucija kako bi mogle funkcionisati unutar EU,
- 70% sredstava za investicije potrebne za primjenu Evropskog zakonodavstva.

Konačni korisnici:

- državna uprava;
- lokalna i regionalna samouprava;
- instituti, univerziteti;
- fizička i pravna lica iz zemalja korisnica;
- vladine i nevladine organizacije;
- privatne firme - mogu učestvovati isključivo na objavljenim tenderima za dodjeljivanje bespovratne pomoći ili u okviru tendera za javne nabavke (robe, usluge i radovi).

Šema 7.1: Procedura za povlačenje sredstava iz PHARE programa



Izvor: Uprava za koordinaciju pomoći i saradnju sa EU Hrvatske

3.1.1. Tipovi PHARE programa

Nacionalni programi

Najviše novca iz budžeta PHARE ide na nacionalne programe koji su dogovoreni na bilateralnom nivou sa svakom zemljom pojedinačno. Partnerstvo pri pristupanju i redovni izvještaji daju EU mogućnost da identifikuje slabosti zemalja kandidata da usvoje Acquis ili da usvoje njihove kriterijume o pristupanju, a daje i indikacije koji tip akcija treba preduzeti. Svaka država ponaosob sastavlja svoj nacionalni program za usvajanje Acquis-a koji definiše vremenski okvir harmonizacije pojedinih područja, kao i procjenu troškova. Ovo mora biti odobreno od strane EU i od tog momenta postaje Nacionalni program razvoja (u daljem tekstu: NDP) koji predstavlja bazu za PHARE programiranje.

Tabela 7.3: PHARE - Finansijska alokacija za 2003. godinu, (u mil. eura)

	Nacionalni programi	Prekogranična saradnja	Rastavljanje nuklearnih postrojenja	Ukupno
Bugarska	99,0	28,0	61,9	188,9
Češka Republika	95,2	19,0	-	114,2
Estonija	39,5	3,0	-	42,5
Mađarska	107,0	19,0	-	126,0
Latvija	45,6	3,0	-	48,6
Litvanija	67,0	3,0	30,0	100,0
Poljska	402,8	56,0	-	458,8
Rumunija	272,1	11,0	-	283,1
Slovačka	57,1	12,0	25,0	94,1
Slovenija	37,9	7,0	-	44,9
Ukupno	1223,2	161,0	116,9	1501,1

Izvor: Evropska komisija

Treba istaći da u sklopu Nacionalnih programa, program PHARE takođe pruža finansijsku podršku Bugarskoj, Litvaniji i Slovačkoj u rastavljanju njihovih nuklearnih kapaciteta, najčešće kroz tzv. Fondove podrške (Decommissioning Support Funds), kojima rukovodi EBRD.

Tabela 7.4: PHARE - Finansijska alokacija za 2004. i 2005. godinu, (u mil. eura)

	2004.				2005.		
	Nacionalni program	Prekogranična saradnja (CBC)	Prekogranična saradnja - dodatno	Ukupno	Nacionalni program	Prekogranična saradnja (CBC)	Ukupno
Bugarska	157,3	28,0	8,0	193,3	174,9	40	214,9
Rumunija	356,9	13,0	15,0	384,9	397	34	431
Ukupno	514,2	41,0	23,0	578,2	571,9	74	645,9

Izvor: Ministarstvo za evropske integracije Rumunije

Prekogranična saradnja (CBC)

PHARE CBC je pokrenut 1994. godine s ciljem pomoći pograničnim regionima u zemljama koje apliciraju za članstvo u EU. Program je usmjeren na rješavanje

razvojnih problema i bržu integraciju u EU zajedno sa ostalim zemljama Centralne i Istočne Evrope. Dugoročni cilj CBC-a je da ubrza ekonomsku konvergenciju zemalja aplikantata ka EU na balansiran način koji spriječava stvaranje perifernih ekonomskih zona i da pripremi zemlje kandidate za buduću participaciju u INTERREG programu.

Između 2000. i 2003. godine, 163 mil. eura bile su na raspolaganju svake godine za PHARE CBC program, što predstavlja 10% ukupnih sredstava ovog programa.

3.2. ISPA

Program ISPA³¹ je ustanovljen propisom Savjeta Evrope br. 1267/99 i pokrenut 2000. godine s ciljem da se pruži pomoć zemljama kandidatima u području ekonomske i socijalne kohezije, posebno transporta i zaštite okoline. Ujedno ISPA instrument priprema zemlje kandidate za korišćenje Kohezionog fonda nakon stupanja u članstvo EU. Program pruža tehničku pomoć pri izboru, pripremi, sprovođenju investicija i ona iznosi do 75% vrijednosti infrastrukturnih projekata, odnosno stopa ko – finansiranja zemlje korisnice iznosi minimalno 25% ukupnih troškova projekta. Vrijednost projekta u oblasti transporta i zaštiti okoline koji se finansira iz ovog programa ne može biti manja od 5 mil. eura. U trenutku stupanja u članstvo zemlja gubi pravo na korišćenje ISPA sredstava i prelazi da koristi sredstva iz Kohezionog fonda. U zemljama korisnicama ovog programa postoji Nacionalni ISPA koordinator, to je ministar za evropske integracije ili neka druga osoba koja radi u državnoj upravi, a kome je ovaj posao dodijeljen.

Tabela 7.5: Odobreni projekti za 2004. (u eurima)

Sektor	Broj projekata	Vrijednost projekta	ISPA učešće	Učešće (u procentima)
Zaštita okoline	9	397.780.333	274.442.000	69,0
Transport	2	371.646.000	183.734.500	49,4
Ukupno	11	769.426.333	458.176.500	59,5

Izvor: Evropska komisija

³¹ Instrument for Structural Policies for Accession

Svrha programa je:

- pomoć kod usklađivanja zakonodavstva sa zakonodavstvom EU,
- finansiranje konkretnih projekata, npr. otpadne vode, zagađenje, odlaganje opasnog otpada,
- stvaranje transevropske saobraćajne mreže,
- tehnička pomoć kod priprema projekata.

Konačni korisnici:

- organi državne uprave,
- javna preduzeća,
- jedinice lokalne samouprave (naročito kada se govori o komunalnim projektima vezanih za zaštitu okoline i saobraćajnu infrastrukturu).

Novac mogu dobiti i nevladine organizacije.

Za period od 2004-2006. godišnja alokacija sredstava iz ISPA fonda će biti raspoređena na sljedeći način:

Tabela 7.6: Alokacija ISPA sredstava, (u mil. eura)

	2004.	2005.	2006.	Ukupno
Bugarska	135,5	146,8	158,2	440,5
Hrvatska	-	25,0	35,0	60,0
Rumunija	316,5	342,6	368,8	1027,9
Ukupno	452,0	514,4	562,0	1528,4

Izvor: Evropska komisija

*Koordinisanje ISPA/PHARE programa***Glavno pravilo je sljedeće:**

- a) ISPA finansira sve infrastrukturne projekte vezane za životnu sredinu i transport ako je sveukupni iznos projekta veći od 5 miliona eura;

- b) PHARE program može financirati (kroz svoju ulagačku podršku u okviru ekonomsko-socijalne kohezije i prekogranične saradnje) infrastrukturne projekte vezane za životnu sredinu odnosno, transport koji čine dio integralnog industrijskog restrukturisanja ili razvojnih regionalnih programa.

Postoje i pojedine dodatne programske smjernice za transport i životnu sredinu koje osiguravaju da ne dođe do preklapanja između ISPA i PHARE programa:

a) Transportna infrastruktura:

- Isključivo u okviru ISPA programa se podržavaju transportni koridori, pristup takvim koridorima i međusobna povezanost i djelovanje između nacionalnih mreža, a koji su definisani u okviru Procjene potreba za saobraćajnu infrastrukturu (TINA).
- PHARE program može podržavati projekte na području saobraćajne infrastrukture, ukoliko doprinose ekonomskom razvoju (npr. pristupne ceste industrijskim /tehnološkim parkovima ili drumski, željeznički i riječni promet koji doprinosi turizmu ili drugom unutrašnjem razvoju), pod uslovom da projekti nijesu podobni za ISPA program.

b) Infrastruktura vezana za životnu sredinu:

- PHARE program se može uključiti ako je iznos infrastrukturnog projekta vezanog za životnu sredinu viši od 5 miliona eura, a koji uz to predstavlja dio integrisanog industrijskog restrukturisanja ili programa regionalnog razvoja,
- PHARE program pruža podršku ulaganju u nuklearnu bezbjednost, dok ISPA program ne pokriva takve mjere.

3.3. SAPARD³²

Pravna osnova programa SAPARD je propis Savjeta Evrope br. 1268/99. od juna 1999. godine kojim se utvrđuje podrška Zajednice za predpristupne mjere za poljoprivredu i razvoj sela u zemljama kandidatima iz Centralne i Istočne Evrope. Program SAPARD je počeo da se primjenjuje od 1. januara 2000. godine

³² Special Accession Programme for Agriculture and Rural Development, odnosno Program pomoći EU za poljoprivredu i ruralni razvoj.

i biće budžetiran do kraja 2006. godine. Projekti koji se finansiraju iz SAPARD programa moraju biti u skladu sa principima nacionalnog programa za usvajanje *acquis* – a, kao i sa ciljevima Zajedničke poljoprivredne politike EU. Upravljačko tijelo za SAPARD program po pravilu je Ministarstvo poljoprivrede koje vrši izbor projekata koji će se finansirati putem ovog programa i nadgleda sprovođenje.

Svrha programa:

- prilagođavanje evropskim propisima u području poljoprivrede,
- za pripremu u zajedničkoj ruralnoj politici (CAP),
- ulaganje u poljoprivredne posjede,
- poboljšanje kvaliteta tla,
- pošumljavanje poljoprivrednih površina,
- podrška proizvođačima šumskih proizvoda,
- poboljšanje obradivih površina,
- zemljišne knjige,
- strukovno obrazovanje i osposobljavanje,
- jačanje prerade i marketinga poljoprivrednih i ribarskih proizvoda.

Kriterijumi za odabir projekata:

- učlanjenost u profesionalne i marketinške organizacije³³,
- posjedovanje garancija kvaliteta proizvoda i certifikata proizvodnje,
- ekološka proizvodnja,
- najmanje 50% dohotka ostvareno unutar poljoprivredne djelatnosti korisnika,
- pozitivan uticaj projekta na razvoj lokalne sredine i zapošljavanje,
- kvalitetna studija o izvodljivosti za velike projekte,
- najmanje 3 godine poslovanja u ekonomskoj djelatnosti u kojoj se aplicira za SAPARD,
- nepostojanje drugih izvora finansiranja,
- usklađenost s nacionalnim programom poljoprivrednog i ruralnog razvoja, kao i s regionalnim programom.

³³ Uslov se odnosi na projekte koji spadaju pod „ulaganja u poljoprivredne posjede“, „jačanje struktura za kontrolu kvaliteta te veterinarske i biljne kvalitete“ i „jačanje procesa prerade i marketinga“.

Konačni korisnici:

- Po pravilu direktni proizvođači, a ne država.

Program SAPARD funkcioniše na principu sufinansiranja, što znači da Evropska unija finansira najviše 75% sredstava projekta. Preostali dio finansiraju konačni korisnici, a to mogu biti izvođači radova na manjim lokalnim infrastrukturama, kao i privatni preduzetnici u području poljoprivrede i prehrambene industrije. Konačni korisnici moraju imati svoja vlastita finansijska sredstva kako bi započeli s projektom, što znači da tek nakon završetka projekta dobijaju povrat sredstava.

Sprovođenje SAPARD programa:

Domaća ovlašćena SAPARD agencija obavlja odabir projekata, a EK vrši samo kontrolu troškova. Unutar same agencije potrebno je osnovati Agenciju za planiranje i Agenciju za sprovođenje SAPARD programa.

Agencija za planiranje je odgovorna za finansijske procedure, provjeru zahtjeva za plaćanje i autorizaciju isplata.

Agencija za sprovođenje je odgovorna za sprovođenje aplikacija, provjere na terenu, izdavanje potvrda za početak projekata, te praćenje napretka projekata.

3.4. TAIEX

Program TAIEX³⁴ je oblik kratkoročne pomoći državama kandidatima u usklađivanju njihovih pravnih propisa sa Acquis-em, kao i za izgradnju neophodne administrativne infrastrukture. Nakon sastanka u Solunu 2003. godine ovaj program je proširen i na zemlje Zapadnog Balkana.

U uslovima sve intezivnije saradnje Evropske zajednice (u daljem tekstu: EZ) i zemalja Centralne i Istočne Evrope, 1995. godine Komisija EZ je pripremila „Bijelu knjigu“ -priprema pridruženih zemalja Srednje i Istočne Evrope za integraciju u unutrašnje tržište Unije. „Bijela knjiga“ je pripremljena sa ciljem da predstavi cjelokupno dotadašnje pozitivno zakonodavstvo Unije u oblasti unutrašnjeg

³⁴ Tehnical Assistance Information Exchange Office – TAIEX

tržišta. U cilju pružanja tehničke pomoći zemljama kandidatima u usklađivanju zakonodavstva, 1996. u okviru Generalnog direktorata „Proširenje“, Evropska komisija je osnovala odjeljenje TAIEX.

TAIEX je osmišljen kao vid kratkoročne tehničke pomoći zemljama kandidatima, a od Solunskog samita koji je održan u junu 2003. i za zemlje Zapadnog Balkana u usklađivanju njihovih pravnih propisa sa pravnim tekovinama EU i u izgradnji neophodne administrativne infrastrukture.

TAIEX ima ulogu posrednika u prenosu iskustava Evropske komisije i zemalja članica EU, zemljama u procesu pridruživanja EU.

Odjeljenje TAIEX je osnovano sa svrhom da:

- pruži tehničku pomoć i savjetima pomaže pri usklađivanju nacionalnih zakonodavstava sa pravnim tekovinama EU i izgradnji institucija;
- povećanje transparentnosti i obezbjeđivanje nesmetanog toka informacija između službenika zemalja u procesu pridruživanja EU i stručnjaka koji su u mogućnosti da im obezbijede potrebnu tehničku pomoć u prilagođavanju zakonodavstva i primjeni pravnih tekovina EU;
- stvaranje baze podataka o raspoloživoj pomoći i postignutom napretku u usklađivanju zakonodavstva za svaku zemlju u procesu pridruživanja EU, čime se omogućava tačan uvid u nivo pravne usklađenosti zemalja sa pravnim tekovinama Evropske unije, kao i nivo razvijenosti institucija;

TAIEX nudi sljedeće vidove horizontalne i sektorske pomoći u prenošenju i primjeni pravnih tekovina EU:

- Slanje eksperata iz zemalja EU u zemlje koje su u procesu pridruživanja EU radi savjetovanja oko pravnih akata i tumačenja Acquis-a ili davanja savjeta o administrativnim sporazumima, radi njihove implementacije i stupanja na snagu;
- Studijska putovanja koja pomažu službenicima zemalja u procesu pridruživanja EU sa ciljem boljeg razumijevanja kako država članica rješava praktična pitanja vezana za implementaciju i stupanje na snagu Acquis-a i pitanja vezana za saradnju sa zainteresovanim stranama;
- Seminari i radionice objašnjavaju i razrješavaju pitanja vezana za Acquis ili davanje Acquis-a širem auditorijumu. Ovaj vid pomoći može biti fokusi-

ran na potrebe pojedine zemlje ili na potrebe više zemalja koje se susrijeću sa sličnim izazovima. Učestvovanje više zemalja može u značajnijoj mjeri da obezbijedi saradnju i razmjenu iskustava između zemalja u procesu pridruživanja EU;

- Obuka omogućava sticanje neophodnih tehničkih vještina službenika u administraciji;
- Monitoring i analiza progresa kroz Peer Reviews pomaže unaprijeđenju strategije i pronalaženje pomoći za naredni period;
- Database (baza podataka) i izvori informacija obezbjeđuju uspješno i jeftino primanje jedinstvenih informacija o Acquis-u, uključujući nadgledanje usklađivanja nacionalnog zakonodavstva;
- Prevod-vodič za organizaciju prevoda acquis-a upućen zemljama korisnicima, a ukoliko je potrebno, može se koristiti i za prevod dokumenata za zemlje u procesu pridruživanja EU ili službe EU.

Mandat TAIEX-a, za pružanje tehničke pomoći, pokriva tri grupe zemalja korisnica:

- Kipar, Češka Republika, Estonija, Mađarska, Letonija, Litvanija, Malta, Poljska, Slovačka Republika, Slovenija;
- Bugarska, Rumunija, Turska;
- Srbija i Crna Gora, BJR Makedonija, Republika Hrvatska, Bosna i Hercegovina, Republika Albanija i Kosovo (u skladu sa Rezolucijom 1244 Savjeta bezbjednosti UN od 10. juna 1999).

Osnovne ciljne grupe TAIEX-a:

- Državna uprava;
- Regionalna i lokalna uprava;
- Poslanici i zaposleni u stručnim službama u Skupštini;
- Profesionalna i udruženja u privatnom sektoru, socijalni partneri;
- Pravosuđe i unutrašnji poslovi;
- Prevodioci i sudski tumači.

Osim sasvim konkretne finansijske pomoći, ovi fondovi imaju i za cilj upoznavanje zemalja budućih članica EU sa načinima na koja se sredstva mogu koristiti.

Zemlje posljednjeg talasa proširenja imale su u periodu od 2000. do 2006. godine na raspolaganju gotovo 21,8 milijardi eura (uključujući i zemlje koje su danas kandidati), ali je iskorišćenost ovih sredstava bila niska, 20% do 30%.

Godišnje su iz predpristupnih fondova dobijale ukupno oko 2,6 milijardi eura. Ulaskom u EU, te su zemlje prestale koristiti te fondove, a preostali novac je preraspodijeljen na druge fondove EU, a dio je ostao na raspolaganju zemljama kandidatima koje nijesu ušle u EU u posljednjem talasu proširenja (procjenjuje se da je preostalo oko 2 milijarde eura).

Iskustvo novih zemalja članica EU pokazuje da je proces dobijanja novca iz predpristupnih fondova dosta složen. U zemljama poput Mađarske postojale su i postoje kompanije koje su se specijalizovale za pružanje pomoći potencijalnim korisnicima kako da koriste evropske fondove.

4. Programi pomoći Evropske unije Crnoj Gori

4.1. Pregled pomoći EU Crnoj Gori u razdoblju od 1998 – 2001. godine

Do 1998. godine Evropska komisija je Crnoj Gori obezbjeđivala humanitarnu pomoć, podršku demokratizaciji i nezavisnim medijima. U periodu od 1998 – 2000. godine pomoć je pružana putem programa OBNOVA i ECHO (humanitarna pomoć), a zatim su Uredbom Savjeta Evropske unije (br. 2666/2000) svi programi pomoći zemljama Zapadnog Balkana zamjenjeni CARDS programom (Program Zajednice u rekonstrukciji, razvoju i stabilizaciji).

Program OBNOVA uspostavljen je 1996. godine Uredbom Vijeća Evropske unije 1628/96, te izmjenama i dopunama uredbi 851/98 EZ i 2454/99 EZ. Vrijednost pomoći za razdoblje od 1996. do 2000. godine iznosila je 400 mil. eura, a program je bio otvoren u Bosni i Hercegovini, Hrvatskoj, SR Jugoslaviji i Makedoniji.

U 1998. godini Crne Gora je dobila 3 mil. eura koji su bili namijenjeni ekonomskim i političkim reformama i 5 mil. eura za podršku u rješavanju socijalnih problema (zaposlenosti i izbjeglica) i podršku u oblasti poljoprivrede, transporta, javne administracije i obrazovanja.

U 1999. godini Evropska komisija je odobrila 2,5 mil. eura za rekonstrukciju objekata u opštinama koje su bile oštećene u toku NATO bombardovanja i direktnu budžetsku podršku Vladi RCG u iznosu od 10,4 mil. eura.

U 2000. godini fondovi EU u iznosu od 5 mil. eura za Crnu Goru bili su usmjereni na obnovu infrastrukture, a 14 mil. eura bilo je usmjereno na transport, poljoprivredu, obrazovanje i fiskalnu reformu.

Tabela 7.7: Podrška Evropske unije Crnoj Gori od 1998 – 2001. god, (u mil. eura)

PROGRAMI	IZNOS
OBNOVA 1998.* Ekonomska reforma	5
OBNOVA 1999. Interno raseljena lica, ekonomska reforma, snabdijevanje energijom	22,5
OBNOVA 2000 Infrastruktura, poljoprivreda, fiskalni i finansijski sektor	19
Makro-finansijska pomoć 2000.	20
ECHO 1999 – 2001. Humanitarna pomoć	34
Program obezbjeđenja hrane, (Food Security Programme) 1999 – 2000.	21
Media – NVO 1998 – 1999	1
2001. Program podrške (tranša 1)	13,3
2001 Program podrške – dodatna pomoć	3

* Crna Gora je po osnovu predloženih programa mogla povući 4 mil eura od odobrenih 5 miliona eura.

Izvor: Evropska agencija za rekonstrukciju

4.2. Program CARDS i učešće Crne Gore u ovom programu

CARDS program je instrument tehničko-finansijske pomoći koji je namjenjen podršci u procesu stabilizacije i pridruživanja Zemljama Zapadnog Balkana (Albaniji, Bosni i Hercegovini, Hrvatskoj, Srbiji i Crnoj Gori i BJR Makedoniji). Program je ustanovljen Uredbom Savjeta Evropske unije br. 2666/2000 i predviđen je za period do 31.12.2007. godine.

Za CARDS program u razdoblju od 2000. do 2006. godine namijenjeno je ukupno 4,65 milijardi eura.

Upravljanje programom CARDS je centralizovano od strane EK, koja je zadužena za definisanje i sprovođenje programa i odgovorna Upravnom odboru za program CARDS, sastavljenom od predstavnika zemalja članica EU.

Sredstva programa CARDS namijenjena su za:

- Rekonstrukciju, pomoć izbjeglicama i interno raseljenim licima i stabilizaciji u regionu;
- Održivi ekonomski razvoj i reforme ka tržišnoj privredi;
- Stvaranje institucionalnog i pravnog osnova kao podrške demokratiji, poštovanju manjinskih i ljudskih prava, nezavisnosti medija i jačanju vladavine prava i borbe protiv organizovanog kriminala;
- Društveni razvoj;
- Njegovanje međunarodne, regionalne i prekogranične saradnje.

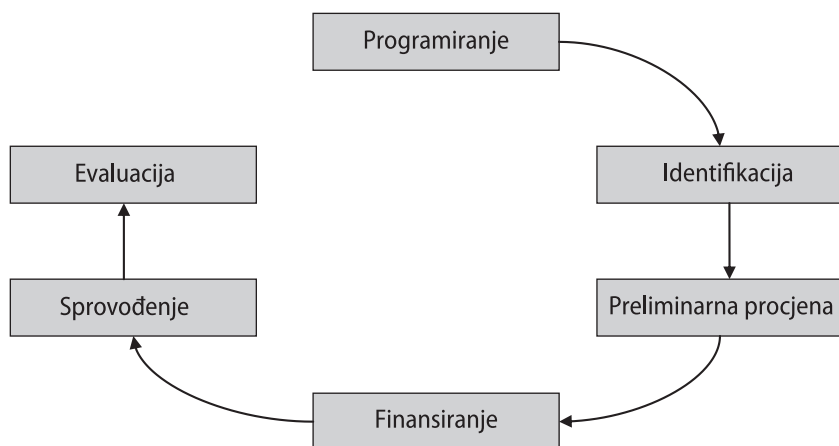
Pomoć iz CARDS realizuje se kroz finansiranje investicionih programa i programa izgradnje institucija. Ona se pruža u obliku bespovratnih sredstava, a može se koristiti za pripremu, sprovođenje, praćenje i evaluaciju projekata i programa. Nacrt Regulative o CARDS programu izričito određuje da je poštovanje načela demokratije i vladavine prava, te ljudskih i manjinskih prava, osnovni uslov za korišćenje pomoći. Vijeće EU može, kvalifikovanom većinom i na prijedlog Komisije, donijeti odgovarajuće mjere u slučaju „da se ovi principi ne poštuju“.

Program predviđa da korisnici pomoći mogu biti državna tijela na svim nivoima, javne institucije, institucije koje pružaju usluge poslovnim subjektima, fondacije i nevladine organizacije. Ova odredba unešena je „u svijetlu političke situacije u nekim područjima“, što znači da je EK željela zadržati mogućnost da pruži podršku institucijama koje nisu dio državnog aparata.

Postoje dvije komponente CARDS programa: Nacionalna i Regionalna. Nacionalna komponenta namijenjena je zemljama programa CARDS individualno. Regionalna komponenta odnosi se na sprovođenje zajedničkih projekata više država korisnica CARDS programa u specifičnim sektorskim područjima. Priprema i sprovođenje regionalnog CARDS programa su centralizovani u glavnim

tijelima Evropske komisije u Briselu. Regionalna strategija usresređena je na promovisanje bliskih odnosa i regionalne saradnje.

Šema 7.2: Projektni ciklus za CARDS program



Izvor: Uprava za koordinaciju pomoći i saradnju sa EU Hrvatske

Evropska komisija priprema Strateški nacionalni program i Strateški regionalni program za svaku zemlju koja je korisnik CARDS-a. Svaki od strateških dokumenata sadrži dodatak pod nazivom „Višegodišnji indikativni program za naredne tri godine“. Program predstavlja osnovu za pripremu projekata koji se dalje razrađuju u Godišnjem akcionom planu, za svaku zemlju posebno.

CARDS program ne predstavlja samo mogući izvor tehničke i finansijske pomoći, već i uvod u proces pripreme za korišćenje Strukturnih fondova EU, što je u perspektivi značajnije.

4.3. Pregled finansijske pomoći Crnoj Gori u periodu od 2001 – 2006. godine

EU Crnoj Gori od 2001. god. pruža finansijsku pomoć putem CARDS programa kojim rukovodi Evropska Agencija za Rekonstrukciju (EAR). Pomoć iz programa CARDS za Crnu Goru definisana je Strateškim dokumentom EK za period 2000 – 2006. godina.

U martu 2001. god. Evropska agencija za rekonstrukciju i razvoj, kancelarija u Podgorici, preuzima upravljanje EU projektima, a pomoć je iznosila 16,3 miliona eura.

Godišnjim akcionim programom za 2002. godinu Crnoj Gori je bilo odobreno 13 miliona eura. Preko EAR odobreno je 11,5 mil. eura, a direktna pomoć Vladi za oblasti carina i poreza³⁵, kao i za Visoko obrazovanje (TEMPUS III) iznosila je 1,5 mil. eura.

Akcionim programom za 2003. godinu Evropska unija je preko EAR Crnoj Gori odobrila 12,0 mil. eura pomoći, a Vladi RCG za carinski i poreski sistem, kao i za Visoko obrazovanje 1,5 mil. eura.

U 2004. godini preko EAR odobreno je 16,5 mil. eura, a Vladi RCG 1,5 mil. eura (za carinski i poreski sistem, kao i za Visoko obrazovanje). Programom za 2004. godinu nastavlja se pomjeranje ka dugoročnoj razvojnoj podršci u reformi institucija, a ključni sektori na koje se podrška odnosila bili su pravosuđe, unutrašnji poslovi, reforma javne uprave, životna sredina i ekonomski razvoj.

Tabela 7.8: Pregled pomoći EU za Crnu Goru u periodu od 1998 – 2005. godine i namjenska struktura sredstava (u mil. eura)

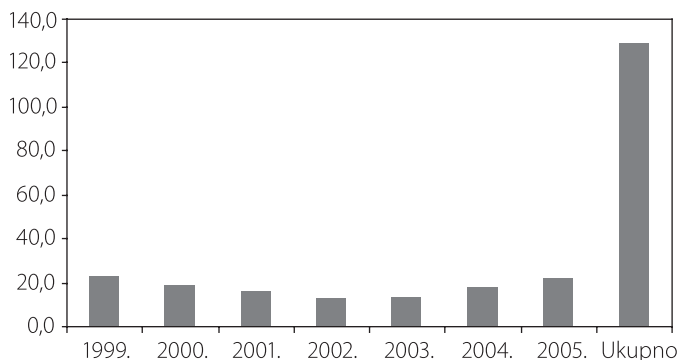
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	ukupno
REFORMA DRŽAVNE UPRAVE I RAZVOJ INSTITUCIJA									
1. Reforma javne uprave	1,0	2,0	2,9	1,2	2,0	3,0	7,0	6,5	25,6
2. Lokalna samouprava				4,5			2,0		6,5
EKONOMSKA REKONSTRUKCIJA, REGENERACIJA I REFORMA									
1. Energetika		2,5			2,6	2,0		1,5	8,6
2. Transport i Infrastruktura	1,0		10,8	9,0	2,2		2,5	4,0	29,5
3. Zaštita životne sredine					1,7	4,0		3,0	8,7
4. Ekonomski razvoj - ruralna ekonomija	1,0		2,3			1,5		1,8	6,6
5. Ekonomski razvoj		4,2			3,0		2,0	4,0	13,2

³⁵ Programi pomoći za oblast carina, reformu penzionog sistema i visoko obrazovanje Evropska komisija finansira direktno iz svoje centrale u Briselu.

Tabela 7.8: Pregled pomoći EU za Crnu Goru u periodu od 1998 – 2005. godine i namjenska struktura sredstava (u mil. eura) - nastavak tabele

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	ukupno
SOCIJALNI RAZVOJ I CIVILNO DRUŠTVO									
1. Obrazovanje	0,5		3,0	1,0			2,0		6,5
2. Civilno društvo i mediji		0,8				1,0			1,8
3. Ostalo	0,5	0,5				0,5	1,0	1,0	3,5
Interno raseljena lica		13		0,6				0,7	14,3
Carine i Oporezovanje					1,0	1,0	1,0		3,0
Visoko obrazovanje					0,5	0,5	0,5		1,5
UKUPNO	4,0	23,0	19,0	16,3	13,0	13,5	18,0	22,5	129,3

Izvor: EAR

Grafik 7.1: Pregled finansijske pomoći EU Crnoj Gori u periodu 1999 – 2005. godina

Izvor: EAR

Višegodišnjim indikativnim programom za period 2005 – 2006. godine koji je usvojen krajem 2004. god. predviđeno je da Crna Gora dobije podršku u iznosu od 43,5 miliona eura.

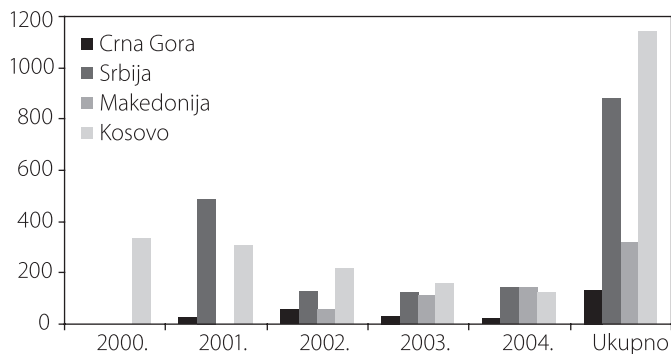
Tabela 7.9: Pregled plana finansijske pomoći Crnoj Gori za 2005. i 2006. god, (u mil. eura)

Oblasti	Crna Gora	
	2005-2006. Min - Max	
1.1. Prava manjina i povratak izbjeglica	2-3	
1.2. Civilno društvo	1	
1.3. Mediji		
2.1. Pravosuđe i unutrašnji poslovi	2,5-3,5	
2.2. Integrisano upravljanje granicom	1	
2.3. Reforma javne uprave	6-7	
2.4. Carine i porezi	2-3	
3.1. Investiciono okruženje	4-5	
3.2. Trgovina	3-4	
3.3. Infrastruktura		
- Energija	1,5	
- Transport	3,5-4,5	
3.4. Životna sredina	3,5-4,5	
3.5. Obrazovanje i zapošljavanje		
- visoko obrazovanje	1	
- VET i tržište rada	1,5	
4. Programi Zajednice	0.5	
5. Tekući troškovi EAR-a	2	2
6. GTAF	0,5	0,5
7. Rezerva	0,5	0,5
	2005.	2006.
UKUPNO po godini (max)	21.5	22

Izvor: EAR

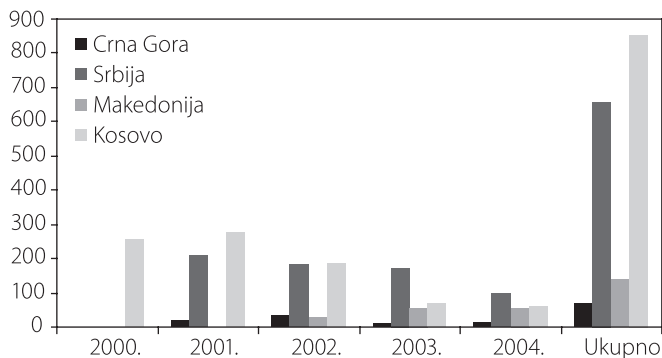
Finansijska pomoć koju je EU pružila Crnoj Gori u prethodnom periodu dala je pozitivan rezultat. Kao najvažniji projekti koji su urađeni posredstvom pomoći EU mogu se navesti: reforma javne uprave (koja još uvijek traje), pomoć državnim organima u nabavci savremene informacione tehnologije, učešće u izgradnji važnih putnih saobraćajnica, mostova, reforme energetskog sektora, zaštite životne sredine, trening programi za zaposlene u sudstvu, carini, policiji i dr.

Grafik 7.2: Broj projekata realizovanih od strane EAR u periodu 2000 – 2004. godine u Crnoj Gori, Makedoniji, Srbiji i Kosovu



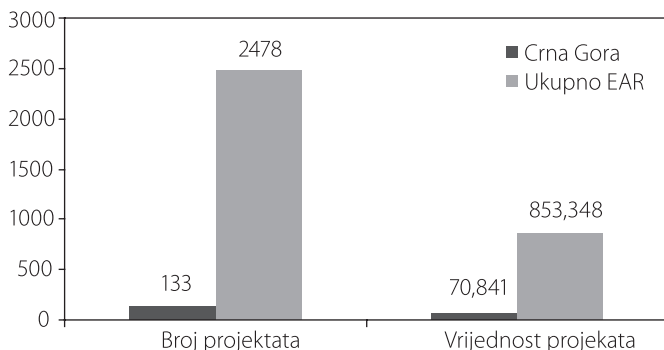
Izvor: EAR

Grafik 7.3: Vrijednost ugovorenih projekata EAR (u 000 eura)



Izvor: EAR

Učešće Crne Gore u ukupnim projektima EAR iznosilo je 5,4%, a u ukupnoj vrijednosti projekata 8,3%.

Grafik 7.4: Učešće Crne Gore u projektima EAR u periodu od 2000 – 2004. godine

4.4. Regionalni CARDS

Kao dodatak nacionalnoj CARDS strategiji koja je prevashodno usmjerena na karakteristične probleme sa kojima se pojedine zemlje suočavaju, regionalna strategija CARDS programa je usredsređena na promovisanje bliskih odnosa i regionalne saradnje.

Regionalna CARDS strategija uključuje četiri prioritetne oblasti:

- Promovisanje integrisanog upravljanja granicom
- Podrška demokratskoj stabilnosti
- Jačanje sposobnosti državnih institucija
- Razvoj na polju regionalne infrastrukture i zaštite životne sredine.

Inicijativa INTERREG za zemlje koje pripadaju Procesu stabilizacije i pridruživanja realizuje se iz fonda regionalnog CARDS a.

Inicijativa INTERREG je pokrenuta 1990. godine od strane EZ za promovisanje prekogranične, transnacionalne i međuregionalne saradnje. Dio je kohezione politike EU kojom se nastoje smanjiti razlike u stepenu razvoja regija zemalja članica, ali i šireg evropskog prostora. Program podstiče razvoj prekogranične saradnje između pograničnih područja na unutrašnjim i spoljnim granicama EU, s ciljem jačanja privrede i socijalne kohezije pograničnih područja kroz podsticanje uravnoteženog razvoja.

Inicijativa INTERREG je u trećoj fazi, (ITEREG III), predviđenoj za razdoblje od 2000-2006. godine.³⁶

Postoje tri vrste INTERREG III:

- Linija A – odnosi se na prekograničnu saradnju u kojoj mogu učestvovati prekogranična područja zemalja članica, kandidata i trećih zemalja, odnosno područja koja se „naslanjaju“ na pogranična područja.
- Linija B – odnosi se na transnacionalnu saradnju između državnih i lokalnih vlasti unutar kojeg je definisano 11 zemalja (Cadses).
- Linija C – podstiče međuregionalnu saradnju na širokoj osnovi. Cjelokupno evropsko područje podijeljeno je u 4 zone: istok, zapad, sjever i jug. Prema administrativnoj podjeli Crna Gora pripada zoni istok.

Zemlje članice EU finansiraju svoje učešće u inicijativi INTERREG iz Evropskog fonda za regionalni razvoj (ERDF) i iz vlastitih sredstava.

Zemlje koje nisu članice EU finansiraju svoje učešće u ovoj inicijativi iz vlastitih sredstava i/ili, ukoliko je to odobreno od strane EK, iz programa pomoći EU tj:

- zemlje kandidatkinje: iz PHARE-a, SAPHARD-a, ISPA-e
- zemlje Zajednice nezavisnih država: iz TACIS fonda
- zemlje Procesu stabilizacije i pridruživanja: iz vlastitih sredstava, CARDS program

Crna Gora je do sada sredstva iz Regionalnog Cards programa koristila putem INTERREG –a III – linija A koji se odnosi na Jadransku saradnju u okviru Programa prekogranične saradnje. Program jadranske prekogranične saradnje, nastao je iz želje za stvaranjem nove politike saradnje između jadranskih zemalja kako bi se savladale postavljene prepreke koje čine nacionalne granice.

Zemlje koje koriste program INTERREG III – linija A, izuzev Crne Gore su Italija (italijanske jadranske regije), koja je kao zemlja članica EU pokretač i nosilac programa „jadransko prekogranična saradnja“, Republika Hrvatska, Bosna i Hercegovina i Albanija.

³⁶ Praksa EU je da se strukturalni fondovi programiraju za razdoblje od 6 godina.

Ciljevi saradnje u okviru Jadranske prekogranične saradnje su sljedeći:

- doprinositi teritorijalnoj integraciji;
- doprinositi tržišnoj konkurenciji, efikasnosti i razvoju regiona;
- doprinositi ekonomskoj i socijalnoj koheziji unutar i između jadranskih zemalja, takođe i kroz koordiniranje investicija;
- osigurati očuvanje prirodne i kulturne baštine, zaštitu okoline i održivi razvoj;
- doprinositi unaprijeđenju jednakih mogućnosti za muškarce i žene;
- ubrzati proces proširenja kroz pripremanje regija, administracija, istraživačkih instituta, itd.;
- koordinirati Program INTERREG III s ostalim finansijskim instrumentima Evropske zajednice koji se odnose na italijanske jadranske regije, odnosno na zemlje istočnog Jadrana.

U skladu s prije navedenim ciljevima Programa i u svjetlu usklađenosti s politikama zajednice, program se temelji na sljedećim prioritetima:

Prioritet 1: Zaštita i valorizacija okoline, kulture i infrastrukture prekograničnog područja: odnosi se na intervencije od pretežno javnog interesa, u odnosu na okolinu, energiju, prevoz, telekomunikacije, uređenje teritorija i kulture;

Prioritet 2: Privredna integracija proizvodnih sistema na područjima koja su uključena u prekograničnu saradnju: odnosi se na intervencije od pretežno privatnog interesa, odnosno na konkurentnost i na jačanje malih i srednjih industrijskih, zanatskih, turističkih, poljoprivrednih i ribarskih preduzeća;

Prioritet 3: Akcije usmjerene na jačanje saradnje: odnose se na jačanje institucija, usklađivanje sistema, unapređivanje razvoja demokratije, zapošljavanje, sigurnost, socijalnog sistema i kvalifikaciju ljudskih resursa;

Prioritet 4: Tehnička pomoć u sprovođenju Operativnog programa, koja se odnosi na informisanje, evaluaciju, praćenje, nadzor, kontrolu i podršku;

Prednost programa CARDS, kako za Evropsku uniju, tako i za zemlje koje su korisnice sredstava ovog programa je u tome što olakšava investicije međunarodnih finansijskih institucija, a naročito Evropske investicione banke (EIB), Evropske banke za obnovu i razvoj (EBRD) i Svjetske banke (WB), posebno u sekto-

rima transporta, energije, zdravstva, sobračaja, obrazovanja, malih i srednjih preduzeća i lokalne uprave.

5. Predpristupni programi pomoći EU u budućnosti

Primjena sadašnjih instrumenata finansijske pomoći Evropske Unije za razdoblje od 2000. do 2006. godine se privodi kraju, pa je Evropska komisija predložila dokument, koji predstavlja srednjoročni okvir finansija Unije, u cilju poboljšanja efikasnosti spoljne pomoći Zajednice. Riječ je o instrumentu za predpristupnu pomoć (IPA), kojim će se od 2007. godine sadašnji predpristupni fondovi (PHARE, ISPA, SAPARD) i CARDS spojiti u jedinstveni instrument pomoći. Ovaj novi fond je namijenjen preostalim kandidatima- Hrvatskoj i Turskoj (pretpostavlja se da će Bugarska i Rumunija tada već biti u Uniji), i zemljama Zapadnog Balkana - Albaniji, Bosni i Hercegovini, Makedoniji i Srbiji i Crnoj Gori. Korišćenje fondova IPA-e će biti pojednostavljeno u odnosu na sadašnje predpristupne fondove, a vjerovatno će se proširiti i broj sektora za koje se mogu predlagati projekti.

Osnovni cilj novog predpristupnog fonda jeste da:

- unaprijedi efikasnost programa pomoći,
- obezbijedi bolju koordinaciju između različitih projekata,
- pojednostavi procedure i
- pojednostavi budžetiranje.

Osnovne oblasti na koje će se primjenjivati sredstva predpristupnog fonda su:

- tranzicione pomoći i izgradnje institucija;
- prekogranične i regionalne saradnje;
- regionalni razvoj;
- razvoj ljudskih resursa;
- ruralni razvoj.

1. **Komponenta tranzicione pomoći i izgradnje institucija** može biti posmatrana kao ključna komponenta za sva pitanja institucionalne izgradnje, kao i za tranzicionu pomoć, dostupna zemljama nevedenim u Aneksu I. Takođe je odgovorna za sve mjere saradnje koje nisu pokrivene ostalim komponentama. U praksi, funkcionisanje prve komponente, biće ograničeno ukoliko su aktivnosti, koje padaju pod „pripremom, implemen-

tacijom i upravljanjem i politikom razvoja, zajedničkih poljoprivrednih i kohezionih politika Zajednice“, pokrivene komponentama III, IV i V. U slučaju potencijalnih država kandidata, ova komponenta ima „djelokrug“ sličan PHARE, uključujući ekonomski i socijalni kohezioni aspekt PHARE, ali bez PHARE CBC (Cross-border cooperation). Za države kandidate prva komponenta odgovara PHARE sa posebnim naglaskom na post konfliktni scenario, ali bez ekonomske i socijalne kohezije i CBC. **Komponenta I** bi takođe pokrivala učešće država korisnica u programima Zajednice, koji formira važan aspekt Acquis-a. Šta više, učešće u programima Zajednice prije pridruživanja može biti razmatrano kao mjera izgradnje institucija, jer je pogodan za uspostavljanje administrativnih struktura omogućujući državama korisnicama početak ubiranja pune koristi od ovih programa najduže do pristupanja.

2. **Komponenta prekogranične i regionalne saradnje** će biti dostupna za obje grupe država korisnica. Ona će podržavati prekogranične aktivnosti među državama korisnicama i između država korisnica i država članica. Takođe će podržavati učešće država korisnica u transnacionalnim i interregionalnim programima uključujući i države članice i treće zemlje kod kojih se primjenjuju ostali instrumenti (npr. ENPI). Na Zapadnom Balkanu, ova komponenta će nastaviti da podržava regionalnu saradnju, prethodno podržavana CARDS-om.
3. **Komponenta regionalnog razvoja** je dostupna isključivo državama sa statusom kandidata. Očekuje se da ova komponenta, u što većoj mjeri, odražava ERDF i Kohezioni fond, čime bi države korisnice u najvećoj mjeri usaglasile propise sa onima koji se primjenjuju kod fondova za strukturni i ruralni razvoj. Ovo će, sa jedne strane, uticati na povećanje efikasnosti jer države kandidati, krećući se od predpristupne do postpristupne faze, neće morati da mijenjaju procedure i kriterije da bi bile usaglašene sa propisima o finansiranju, osim u slučajevima kada je tako nešto nužno. S druge strane, to će im dati najbolju moguću pripremu za implementaciju Evropskog regionalnog razvojnog fonda (ERDF) i Kohezionog fonda poslije pristupanja.
4. **Komponenta razvoja ljudskih resursa** je takođe primjenljiva samo za države sa statusom kandidata. Svrha četvrte komponente je da ih pripremi za planiranje, implementaciju i upravljanje Evropskim socijalnim fondom (ESF), u okviru Evropske strategije zapošljavanja, čime će ciljevi Zajednice na polju socijalnog uključenja, obrazovanja i obučavanja, kao i jednakosti između muškaraca i žena biti uzeti u obzir. Ova komponenta će biti foku-

sirana na postavljanje adekvatnih struktura i sistema za pripremu politika i programiranje, upravljanje i primjenu, kao i implementaciju aktivnosti iz domena ESF, u skladu sa dogovorenim prioritetima.

5. **Komponenta ruralnog razvoja** ima za cilj da pomogne zemljama da se pripreme za postpristupne EU ruralne razvojne programe implementirajući predpristupne pomoći kroz sisteme koji su što više slični onim odgovarajućim postpristupnim. Neke ruralne razvojne mjere koje se više ne smatraju relevantnim unutar EU država članica, mogu i dalje biti važne unutar zemalja čiji su poljoprivredni i ruralni sektor manje razvijeni i zbog toga trebaju biti uključeni unutar instrumenta IPA.

Države korisnice će biti podijeljene u dvije kategorije, zavisno od njihovog statusa na:

1. EU potencijalne kandidate koje su navedene u Aneksu I Regulative. Tu spadaju Albanija, Bosna i Hercegovina, Srbija i Crna Gora i bivša Republika Makedonija, i oni sredstva fonda mogu da koriste samo za dvije oblasti i to za:
 - izgradnju institucija i pomoć u tranziciji i za
 - regionalnu i prekograničnu saradnju.
2. EU kandidati koji su navedeni u Aneksu II. Tu spadaju Hrvatska i Turska i oni sredstva fonda mogu koristiti u svih pet oblasti, i to za:
 - izgradnju institucija i pomoć u tranziciji;
 - regionalnu i prekograničnu saradnju;
 - regionalni razvoj;
 - razvoj ljudskih resursa;
 - razvoj ruralnih oblasti.

Potencijalne države kandidati će, prema tome, nastaviti da primaju pomoć koja je bila pružana i na osnovu regulativa CARDS-a za: izgradnju institucija i demokratizaciju, za ekonomski i socijalni razvoj, regionalnu i preko-graničnu saradnju, kao i za određeno usklađivanje sa Acquis-om, posebno tamo gdje postoje zajednički interesi EU i države korisnice. Države kandidati će, nasuprot tome, primati istu vrstu pomoći, ali će dodatno primati i pomoć u pripremanju za implementaciju strukturnih i ruralnih razvojnih fondova nakon pristupanja, kao i za punu implementaciju Acquis-a. Zemlja korisnica može preći iz Aneksa I u Aneks II samo nakon odluke Savjeta koji joj daje status zemlje kandidata.

Finansijska perspektiva za period 2007-2013 još nije usvojena, pa u ovom trenutku nije tačno poznato kojim će sredstvima IPA raspolagati, ali se predviđa da je za buduće članice predviđeno oko 14 milijardi eura, odnosno 27 eura godišnje po stanovniku. Nešto drugačiji pristup bi trebao da važi za Tursku. S obzirom na mnogoljudnost te države, ona bi u početku perioda trebala da dobija 14 eura po stanovniku godišnje, da bi do 2013. godišnja pomoć za tu zemlju narasla do 27 eura. Ako se ti podaci pomnože sa brojem stanovnika i uporede sa ukupno predviđenih 14 milijardi eura namijenjenih predpristupnoj pomoći, za SCG, Albaniju i BiH ostaje da podijele 2,7 milijardi eura u periodu od sedam godina.

Tabela 7.10: Ukupno predviđena sredstva prema predpristupnom instrumentu IPA, (u mil. eura)

Godina	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	Ukupno
Ukupno	1.426	1.631	1.734	1.977	2.294	2.441	2.564	14.067

Izvor: Evropska Komisija

Tabela 7.11: Predložena pomoć prema nacrtu IPA za zemlje kandidate (2007-2013), (u mil. eura)

Godina	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	Ukupno
IPA ukupno	1.426	1.631	1.734	1.977	2.294	2.441	2.564	14.067
Hrvatska	120	120	120	120	120	120	120	840
Makedonija	54	54	54	54	54	54	54	378
Turska	1.000	1.150	1.300	1.450	1.600	1.750	1.900	10.150
Ne-kandidati	252	307	260	353	520	517	490	2.699

Izvor: Evropska Komisija

Tabela 7.12: Planirana pomoć za potencijalne zemlje kandidate, 2007-2013, (u mil. eura)

	Populacija	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	Ukupno
Srbija	8,0	113	138	117	159	234	233	220	1.214
Kosovo	1,8	25	31	26	35	52	52	49	270
Crna Gora	0,6	10	12	10	14	21	21	20	108
Albanija	3,2	45	55	47	63	94	93	88	485
Bosna i Hercegovina	4,1	59	71	60	82	119	118	113	622
Ukupno	17,8	252	307	260	353	520	517	490	2.699
Per capita		14,16	17,25	14,61	19,83	29,21	29,04	27,53	

Izvor: Evropska Komisija

Okvir za pomoć i alokaciju sredstava iz predpristupnog instrumenta IPA predviđa:

- da će EK na osnovu strateškog pristupa, uzimajući u obzir finansijsku perspektivu, kao i Evropsko partnerstvo i Pristupno partnerstvo, uspostaviti višegodišnji indikativni plan sa alokacijom sredstava po komponentama i zemljama, koji će biti razmatran godišnje, uzimajući u obzir niz ciljnih kriterija, uključujući korišćenje kapaciteta, procjenu potreba, pregled uslova, kao i upravljački kapacitet;
- da će fondovi locirani na programima prekogranične saradnje sa zemljama članicama biti najmanje jednaki odgovarajućim sredstvima iz Evropskog regionalnog razvojnog fonda (ERDF);
- da će indikativni višegodišnji plan (MIP) biti saopštavan godišnje Savjetu i Evropskom Parlamentu od strane Komisije;
- da će zemljama iz Aneksa I pomoć biti zasnovana na Evropskom Partnerstvu. Pomoć će se planirati na osnovu jedinstvenog okvira za svaku od država i odgovarajućih komponenti, obuhvatajući prioritete definisane analizom stanja u svakoj od država u kontekstu priprema za dalje integrisanje sa EU, u odnosu na kriterijume definisane od strane Evropskog savjeta i ostvarenog napretka u primjeni Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju, uključujući saradnju u regionu;
- da će zemljama navedenim u Aneksu II pomoć biti bazirana na Pristupnom Partnerstvu. Pomoć će se planirati na osnovu jedinstvenog okvira za svaku od država i odgovarajućih komponenti, obuhvatajući prio-

ritete, definisane analizom stanja u svakoj od država, na kojima se moraju usresrediti pripreme za pristupanje, u odnosu na političke i ekonomske kriterije i na progres učinjen u usvajanju i implementaciji pravnog nasljeđa EU.

Novim nacrtom se predviđa da će uspješno razvijeni programi pomoći zemljama kandidatima u prihvatanju i implementaciji Acquis- a, twinning i TAIEX, nastaviti da se primjenjuju za korisnice ovih regulativa.

Dan stupanja na snagu ove Regulative je predviđen za 20 dana nakon njegovog objavljivanja u Službenom listu, ali će se primjenjivati od 1. januara 2007. godinu.

U Crnoj Gori programima pomoći EU upravlja EAR, dok će početak implementacije programa IPA usloviti prestanak rada ove agencije, a upravljanje sredstvima preuzeće institucije u Crnoj Gori. Stoga će uspostavljanje adekvatnog mehanizma upravljanja sredstvima uticati ne samo na kvalitet korišćenja odobrenih sredstava, već će biti i uslov za buduće korišćenje svih segmenata programa IPA. Značajnije učešće institucija Vlade RCG ogledaće se u programiranju, izradi tenderske dokumentacije, evaluaciji i implementaciji potpisanih ugovora o realizaciji projekata finansiranih iz EU fondova.

Tabela 7.13: Potencijalni projekti koji bi se mogli kandidovati za finansiranje putem IPA programa u Crnoj Gori

Komponente	Prioriteti za države potencijalne kandidate	Projekti koji bi se mogli kandidovati u Crnoj Gori
I - Podrška tranziciji i jačanju institucija	Progresivno usklađivanje sa Acquis-em i društveni i ekonomski razvoj	<ul style="list-style-type: none"> - projekti vezani za donošenje i usvajanje propisa i zakona Crne Gore u skladu sa pravnim tekovinama EU - projekti za unaprijeđenje sudstva - projekti vezani za carinu, korupciju, pranje novca - projekti za unaprijeđenje statističkog sistema CG - projekti za unaprijeđivanje javnog sektora itd.
II - Regionalna i prekogranična saradnja	Jačanje stabilnosti, bezbjednosti i prosperiteta, od interesa za sve države regiona	<ul style="list-style-type: none"> - projekti iz oblasti životne sredine zemalja jugoistočne Evrope (usaglašavanje i sprovođenje regulative EU, obuka inspektora, upravljanje opasnim vodama itd) - jadransko prekogranična saradnja - projekti vezani za očuvanje i bezbjednost granica, modernizaciju graničnih prelaza itd.

6. Zaključak

„Da bi Evropa mogla stvarno da postoji mora da se upravlja principom jednakosti prava i obaveza za sve udružene zemlje...ovakva Evropa ostaće otvorena za svakog ko bude želio da joj se pridruži“.

Robert Šuman

Programi pomoći i instrumenti EU zemljama koje su u procesu pristupanja imaju za cilj da doprinesu bržem ekonomskom rastu povećanjem investiranja, smanjenjem nezaposlenosti, inflacije i dr. Programi nijesu usmjereni na socijalnu politiku i nijesu direktno povezani bilo sa povećanjem potrošnje bilo sa redistribucijom dohotka, već samo na povećanje produktivnosti (koja je određena kvalitetom ljudskih resursa, kvalitetom fizičke infrastrukture i sposobnošću za inovacije).

Iako su programi pomoći EU prema Zapadnom Balkanu prisutni skoro deset godina vidljivi efektivni rezultati obilježavaju posebno protekle četiri godine, što se može reći da važi i za Crnu Goru. U Crnoj Gori je uz pomoć EU u proteklom periodu završen veliki broj infrastrukturnih projekata, obuka kadra, reforma institucija, obrazovanja, a donijet je i set zakona koji su u skladeni sa pravnim tekovinama EU itd. U narednom periodu u Crnoj Gori je potrebno unaprijediti institucionalne i administrativne kapacitete koji rukovode programima EU, kako bi se sredstva koja su namijenjena Crnoj Gori povlačila u što većim iznosima i iskoristila na što bolji način. Takođe je potrebno pružiti više informacija o programima EU koji su nam na raspolaganju, kako bi se projekti pripremili i kandidovali za finansiranje kroz ove programe.

Može se zaključiti da evropska perspektiva zemalja leži u sposobnosti prilagođavanja i prihvatanja na prvom mjestu standarda i normi na kojima počiva EU, u čemu će od pomoći biti iskustvo koje zemlje stiču učenjem i sprovođenjem pravila koje je EU definisala da bi se sredstva iz programa pomoći mogla koristiti. Takođe, iskustvo koje će se steći tokom perioda korišćenja predpristupnih programa omogućiće zemlji da u budućnosti, kada bude članica EU, bolje koristi Strukturne i Kohezione fondove.

Spisak korišćene literature

1. *Annual report to the European Parliament and the Council, Thessaloniki, 2005.*
2. *Informacija o programima Zajednice, Ministarstvo za ekonomske odnose sa inostranstvom i evropske integracije RCG, Septembar 2005.*
3. *Ministarstvo za evropske integracije Rumunije;*
4. *Ministarstvo vanjskih poslova i evropskih integracija Republike Hrvatske, www.mei.hr;*
5. *Ministarstvo za ekonomske odnose sa inostranstvom i evropske integracije RCG, www.minevrint.vlada.cg.yu;*
6. *ISPA Report 2000-2004 – Generalni direktorat za regionalnu politiku EU;*
7. *Agriculture in Europe of 25 – Generalni direktorat za poljoprivredu EU;*
8. *Zvanični websajt Evropske unije (www.europa.eu.int)*
9. *European Commission- COUNCIL REGULATION (establishing an Instrument for Pre-Accession Assistance-IPA), september 2004;*
10. *European Stability Initiative „Breaking out of the Balkan Ghetto: Why IPA should be changed“, june 2005*
11. *CARDS Regional Strategy Paper 2002-2006, European Comission external Relations directorate genaral Western Balkans, 2002;*
12. *Evropa od A – Š, Fondacija Konard Adenauer, Beograd, 2003.*
13. *Evropske perspektive, Ekonomist magazin, septembar 2005. godine.*
14. *Strategija razvitka Republike Hrvatske, IMO – Institut za međunarodne odnose, Zagreb, 2001.*
15. *Annual Report of the EU Commission on the Stabilization and Association Process for South East Europe COM (2001), COM (2003) and COM (2004) 202/2 final. www.eu.int/com/external_relations/.*
16. *Predstavljanje predpristupnih programa Evropske unije, Tomislav Belovari, Zagreb 2006.*

Spisak upotrijebljenih skraćenica

<i>EZ</i>	<i>Evropska zajednica</i>
<i>BDP</i>	<i>Bruto društveni proizvod</i>
<i>BNP</i>	<i>Bruto nacionalni proizvod</i>
<i>EIB</i>	<i>Evropska investiciona banka</i>
<i>EK</i>	<i>Evropska komisija</i>
<i>EU</i>	<i>Evropska unija</i>
<i>ISPA</i>	<i>Predpristupni instrument za prilagodavanje strukturne politike</i>
<i>PHARE</i>	<i>Pomoć za reformu ekonomija u Poljskoj i Mađarskoj (Poland and Hungary Assistance for Restructuring of their Economies)</i>
<i>SAPARD</i>	<i>Predpristupni program za poljoprivredu i ruralni razvoj (Special Accession Programme for Agriculture & Rural Development)</i>
<i>CARDS</i>	<i>Pomoć Zajednice za rekonstrukciju, razvoj i stabilnost na Balkanu (Community Assistance for Reconstruction, Development and Stability in the Balkans)</i>
<i>IPA</i>	<i>Instrument za pretpristupnu pomoć</i>
<i>ENPI</i>	<i>Evropsko susjedstvo i instrumenti partnerstva</i>
<i>ERDF</i>	<i>Evropski regionalni razvojni fond</i>
<i>ESF</i>	<i>Evropski socijalni fond</i>
<i>MIP</i>	<i>Višegodišnji indikativni program</i>
<i>TAIEX</i>	<i>Tehnička pomoć i razmjena informacija</i>
<i>NDP</i>	<i>Nacionalni razvojni program</i>
<i>EBRD</i>	<i>Evropska banka za obnovu i razvoj</i>
<i>CBC</i>	<i>Prekogranična saradnja</i>
<i>CAP</i>	<i>Zajednička poljoprivredna politika</i>
<i>Acquis communautaire</i>	<i>- Pravne tekovine EU</i>

VIII

EKONOMSKA POLITIKA U DOLARIZOVANIM EKONOMIJAMA SA POSEBNIM OSVRTOM NA CRNU GORU

*Nikola Fabris, Danijela Vukajlović-Grba,
Tanja Radunović, Jelena Janković*

Apstrakt

Puna dolarizacija je relativno rijedak fenomen, ali posljednjih godina ona privlači veliku pažnju o čemu svjedoči rastući broj radova posvećenih ovoj problematici, kao i rastući broj zemalja koje se odlučuju na ovaj korak. U radu se razmatraju prednosti i nedostaci dolarizacije, kako sa teorijskog aspekta, tako i na bazi iskustva drugih dolarizovanih zemalja.

Posebna pažnja je posvećena Crnoj Gori. Predmet analiziranja je istorijat monetarnog sistema u Crnoj Gori, faktori koji su opredjeljujuće uticali na dolarizaciju Crne Gore, kao i poređenje ekonomskih performansi. Na kraju rada su date konkretne preporuke u kojem smjeru voditi ekonomsku politiku u Crnoj Gori imajući u vidu relativno limitiran broj instrumenata koji stoje na raspolaganju. U radu se zaključuje da dolarizacija stvara preduslove za ubrzani ekonomski razvoj, ali da se ona nikako ne može tretirati kao supstitut za ekonomske reforme.

Ključne riječi: dolarizacija, ekonomska politika, Crna Gora, monetarni sistem.

JEL Codes: E40, E42, E52, G28.

Dolarizacija liči na situaciju u kojoj pojedinac ne jede da bi izgubio na težini. Ona je efikasna u kratkom roku, ali ukoliko se ne promijene životni stil (navike u ishrani, vježbanje) pojedinac će postati mršaviji, ali to ne znači da će biti i zdraviji. (Mann C., „Dollarization as Diet“)

1. Uvod

Svaka valuta koja nema svoje zlatno pokriće povezana je sa većim ili manjim rizicima. U uslovima flukuirajućih cijena zlata na svjetskim berzama ni povratak na zlatni standard ne bi zemlji garantovao stabilnost nacionalne valute. Poslije Drugog svjetskog rata sa porastom broja nezavisnih država drastično je rastao i broj valuta. Veliki broj valuta zbog pogrešne ekonomske politike se pokazao lošim. U posljednjoj deceniji prisutan je obrnut trend - broj svjetskih valuta se smanjuje. Veliki broj ekonomista, naročito od pojave Evropske monetarne unije, smatra da postoje realni izgledi da se u budućnosti krećemo prema svijetu sa dva ili tri valutna bloka.

Pojam dolarizacije nije nov, ali od fenomena koji je „izašao iz mode“³⁷, dolarizacija u posljednjoj deceniji sve više postaje instrument ekonomske politike koji preporučuje sve veći broj ekonomista. Postavlja se pitanje kakve se opcije postavljaju pred male zemlje, kao što je Crna Gora. Da li prihvatiti unilateralnu dolarizaciju ili dolarizaciju u sklopu monetarne unije? Imajući u vidu da do prije nekoliko godina najveći blokovi, prije svega SAD i zemlje EU, nijesu bile spremne da dijele sinjoriž, faktički jedina opcija je bila unilateralna dolarizacija. Sa pojavom

³⁷ U devetnaestom i početkom dvadesetog vijeka najveći broj zemalja je koristio tuđu valutu. Tada je prevladavao stav da nacionalna valuta i monetarna politika nijesu neophodni i da nemaju veći uticaj na privredni razvoj.

EMU pozicije SAD su ugrožene i potencijalnu opasnost predstavlja konverzija dolara u euro. Zbog međusobne konkurencije na globalnom nivou u budućnosti će rasti spremnost najvećih blokova na monetarnu uniju sa drugim zemljama.

Ovaj rad se sastoji iz četiri dijela. U prvom se teorijski definiše pojam dolarizacije, u drugom se razmatra ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama, njene prednosti i nedostaci, kao i neka iskustva dolarizovanih zemalja. Treći dio prikazuje evoluciju monetarnog sistema u Crnoj Gori i motive za dolarizaciju. Imajući u vidu da je Crna Gora sprovela zvaničnu dolarizaciju, tema četvrtog dijela rada je kako voditi ekonomsku politiku u takvim uslovima.

2. Šta je to dolarizacija?

Pod pojmom dolarizacije, odnosno eurizacije³⁸, podrazumijeva se nekoliko različitih monetarnih sistema koji su međusobno vrlo različiti, ali imaju zajedničku karakteristiku da je u formalnim ili neformalnim transakcijama strana valuta široko rasprostranjena kao platežno sredstvo. Nesumnjivo dvije najrasprostranjenije rezervne valute su dolar i euro. O rasprostranjenosti dolarizacije najbolje svjedoči podatak da se oko dvije trećine ukupne emisije dolara nalazi izvan SAD.³⁹ Sredinom devedesetih Bundesbanka je procijenila da stranci drže oko 40% emitovane vrijednosti DEM.⁴⁰

Pod zvaničnom dolarizacijom podrazumijeva se situacija da je strana valuta jedino legitimno platežno sredstvo⁴¹ i da ne postoji domaća valuta. Moguća je i opcija da se više stranih valuta koriste kao platežno sredstvo ali je ovo relativno rijetka situacija.⁴² U grupu zvanično dolarizovanih zemalja danas spada samo 16

³⁸ U nastavku teksta autori neće koristiti pojam eurizacija, već samo dolarizacija imajući u vidu da je termin dolarizacija uobičajen za sve zemlje koje koriste stranu valutu kao platežno sredstvo nezavisno da li je u pitanju dolar ili neka druga valuta.

³⁹ Aguado, S., 2000, „Transatlantic Perspectives on the Euro and the Dollar: Dollarization and other Issues“, University of Alcalá, Spain

⁴⁰ Schuler, K., 2000, „Basics of Dollarization“, Joint Economic Committee Staff Report, USA.

⁴¹ U nekim zvanično dolarizovanim ekonomijama paralelno cirkuliše i domaća valuta, ali gotovo isključivo u obliku metalnih novčića male vrijednosti. Ovo je uglavnom posljedica relativno visokih transportnih troškova metalnih novčića.

⁴² Interesantan je podatak da su SAD do 1857. godine spadale u kategoriju „dolarizovanih ekonomija“, s obzirom da se kao platežno sredstvo koristio strani novac.

nezavisnih država. Crna Gora takođe pripada kategoriji zvanično dolarizovanih zemalja.

Pod pojmom zvanična djelimična dolarizacija podrazumijeva se situacija u kojoj se kao legalno platežno sredstvo koriste i strana valuta i domaća valuta. Ovo je situacija koja je postojala u Crnoj Gori na početku monetarne reforme u trenutku uvođenja marke kao platežnog sredstva. Danas ovaj sistem koriste: Haiti, Bahami, Liberija, Laos, Kambodža i neke druge zemlje.

Box 1: Dolarizovane ekonomije

Puna dolarizacija – USD platežno sredstvo: a) nezavisne države: Istočni Timor, Maršalska ostrva, Mikronezija, Palau, Panama, Ekvador, El Salvador b) zavisne države: Pitcairns Ostrva (Novi Zeland), Ostrva Kokoa (Velika Britanija), Britanska Djevičanska ostrva (Velika Britanija); c) teritorije SAD: Guam, Američka Djevičanska ostrva, Portoriko, Američka Samoa, Severna marijanska ostrva.

Puna dolarizacija – ostale valute: a) nezavisne države: Andora (euro), Sjeverni Kipar (turska lira), Kirbati (australijski dolar), Lihtenštajn (švajcarski frank), Monako (euro), Nauru (australijski dolar), San Marino (euro), Tuvalu (australijski dolar), Vatikan (euro); b) zavisne države: Ostrva Kokoa (australijski dolar), Kukova ostrva (novozelandski dolar), Greenland (danska kruna), Niue (novozelandski dolar), Norfolška ostrva (australijski dolar), Sveta Helena (britanska funta), Tokelau (novozelandski dolar); c) ostala područja: Crna Gora (euro), Kosovo (euro).

Zvanična djelimična dolarizacija – dolar platežno sredstvo: Bahami, Kambodža, Laos, Haiti i Liberija.

Zvanična djelimična dolarizacija – druge valute: Butan (indijski rupi), Bruneji (singapurski dolar), Kanarska ostrva (britanska funta), Isle of Man (britanska funta), Lesoto (južnoafrički rand), Namibija (južnoafrički rand), Tadžikistan (dozvoljena upotreba stranih valuta).

Izvor: Meyer, S., 2000. „Dollarization: an Introduction“, Presentation for the Friends of Global Interdependence Center i Winkler, A., Mazzafero, F., Nerkich, H. i Thimann C., 2004, „Official Dollarisation/Eurisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases“, Occasional Paper Series, No 11, European Central Bank.

Nezvanična dolarizacija se odnosi na situaciju kada se usljed odsustva povjerenja u domaću valutu koristi strana valuta kao sredstvo plaćanja, sredstvo obračuna ili sredstvo čuvanja vrijednosti⁴³ u uslovima kada strana valuta nije zvanično platežno sredstvo. Precizno utvrđivanje u kojim je sve zemljama prisutna nezvanična dolarizacija nije moguće, s obzirom da je statistika ove vrste gotovo nemoguća, ali je ovaj oblik dolarizacije mnogo rasprostranjeniji u odnosu na zvaničnu dolarizaciju. Posredni način utvrđivanja realizuje se stavljanjem u odnos depozita u domaćoj valuti prema depozitima u stranoj valuti. Studija MMF-a iz sredine 90-ih godina pokazala je da bi se po ovoj metodologiji 52 zemlje mogle svrstati u ovu kategoriju.⁴⁴ Ovakva situacija postojala je u Crnoj Gori prije monetarne reforme, a danas je prisutna u većini privreda u tranziciji i u većini zemalja u razvoju.

Box 2: Nezvanično dolarizovane zemlje

Nezvanično dolarizovane zemlje – dolar platežno sredstvo: Većina Latino Američkih zemalja (naročito Argentina, Bolivija, Meksiko, Peru i sve centralno američke zemlje), većina Karipskih zemalja, većina bivših sovjetskih republika (naročito: Armenija, Azerbejdžan, Gruzija, Rusija i Ukrajina), Hong-Kong, Mongolija, Mozambik, Rumunija, Turska, Vijetnam i dr.

Nezvanično dolarizovane zemlje – druge valute kao platežno sredstvo: Bivše Francuske kolonije u Africi (euro), Većina zemalja Balkana (euro), Makao, dijelovi Kine, Bjelorusija (ruska rublja).

Napomena: lista nezvanično dolarizovanih zemalja nije konačna imajući u vidu teškoće mjerenja ove pojave.

Izvor: Schuler, K., 2000, „Basics of Dollarization“ Joint Economic Committee Staff Report, USA.

Kao četvrta varijanta dolarizacije mogla bi se tretirati monetarna unija, odnosno situacija kada više zemalja koristi zajedničku valutu. Za sada je Evropska mo-

⁴³Kao sredstvo čuvanja vrijednosti mogu se koristiti: strane hartije od vrijednosti, depoziti u stranoj valuti u inostranstvu, depoziti u stranoj valuti u domaćem bankarskom sistemu ili držanje strane gotovine kao sredstva štednje (Savić, N., 1999, „Valutni odbor, dolarizacija i eurizacija“, Ekonomist, br 1-4, Beograd).

⁴⁴Schuler, K., 2000, „Basics of Dollarization“, Joint Economic Committee Staff Report, USA.

netarna unija jedini pravi primjer⁴⁵ ove vrste, iako postoje neke najave da bi u budućnosti monetarna unija mogla nastati i na Američkom kontinentu.

Gotovo sve zemlje koje su prihvatile ili punu dolarizaciju ili djelimičnu dolarizaciju prethodno su prošle kroz nezvaničnu dolarizaciju. Do nezvanične dolarizacije po pravilu dolazi poslije ili za vrijeme hiperinflatornih epizoda i/ili devalvacija (depresijacija), odnosno očekivanja njihove pojave. Po pravilu strana valuta prvo preuzima funkciju sredstva štednje, da bi se izbegli mogući gubici kao posljedica makroekonomske nestabilnosti, zatim strana valuta preuzima funkciju obračunske jedinice, prvo pri kupo-prodajnim transakcijama sa nekretninama i proizvodima veće vrijednosti, a potom se širi i na ostale proizvode, da bi na kraju strana valuta postala i platežno sredstvo. Dolarizacija u stvari predstavlja izraz racionalnog ponašanja pojedinaca, preduzeća i drugih koji teže da zaštite svoju imovinu od obezvrijeđivanja koje nastupa gotovo isključivo kao posljedica pogrešne ekonomske politike.

Zemlja primarne valute, valute koju koriste dolarizovane ekonomije, ostvaruje značajne koristi:

- prvo ona dobija sinjoriž (razliku između troškova štampanja novca i nominalne vrijednosti novca),
- u trgovini sa posmatranom zemljom nestaje rizik promjene deviznih kurseva,
- smanjuju se troškovi spoljnotrgovinskih transakcija, jer se ne plaća provizija za konverziju valute i sl,
- smanjuje se mogućnost za damping, naročito za valutni damping,
- eventualne greške u monetarnoj politici imaju manje posljedice jer se one šire na veći broj zemalja i tako im se smanjuje intenzitet,
- doprinosi međunarodnoj promociji zemlje i sticanju primata na svjetskom tržištu i dr.

Ozbiljan rizik sa kojim se može suočiti zemlja koja je emitovala primarnu valutu je opasnost da zemlja odluči da pređe na drugu valutu, na primjer umjesto dolara da počne da koristi euro. Ovakva masovnija pojava bi mogla stvoriti vrlo ozbiljne probleme.

⁴⁵Određeni oblici monetarne unije postoje i u Africi u zoni Randa.

Fenomen dolarizacije je u kontinuiranom porastu o čemu svjedoče i podaci MMF-a o kontinuiranom porastu depozita u stranoj valuti u odnosu na ukupne depozite, koji su predstavljeni sljedećom tabelom.

Tabela 8.1: Učešće depozita u stranoj valuti⁴⁶, u %

Region	Broj zemalja	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.
Južna Amerika	8	45,8	46,1	49,4	53,2	54	55,9
PUT	26	37,3	38,9	43,5	44,3	46,9	47,7
Bliski istok	7	36,5	37,2	37,7	37,5	38,2	41,9
Afrika	14	27,9	27,3	27,8	28,9	32,7	33,2
Azija	13	24,9	28	26,8	28,8	28,2	28,2
Centralna Amerika i Meksiko	7	20,6	20,8	22	22,1	22,5	24,7
Karibi	10	6,3	7,6	6,8	6,7	6,1	6,2
Razvijene zemlje	14	7,4	7,5	7,5	6,7	7	6,6

Iz tabele se jasno vidi da je u svim regionima, osim razvijenih zemalja, kontinuirano prisutan trend porasta dolarizacije.⁴⁷ To nameće zaključak da u značajnom dijelu svijeta, prije svega dijelu svijeta u razvoju, postoji nepovjerenje u domaću valutu, odnosno domaću monetarnu politiku i otvara pitanje šta bi se desilo kada bi pomenute zemlje prešle na zvaničnu dolarizaciju.

3. Ekonomska politika u dolarizovanim ekonomijama

Veliki broj odredbi vezan za prava i obaveze članstva u MMF-u predviđa da svaka zemlja treba da ima svoju valutu. Međutim, u praksi sve zemlje su mogle da postanu punopravne članice MMF-a i ukoliko su koristile stranu valutu.⁴⁸

Dolarizacija ima smisla ukoliko su ispunjeni sljedeći preduslovi:

⁴⁶ Tabela preuzeta iz Ostojić, D. 2003, „Dolarizacija“, Preduzetnička ekonomija, Vol. III, 12/2003, Podgorica.

⁴⁷ Izuzetak su i Karibi, ali zbog svoje veličine, specifičnog geografskog položaja i djelatnosti kojom se bave ne ugrožavaju prijetodno iznijeti zaključak.

⁴⁸ Gianviti, F., 2002, „Use of Foreign Currency under the Fund's Articles of Agreement“, General Counsel, IMF.

- zemlja je relativno mala⁴⁹ i u velikoj mjeri zavisna od spoljne trgovine,
- zemlja je u bliskoj prošlosti doživjela hiperinflaciju,
- prihodi od sinjoriža su relativno mali zbog široko prisutne neformalne dolarizacije i
- postoje devizne rezerve koje bi omogućile zamjenu nacionalne valute sa stranom.⁵⁰

Dodatni kriterijum koji se u posljednje vrijeme sve više potencira odnosi se na bliske ekonomske odnose sa SAD (odnosno EU u slučaju eurizacije).

Sljedeća dilema može biti: ukoliko se zemlja opredijelila za dolarizaciju, koju stranu valutu da prihvati kao platežno sredstvo? Preporuka je da treba prihvatiti ili onu valutu koja je najrasprostranjenija u periodu nezvanične dolarizacije, s obzirom da ona kod stanovništva i privrede ima najviši kredibilitet, ili da u cilju smanjenja transakcionih troškova i uspostavljanja boljih ekonomskih veza treba prihvatiti onu konvertibilnu valutu u kojoj se obavlja većina spoljnotrgovinske razmjene. Najčešće oba ova kriterijuma sugerišu na istu valutu.

Pitanje koje se postavlja je, da li politici pune dolarizacije treba pristupiti na početku ili na kraju reformskog procesa. Prema mišljenju S. Meyera, od odgovora na ovo pitanje suštinski je mnogo značajnije da se obezbijedi: sniženje fiskalnog deficita, jačanje bankarskog sistema i obezbijeđenje pune fleksibilnosti bankarskog sistema.⁵¹

Iako u ekonomskoj teoriji postoji veliki stepen saglasnosti o prednostima i nedostacima dolarizacije, ipak ne postoji konsenzus o tome da li, i u kojim uslovima, treba preporučiti dolarizaciju kao instrument ekonomske politike.

Ranije ekonomske analize su sugerisale da su troškovi zvanične dolarizacije visoki. Međutim, u posljednjoj deceniji široko rasprostranjena neformalna dolari-

⁴⁹ Ukoliko isključimo posljednje dvije dolarizovane zemlje, Ekvador i El Salvador, ukupan broj stanovnika u ostalim zvanično dolarizovanim ekonomijama iznosi oko 20 miliona .

⁵⁰ U radu se ne razmatra posebno teorija optimalne valutne zone (optimal currency area), jer autori prihvataju stav ekonomista koji smatraju da starija varijanta ove teorije nije primjenljiva, jer sa sprovedenom dolarizacijom zahtjevi koje ova teorija postavlja da bi se pristupilo dolarizaciji postaju endogene variable.

⁵¹ Meyer, S., 2000. „Dollarization: an Introduction“, Presentation for the Friends of Global Interdependence Center.

zacija, finansijske inovacije koje su smanjile racio gotovina – BDP i smanjenje inflacije u većini zemalja su smanjile potencijalne troškove dolarizacije.⁵² Evidentno je da puna dolarizacija nosi niz prednosti, ali i niz nedostataka. U sljedećoj tabeli sistematizovane su prednosti i nedostaci sa aspekta ekonomske politike pune dolarizacije.

Tabela 8.2: Prednosti i nedostaci pune dolarizacije

Prednosti dolarizacije	Nedostaci dolarizacije
Obezbjeduje se niska stopa inflacije (bliska stopi inflacije u zemlji „rezervne valute“)	Gubitak deviznih rezervi
Ograničava se mogućnost zloupotrebe monetarne politike	Ne postoji mogućnost prilagođavanja nivoa deviznog kursa
Niže kamatne stope kao rezultat niske inflacije i odsustva rizika devalvacije	Ograničena je mogućnost vođenja nezavisne monetarne politike
Ubrzava razvoj domaćeg tržišta kapitala	Ne ostvaruje se emisiona dobit
Snižavaju se transakcioni troškovi u međunarodnim ekonomskim odnosima	Gubi se mogućnost korišćenja inflatornog poreza u vanrednim situacijama
Olakšava integraciju domaćih firmi u međunarodnu ekonomiju i utiče na porast priliva SDI	Ograničene mogućnosti centralne banke da koristi politiku zajmodavca u posljednjoj instanci
Utiče na porast spoljne trgovine	Jednokratni troškovi: konverzija valute, novi softveri, promjene u računovodstvu i sl.
Povećanje budžetske discipline	Povećan odliv valute u slučaju platnobilansnih problema
Eliminiše se valutni rizik	

3.1. Prednosti dolarizacije

Sve empirijske studije su nedvosmisleno ukazale da sa porastom dolarizacije opada stopa inflacije, naročito sa prelaskom na sistem pune dolarizacije. Pitanje kredibiliteta monetarne politike se više ne postavlja jer ponuda novca i politika deviznog kursa više nijesu pod kontrolom monetarnih i političkih vlasti. Istovremeno zvanična dolarizacija olakšava proces remonetizacije. Zvanična

⁵² Bogetić, Ž., 2000, „Official Dollarization: Current Experiences and Issues“, Cato Journal, vol. 20, br. 2, 2000.

dolarizacija ostvaruje povoljne rezultate naročito ukoliko je prethodno sprovedeno više neuspješnih stabilizacionih programa.⁵³

Cijenovna arbitraža teži da izjednači cijene u okviru malih margina odstupanja sa cijenama zemlje koja je emitovala valutu. Stoga je moguće da u inicijalnoj fazi dolarizacije dođe do nešto više stope inflacije kao posljedica izjednačavanja cijena, pa da se u drugoj fazi ostvari cijenovna stabilnost. Međutim sve cijene se neće izjednačiti, a to se prije svega odnosi na cijene nerazmjernih proizvoda i usluga (koje će po pravilu brže rasti usljed ograničene konkurencije), kao i ukoliko postoje cijene koje su pod administrativnom kontrolom. Empirijska iskustva dolarizovanih ekonomija pokazuju da dolarizacija tek u dužem vremenskom periodu dovodi do izjednačavanja inflacije sa inflacijom zemlje čija se valuta koristi.

Kada su u pitanju kamatne stope obično postoji određeno odstupanje. Kao što G. Calvo ističe: naivno je očekivati da će zvanična dolarizacija dovesti do automatskog izjednačavanja cijena i kamata sa svjetskim jer problem kredibiliteta neće automatski nestati.⁵⁴ Naime, kamatna stopa teži da se izjednači, ali ona se uvećava za rizik zemlje. U suprotnom strane banke i pojedinci bi ulagali u zemlju i povećana ponuda bi izjednačila visinu kamatnih stopa. Ukoliko je rizik zemlje veći utoliko će i razlika u kamatnim stopama biti viša. Prema mišljenju C. Mann-a dolarizacija uopšte ne mora da dovede do sniženja kamatnih stopa, jer će premija za rizik biti prisutna u zavisnosti od budžetskog deficita, razvijenosti finansijskog sistema, fleksibilnosti robnog i tržišta rada.⁵⁵ Mi bismo ovim argumentima dodali i uticaj razvijenosti ekonomije i efikasnosti pravnog sistema. Ipak realno je očekivati da će dolarizacija dovesti do postepenog sniženja kamatnih stopa, a imajući u vidu navedene razloge, vrlo je mala verovatnoća da će doći do automatskog izjednačavanja sa kamatnim stopama zemlje čija se valuta koristi.

⁵³ Calvo, G. i Carlos, V., 1992, „Currency Substitution in Developing Countries“, IMF Working Paper 92/40.

⁵⁴ Calvo, G. i Carlos, V., 1992, „Currency Substitution in Developing Countries“, IMF Working Paper 92/40

⁵⁵ Mann C., 1999. „Dollarization as Diet“, Institute for International Economics, www.iie.com/publications/papers/mann0499.htm

Prema mišljenju I. Goldfajna i G. Olivaresa⁵⁶ smanjenje kamatnih stopa u dolarizovanim ekonomijama može biti i rezultat liberalizacije finansijskog sistema prije nego posljedica same dolarizacije. U svakom slučaju ova dva efekta veoma je teško i razdvojiti.

Zvanično dolarizovane ekonomije koje su omogućile punu participaciju stranim finansijskim institucijama postale su visoko integrisane u velika i likvidna svjetska finansijska tržišta.⁵⁷ Primjena pune dolarizacije može povećati efikasnost finansijskih tržišta kreirajući tržišta na dugi rok i bolje alociranje resursa nego drugi devizni režimi.

Smanjivanje domaćih kamatnih stopa može olakšati otplatu spoljnih i unutrašnjih dugova, zato što ukoliko se država zadužuje na domaćem finansijskom tržištu imaće niže troškove kao rezultat sniženja kamatnih stopa.

Dolarizacija utiče i na poboljšanje budžetske discipline. Vlada je sada svjesna da više ne postoji mogućnost primarne emisije iz koje bi se pokrio budžetski deficit i stoga se vode politike sa malim budžetskim deficitom ili politike uravnoteženog budžeta. Takođe se olakšava uvođenje tvrdog budžetskog ograničenja jer su ograničene mogućnosti subvencionisanja „propalih“ državnih preduzeća i ne-likvidnih banaka. Tornell i Velasco zastupaju stav da dolarizacija apriori ne obezbjeđuje čvrsto budžetsko ograničenje: „Puna dolarizacija doprinosi većoj budžetskoj disciplini u odnosu na fleksibilni devizni režim pod uslovom da su fiskalne vlasti dovoljno svjesne i da imaju strah od budućnosti.“⁵⁸

Rose je upotrebom ekonometrijskih modela (gravitacioni model), pokazao da dvije zemlje sa istom valutom trguju mnogo više (čak i do tri puta⁵⁹), nego zemlje sa različitom valutom.

⁵⁶ Ian Goldfajn and Gino Olivares, 2000, „Is adopting Full Dollarization the solution? Looking at the evidence“ Departamento de Economia Puc – Rio, Texto para Discussao, br. 146.

⁵⁷ Savić, N., 1999, „Valutni odbor, dolarizacija i eurizacija“, Ekonomist, br 1-4, Beograd.

⁵⁸ Tornell, A. i Velasco, A, 1995, „Fiscal Discipline and choice of Exchange Rate Regime“, European Economic Review, br. 39.

⁵⁹ Rose, A. K., 2000, „One Money, One Market: the Effects of common currencies on trade“, Economic Policy, vol. 15 (30)

Uvođenje stabilne valute predstavlja dobar signal za strane investitore jer su im na određen način unaprijed garantovani stabilni uslovi poslovanja. Takođe, dolarizacija može značiti sniženje troškova spoljnog finansiranja za Vladu preko sniženja valutnog rizika i rizika zemlje.

Uvođenje strane valute će, sa jedne strane, smanjiti špekulativne finansijske krize, jer lokalni investitori i špekulativni više neće moći da ih stvaraju jer je strana valuta povezana sa svim velikim svjetskim berzama. Međutim, istovremeno ukoliko dolar bude predmet špekulativnih akcija „velikih igrača“ utoliko će postojati mogućnost uvoza špekulativnih kriza.

Prema mišljenju Ž. Bogetića dolarizacija može uticati i na distribuciju dohotka u pozitivnom smislu. Naime, u inflatornim uslovima određene kategorije (mladi, bogati, biznismeni) su u stanju da bolje zaštite svoju imovinu od obezvrijeđivanja od drugih kategorija (penzioneri, siromašni i dr.), jer ono zahteva imovinu (često hartije od vrijednosti zahtijevaju minimalnu vrijednost koja može biti previsoka za određene kategorije) i znanje.⁶⁰ Dolarizacija faktički prekida ovakvu vrstu re-distribucije.

3.2. Nedostaci dolarizacije

Prvi gubitak sa kojim se suočavaju dolarizovane ekonomije je gubitak deviznih rezervi s obzirom da se devizne rezerve moraju utrošiti da bi se zamijenile za nacionalnu valutu. Ukoliko je kao posljedica hiperinflacije obezvrijeđena novčana masa, to jest ukoliko je realna vrijednost novčane mase mala, tada će i gubitak deviznih rezervi biti mali. Takođe, dolarizovane ekonomije gube mogućnost ostvarivanja emisije dobiti (sinjoriža) koji predstavlja razliku između troškova štampanja novca i njegove nominalne vrijednosti. Ovaj gubitak nije jednokratni, kao što se često misli, već pored jednokratnog skoka ima i karakter toka, jer u skladu sa rastom nominalnog društvenog proizvoda ili nekom drugom targetiranom veličinom zemlje kontinuirano vrše emisiju novca. Ponuda novca u dolarizovanim ekonomijama je egzogeno regulisana, u stvari nju određuje stanje u platnom bilansu zemlje.

⁶⁰ Bogetić, Ž., 2000, „Official Dollarization: Current Experiences and Issues“, Cato Journal, vol. 20, br. 2, 2000.

Kao moguća kompenzacija za gubitak sinjoriža bila bi podjela emisione dobiti sa zemljom čija se valuta koristi. Ovu mogućnost trenutno koriste samo Lesoto i Namibija koje imaju sporazum sa Južnoafričkom republikom o podjeli emisione dobiti južnoafričkog randa. Iako su u prošlosti „velike sile“ bile nezainteresovane da dijele sa drugim zemljama emisiju dobit, pojava eura i pojačana međunarodna konkurencija tri najveća bloka u budućnosti će uticati na veću spremnost ovih zemalja da dijele emisiju dobit. U skladu sa prijedlogom senatora Mack Connie-a SAD bi novim zvanično dolarizovanim zemljama ustupile do 85%⁶¹ emisijonog prihoda.⁶² Sličnu ideju je iznio i R. Baro koji je smatrao da bi SAD trebalo da novodolarizovanim zemljama jednokratno zamijene nacionalnu valutu sa dolarima, pri čemu bi FED zadržao nacionalnu valutu kao kolateral za slučaj da zemlja riješi da ponovo uvede nacionalnu valutu.⁶³ Međutim, do sada SAD nijesu povukle nijedan korak u smjeru ovih prijedloga. Problem predstavlja činjenica da bi zemlja mogla riješiti da u budućnosti ponovo uvede nacionalnu valutu i čime bi se SAD suočile sa emisijom gubitkom. U takvim uslovima kolateral u vidu stare nacionalne valute, realno gledano, ne bi mnogo značio jer bi zemlja mogla da emituje potpuno novu valutu ili da je u potpunosti obezvrijedi devalvacijom.

U dolarizovanim ekonomijama gubi se mogućnost korišćenja monetarne politike i deviznog kursa kao instrumenata ekonomske politike. One nemaju svoje predstavnike u centralnoj banci zemlje čiju valutu koriste, niti mogućnost da utiču na njenu monetarnu politiku. Ograničenje mogućnosti vođenja nezavisne monetarne politike može predstavljati problem, naročito ukoliko su zemlje u različitim fazama ekonomskog ciklusa. Tako na primjer, ukoliko je zemlja koja je emitovala primarnu valutu ušla u fazu recesije ona će snižavati kamatnu stopu i voditi ekspanzivne politike, dok zemlja koja koristi stranu valutu može biti u fazi ekspanzije i zahtevati potpuno suprotne politike. Kreatori ekonomske politike imaju faktički samo na raspolaganju fiskalnu politiku koja ne može predstavljati adekvatan odgovor za sve vrste šokova. Međutim, rastuća regionalizacija u svjetskim okvirima utiče na smanjenje nacionalnog suvereniteta u oblasti ekonomske politike, naročito kada su u pitanju male zemlje, pa po tom osnovu i smanjuje

⁶¹ Preostalih 15% bi se koristilo za pokriće troškova štampanja novca kao i za učešće u emisijonj dobiti već dolarizovanih zemalja poput Paname.

⁶² Meyer, S., 2000. „Dollarization: an Introduction“, Presentation for the Friends of Global Interdependence Center.

⁶³ Baro, R., 1999, „Let the Dolar Reign from Seattle to Santiago“, Wall Street Journal, 8 March 1999.

negativni efekat dolarizacije na nacionalni suverenitet u oblasti ekonomske politike.

Opasnost koja se može pojaviti u dolarizovanim ekonomijama je da su one podložne greškama u monetarnoj politici Amerike (ili druge zemlje čija se valuta koristi). Ova hipoteza je sasvim realna, ali greške u monetarnoj politici većine zemalja koje su prešle na sistem dolarizacije su bile mnogo veće, nego što će ih FED ikada napraviti u budućnosti. U cilju izbjegavanja ovakve opasnosti, S. Henke predlaže da u slučaju dolarizacije uvijek treba imati izlaznu strategiju. Ona se sastoji u tome da se u slučaju gubljenja vrijednosti jedne valute zemlja može prebaciti na drugu stranu valutu. Ovakva opcija postoji uvek u slučajevima unilateralne dolarizacije osim ukoliko se pristupi monetarnoj uniji sa zemljom koja emituje posmatranu valutu.⁶⁴ U slučaju unilateralne dolarizacije, zemlja zadržava dio monetarnog suvereniteta, dok ukoliko se dolarizacija sprovede preko monetarne unije sa SAD (ili drugom zemljom), u kojoj dolarizovana zemlja učestvuje samo u podjeli emisione dobiti, tada se monetarni suverenitet gubi u potpunosti.

U dolarizovanim ekonomijama ograničena je i mogućnost reagovanja na egzogene šokove jer se politika deviznog kursa više ne može koristiti kao instrument prilagođavanja.

U slučaju sistemskih problema u bankarskom sistemu, u dolarizovanim ekonomijama ne postoji mogućnost da centralna banka preko novčane emisije obavlja funkciju zajmodavca u posljednjoj instanci. Ova mogućnost ostaje ukoliko je moguće obezbijediti sredstva iz drugih izvora. Backe i Wojcik sugerišu da u takvim uslovima rješenje može biti propisivanje visokih standarda likvidnosti,⁶⁵ ali oni istovremeno mogu značiti i povećanje troškova za bankarski sistem pa stoga i rast kamatnih stopa. Istovremeno sama dolarizacija smanjuje vjerovatnoću pojave sistemske krize u bankarskom sistemu zato što su depoziti u „čvrstoj“ valuti i zato što su u dolarizovanim ekonomijama u velikoj mjeri prisutne i strane banke.

⁶⁴ Black Electorate, 2003, „Exclusive Interview with Economists Steve Hanke“, www.blackelectorate.com/print_article.asp?ID=146.

⁶⁵ Backe, P. i Wojcik C., 2002, „Unilateral Euroisation: a Suitable Road Towards Joining the Euro Area for Central and Eastern European EU Accession Countries?“

Dolarizacija proizvodi jednokratne troškove. Oni se prije svega manifestuju kao troškovi konverzije valute, nužna prilagođavanja softvera, računovodstvenih sistema i sl. poslovanju u novoj valuti, bankarski sistem ostvaruje gubitak jer više ne ostvaruje prihod po osnovu konverzije valuta (međutim, ovo predstavlja istovremeno dobit za privredu i potrošače) i dr.

Gomis-Porquiras i njegovi saradnici su na bazi empirijske studije u 13 zemalja Latinske Amerike utvrdili da, kada se u uslovima dolarizovane ekonomije pojavi kriza u bankarskom sistemu, ona duže traje u odnosu na slučajevne zemalja koje koriste nacionalnu valutu.⁶⁶ Iako autori ne daju objašnjenje ovog fenomena, smatramo da se on može vrlo jednostavno objasniti. Naime, nijedna centralna banka neće stajati po strani u slučaju većih bankarskih kriza, imajući u vidu lančani negativni efekat po cijelu privredu. Vrlo je vjerovatno da će kreditima iz primarne emisije pokušati da pomogne bankarskom sistemu, što će dovesti do manje ili veće stope inflacije koja će djelimično obezvrijediti depozite u nacionalnoj valuti i time smanjiti realni teret duga bankarskog sistema. Međutim, kada su depoziti u stranoj valuti, kao posljedica inflacije došlo bi i do korekcije deviznog kursa tako da se realni teret bankarskog sektora ne bi smanjio. Obzirom da inflacija i devalvacija ne mogu obezvrijediti bankarske depozite, MMF sugerise da je u dolarizovanim ekonomijama od velikog značaja da se kontroliše da banke ne odobravaju kredite onim zajmoprimcima koji neće biti u stanju da u roku vrate kredit.⁶⁷

Backe i Wojcik upozoravaju i na neke moguće efekte koji se u teoriji dolarizacije često previđaju. Tokom početnih faza dolarizacije vrlo je vjerovatan skok cijena i plata. Imajući u vidu visoku elastičnost tražnje za uslugama rast plata može povećati tražnju, prije svega nerazmijenljivih usluga, što može voditi brzom rastu cijena u tim sektorima. Ovaj efekat može uticati na smanjenje konkurentnosti zemlje, bar u kratkom roku, a ako dođe do realokacije resursa ili pritiska za rastom plata i u drugim sektorima, onda i u dugom roku.⁶⁸

⁶⁶ Gomis-Porquiras, P., Serrano, C., Somuano, A., „Currency Substitution in Latin America: Lessons from 1990s“, World Bank, 1997.

⁶⁷ Balino, T. i dr., 1999, „Monetary Policy in Dollarized Economies“, Occasional Paper, br. 171, Međunarodni monetarni fond

⁶⁸ Backe, P. i Wojcik C., 2002, „Unilateral Euroisation: a Suitable Road Towards Joining the Euro Area for Central and Eastern European EU Accession Countries?“

Opasnost može predstavljati situacija nekonkurentne domaće proizvodnje. Ovaj problem se ne mora javiti isključivo kao posljedica neefikasne privrede, već i kao posljedica rasta plata u cilju izjednačavanja sa platama zemlje rezervne valute, kao i posljedica situacije da rezervna valuta postaje potcijenjena. U takvim uslovima više ne postoji devalvacija kao instrument poboljšanja konkurentnosti, već kao alternative ostaju sniženje nadnica i cijena proizvoda. Iskustvo pokazuje da do sniženja nadnica i cijena dolazi samo preko ekonomske recesije, jer su rigidnosti nadnica i cijena u većini zemalja vrlo visoke.⁶⁹

Potencijalnu opasnost bi mogao predstavljati zahtjev zemlje koja je emitovala valutu da se zabrani njena upotreba u drugoj zemlji. Prema mišljenju MMF-a, odbijanje ovakvog zahteva bi predstavljalo kršenje međunarodnog prava.⁷⁰ U stvarnosti ovakvo pitanje se nikada nije ni postavljalo iz dva osnovna razloga: zbog sinjoriža ili zbog činjenice da je zemlja koja koristi stranu valutu toliko mala da ne može značajnije uticati na monetarnu politiku zemlje koja je emitovala valutu. Malo je vjerovatno je da će se ovakvo pitanje pojaviti i u budućnosti, međutim ovakva vjerovatnoća se ne bi smjela i teorijski isključiti. Naime, upotreba strane valute smanjuje ponudu novca, tako da je neophodna dodatna emisija. Ukoliko bi dolarizovana zemlja riješila da u budućnosti uvede sopstvenu valutu ili drugu stranu valutu, onda bi se velika količina novca vratila u zemlju koja ga je emitovala i mogla bi stvoriti ozbiljne potrebe u monetarnoj politici.

Treba istaći i da kritičari dolarizacije smatraju da je dolarizacija prihvatljiva kao trajni režim za male privrede (manje od milion stanovnika, primjedba autora) i privremeni instrument za velike privrede gdje je monetarna politika ispuštena iz kontrole i djeluje destabilizirajuće.⁷¹

3.3. Ekonomske performanse dolarizovanih zemalja

Efekte dolarizacije na ekonomske performanse zemlje je jako teško utvrditi s obzirom da, sa jedne strane, jako mali broj zemalja ima statistički značajnu is-

⁶⁹ Aguado, S., 2000, „Transatlantic Perspectives on the Euro and the Dollar: Dollarization and other Issues“, University of Alcalá, Spain

⁷⁰ Gianviti, F., 2002, „Use of Foreign Currency under the Fund's Articles of Agreement“, General Counsel, IMF.

⁷¹ Schuler, K., 2002, „Dollarization at the Intersection of Economics and Politics“, Luncheon speech at the conference „Euro and Dollarization“, Fordham University Graduate School of Business, New York.

toriju dolarizacije⁷², i sa druge strane, većina dolarizovanih zemalja su jako male zemlje specifične i po svom geografskom položaju i po strukturi svoje ekonomske aktivnosti. Sljedeća tabela prikazuje izabrane performanse nezavisnih dolarizovanih zemalja.

Tabela 8.3: Karakteristike nezavisnih dolarizovanih zemalja

Zemlja	Broj stanovnika	GDP (mlrd USD)	Valuta	Godina dolarizacije
Andora	73 000	1,2	Euro, sopstveni kovani novac	1278
Severni Kipar	180 000	1,4	Turska lira	1974
Istočni Timor	857 000	0,2	USD	2000
Salvador	6 100 000	12,2	USD, Colon	2001
Ekvador	12 400 000	18,7	USD	2000
Kiribati	82 000	0,1	Australijski dolar, sopstveni kovani novac	1943
Lihenštajn	31 000	0,7	Švajcarski franak	1921
Maršalska ostrva	61 000	0,1	USD	1944
Mikronezija	120 000	0,2	USD	1944
Monako	32 000	0,8	Euro	1865
Nauru	10 000	0,1	Australijski dolar	1914
Palau	17 000	0,2	USD	1944
Panama	2 700 000	8,7	USD, sopstveni kovani novac	1904
San Marino	26 000	0,1	Euro, sopstveni kovani novac	1897
Tuvalu	11 000	n.a.	Australijski dolar, sopstveni kovani novac	1892
Vatikan	1 000	n.a.	Euro, sopstveni kovani novac	1929

Iskustva velikog broja zemalja su pokazala da drastična monetarna reforma (dolarizacija je samo jedna od varijanti) po pravilu ima uspeha, bar u inicijalnim fazama. To je nesumnjivo potvrdio: valutni odbor u Bugarskoj i Bosni, Avramovićev program u Srbiji, monetarna reforma u Argentini (u prvim fazama), uvođenje nove valute u Brazilu, stabilizacioni program u Izraelu, dolarizacija u Panami i mnogi drugi.

Dolarizovane zemlje imaju u prosjeku veći BDP per capita od zemalja koje imaju sopstvenu valutu. Dvanaest dolarizovanih zemalja spada u grupu četrdeset naj-

⁷² Trenutno je samo 16 nezavisnih država dolarizovano.

bogatijih zemalja svijeta, a samo pet dolarizovanih zemalja ima BDP per capita manji od 1 500 USD. Sljedeća tabela potvrđuje ove podatke.

Tabela 8.4: BDP per capita u dolarizovanim ekonomijama i zemljama sa sopstvenom valutom

	Prosječna vrijednost	Medijana
Svijet (sve zemlje i jurisdikcije, ukupno 228)	8800	4780
Zemlje sa sopstvenom valutom (sve zemlje i jurisdikcije, ukupno 182)	8200	4200
Dolarizovane zemlje (sve zemlje i jurisdikcije, ukupno 46)*	11120	8850
Nezavisne dolarizovane zemlje	9400	4500
Zavisne dolarizovane zemlje	12340	11150

* Isključeni su Pitcairn, Cocos Ostrva, Vatikan, Uskršnja i Nofroška ostrva

Izvor: Winkler, A., Mazzafero, F., Nerkich, H. i Thimann C., 2004, „Official Dollarisation/Eurisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases“, Occasional Paper Series, No 11, European Central Bank

Do nešto drugačijeg zaključka je došao S. Edwards i on ističe da dolarizovane ekonomije imaju znatno niže stope inflacije, niže stope rasta BDP i slične fiskalne performanse sa zemljama koje imaju sopstvenu valutu. Edwards ne daje nikakav definitivni zaključak po pitanju dolarizacije, osim što sugerise da bi nesumnjivo dolarizacija nosila više troškove od koristi u slučaju velikih zemalja koje imaju promjenljive odnose razmjene, koje nisu u velikoj mjeri integrisane u međunarodnu ekonomiju i u kojima finansijski sektor posluje uglavnom u domaćoj valuti.⁷³ Međutim, imajući u vidu relativno mali uzorak, njegovu specifičnost kao i odsustvo dovoljnog broja pouzdanih podataka (što ističe i Edwards), teško je ove zaključke prihvatiti kao opšte prihvatljive teorijske postulate. Međutim, sigurno validan zaključak koji proizilazi iz ovog istraživanja je da dolarizacija nije aranžman koji sam po sebi garantuje ekonomski prosperitet.

U zajedničkom radu S. Edwards i I. Magendozo pokazuju da dolarizovane zemlje, po pravilu, imaju manju stopu rasta cijena nego one sa kojima se mogu porediti, a koje nisu dolarizovane. Ali sa druge strane, došlo se do zaključka da su zemlje koje su izvršile supstituciju valute imale nižu stopu privrednog rasta nego one

⁷³ Edwards, S., 2001, „Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation“, NBER Working paper, br. 8274, Cambridge.

komparativne koje to nisu uradile. Razlog nižeg privrednog rasta može se opravdati nemogućnošću ovih zemalja da se prilagođavaju spoljnim poremećajima kao što su šokovi izazvani tokovima kapitala i trgovine.⁷⁴

Jedan broj dolarizovanih ekonomija ima relativno loše ekonomske performanse. Ovo se prije svega može objasniti činjenicom da se ova grupa zemalja odlučivala za dolarizaciju kao posljedica dubokih recesija, hiperinflatornih epizoda, makroekonomske nestabilnosti i sl. Stoga je nerealno očekivati da dolarizacija sama po sebi može da dovede do brzog privrednog rasta. Ona može da stvori samo jedan preduslov, a to su stabilni uslovi privređivanja.

Većina dolarizovanih zemalja ima platnobilansne probleme. Prema analizi Evropske centralne banke, od 50 zemalja sa najvećim spoljnotrgovinskim deficitom, dvadeset pet zemalja su dolarizovane.⁷⁵ Ovakav zaključak nije nimalo iznenađujući s obzirom da se politika deviznog kursa ne može koristiti za smanjivanje uvoza, a da sa druge strane korišćenje strane konvertibilne valute smanjuje transakcione troškove i pojeftinjuje uvoz.

Backe i Wojcik smatraju da unilateralna eurizacija može stimulisati ubrzanje ekonomskog rasta, ali da rast po tom osnovu nije održiv ni u srednjem ni u dugom roku. Oni zaključuju da unilateralna eurizacija nije magična formula koja bi ubrzala izjednačavanje BDP per capita u zemljama kandidatima za prijem u EU sa prosjekom EU.⁷⁶

Sa uvođenjem dolarizacije jedan broj zemalja je ukinuo centralne banke smatrajući da gubljenje funkcije emisione institucije u potpunosti poništava svaku potrebu za njihovim daljim egzistiranjem. U jednom broju zemalja ovo rješenje se poka-

⁷⁴ S. Edwards i i. Igal Magendzo, „Dollarization, Inflation and Growth“, NBER Working Paper No. 8671; Decembar 2001.

⁷⁵ Winkler, A., Mazzafero, F., Nerkich, H. i Thimann C., 2004, „Official Dollarisation/Eurisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases“, Occasional Paper Series, No 11, European Central Bank

⁷⁶ Backe, P. i Wojcik C., 2002, „Unilateral Euroisation: a Suitable Road Towards Joining the Euro Area for Central and Eastern European EU Accession Countries?“

zalo vrlo lošim, jer se izgubio efikasan sistem kontrole bankarskog sistema, iako postoji mogućnost osnivanja specijalizovanih agencija.⁷⁷

Dolarizovane zemlje po pravilu imaju značajne prihode od turizma. Na listi petnaest prvih turističkih zemalja (po broju ostvarenih noćenja u procentima od ukupnog broja stanovništva) deset su dolarizovane zemlje.⁷⁸ Ovaj podatak na prvi pogled može izgledati beznačajan, ali je suštinski vrlo značajan imajući u vidu da većina dolarizovanih zemalja ima značajne deficite u spoljnotrgovinskom bilansu, tako da je turizam vrlo značajan izvor prihoda koji faktički priječava odliv valute iz zemlje.

Istraživanje Mazzafera je pokazalo da prihvatanje dolarizacije povećava vjerovatnoću primanja strane pomoći od zemlje čija se valuta koristi. Analizom donatorskih sredstava 7 najrazvijenijih zemalja u periodu 1981 – 2000, ustanovio je da od 179 zemalja u razvoju koje su primile stranu pomoć samo 65 zemalja je više od 20% ukupne pomoći primilo od jedne zemlje. Od pomenutih 65 zemalja, 32 slučaja su se odnosila na pomoć od strane zemlje čija se valuta koristi.⁷⁹

Iskustvo većine latinoameričkih privreda je pokazalo da je dolarizacija povezana sa histerezis efektom, to jest da kada se u inflatornim uslovima dio domaće valute zamijeni sa stranom valutom, po prestanku inflacije ne dolazi do istiskivanja strane valute i preuzimanja primata domaće valute.⁸⁰ Jedan od razloga ovome može biti i to što kada se jednom plate troškovi prilagođavanja i kada se poslovanje prilagodi na ovakav vid funkcionisanja monetarnog sistema, privredni subjekti nisu spremni da plaćaju ponovno prilagođavanje na sistem kojem se uvijek može desiti da neka nova nestabilnost izazove novu krizu.⁸¹

⁷⁷ Bergsten, F., 1999, „Alternative Exchange Rate Systems and Reform of International Financial Architecture“, Testimony before the Committee on Banking and Financial Services, United States House of Representatives.

⁷⁸ Winkler, A., Mazzafero, F., Nerkich, H. i Thimann C., 2004, „Official Dollarisation/Eurisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases“, Occasional Paper Series, No 11, European Central Bank.

⁷⁹ Rose, A. K., 2000, „One Money, One Market: the Effects of common currencies on trade“, Economic Policy, vol. 15 (30)

⁸⁰ Gomis-Porqueras, P., Serrano, C., Somuano, A., 1997, „Currency Substitution in Latin America: Lessons from 1990s“, World Bank, 1997.

⁸¹ George M. von Furstenberg, 2000, Dollarization : Needed Monetary Reconditioning or Expropriation, <http://php.indiana.edu/~vonfurst/G89916.pdf>.

Izlazne strategije iz zvanične dolarizacije su relativno rijetke. One su bile česte kao rezultat sticanja nezavisnosti kolonija u daljoj prošlosti, a jedini primjer u novijoj istoriji predstavlja Liberija u kojoj je dedolarizacija nastala kao posljedica smanjenja količine novca u opticaju, građanskog rata i visokog budžetskog deficita. U odsustvu empirije, teško je zaključiti šta bi se desilo sa ekonomskim performansama zemlje koja bi se opredijelila za ovakvu strategiju. Dedolarizacije u nezvanično dolarizovanim zemljama su bile mnogo češće. Bilo da su bile u formi dobrovoljne (na primjer znanto više kamatne stope za depozite u domaćoj valuti) ili prinudne (prinudnu konverziju depozita u stranoj valuti u domaću valutu su izvršile Bolivija, Meksiko, Peru i dr.), one su po pravilu davale loše rezultate.⁸²

4. Istorijat monetarnog sistema u Crnoj Gori⁸³

4.1. Monetarni razvoj u periodu od 1945. do 1991. godine

Finansijski sistem u SFRJ bio je dvostepen i sastojao se od centralne monetarne institucije – Narodne banke Jugoslavije koja je bila srce sistema, sa šest narodnih banaka republika članica i dvije narodne banke u autonomnim pokrajinama. Komercijalne banke postojale su u formi osnovnih banaka, specijalizovanih finansijskih institucija, poštanskih štedionica, štednih i kreditnih zadruga, kao i tzv. internih banaka koje su bile finansijski servisi velikih preduzeća sa ograničenom finansijskom autonomijom. Služba društvenog knjigovodstva (SDK), kao „nezavisna“ agencija države, obezbjeđivala je finansijsku kontrolu nad svim preduzećima, a istovremeno je vršila i funkciju državnog trezora i revizora.

Novim Ustavom SFRJ iz 1974. godine republike članice dobile su veći nivo prava i ingerencija u odlučivanju o finansijskim i ekonomskim pitanjima.⁸⁴ Decentralizacija je ostavila duboke tragove u političkom, socijalnom, a naročito

⁸² Za više detalja videti Calvo, G. i Carlos, V., 1992, „Currency Substitution in Developing Countries“, IMF Working Paper 92/40.

⁸³ Analiza monetarnog sistema Crne Gore prije uvođenja dolarizacije u velikoj mjeri je bazirana na radu Bogetić, Ž. i Hanke S., 1999, „Projekat valutnog odbora za Crnu Goru – Crnogorska marka“, Radio Antena M i Mermont, Podgorica.

⁸⁴ Decentralizacija u finansijskom sektoru formalizovana je 1972. godine reformom NBJ u sistem sličan američkom Sistemu Federalnih rezervi (FED), na način da su republičke narodne banke imale izvjesnu dozu samostalnosti u kreiranju instrumenata monetarne politike na republičkom nivou.

ekonomskom životu bivše SFRJ. Vodeći sve samostaliju ekonomsku politiku i vršeći proboje u monetarnom sistemu, republike članice SFRJ onemogućavale su jedinstveno i konzistentno vođenje monetarne politike na nivou federacije. Nagomilani dugovi prema inostranstvu, loše korišćenje inostranih kredita i njihova birokratska alokacija (kao i u slučaju domaćih izvora sredstava), rezultirala je periodičnim devalvacijama i gubicima na deviznim kursovima, odnosno kumuliranjem gubitaka u Narodnoj banci Jugoslavije. Naime, NBJ je imala politiku preuzimanja deviznog rizika od bankarskog sistema, koji je bio u društvenom vlasništvu i to najčešće onih preduzeća (koja su takođe bila u društvenom, a ne privatnom vlasništvu) koja je i kreditirao. Druga važna karakteristika bankarskog sistema bilo je direktno alociranje kredita, umjesto profitabilnog alociranja, uz istovremenu politiku mekog budžetskog ograničenja za sve društvene banke i preduzeća. Pogrešno alocirani krediti doveli su mnoge banke u krizu nelikvidnosti i nesolventnosti, a privredu usmjerili na međusobno kreditiranje. Ono je, u nedostatku bankarskih kredita, dovelo do rasta međusobne zaduženosti i nelikvidnosti preduzeća. Sljedeća važna karakteristika monetarnog sistema bila je takva šema osiguranja od deviznog rizika kod koje je NBJ preuzimala devizni rizik od bankarskog sistema koji nije bio profitabilno, već uglavnom neekonomski motivisan. Ovakav sistem rezultirao je akumuliranjem ogromnih deviznih gubitaka, koji su 1987. godine iznosili 70% ukupne pasive republičkih narodnih banaka, odnosno oko 24% BDP.

Osnovna obilježja ovakvog finansijskog sistema, tokom 70-ih i 80-ih godina XX vijeka, bili su visoka inflacija, rastući kvazifiskalni deficit finansiran od strane NBJ, slaba valuta, te rastući problem nelikvidnosti i nesolventnosti banaka. Ovakav sistem generisao je, osim inflacije i periodične devalvacije, što je dovodilo do redistribucije bogatstva i dohotka od imaoća dinarske aktive ka imaoćima neto dinarskih dugova i deviza (privilegovana društvena preduzeća i pojedinci). Tako je prosječna godišnja inflacija u dvadesetogodišnjem periodu 1971 – 1991. godine, iznosila 76%, prema kojoj je, u grupi od 108 zemalja, SFRJ zauzimala treće mjesto s kraja (iza nje bili su još Zair i Brazil). Visoka inflacija koja je uzrokovala pad realnih kamatnih stopa (koje su često bile negativne), kao i česte devalvacije, doveli su do pada povjerenja stanovništva u domaću valutu. To je konsekvantno rezultiralo padom depozita stanovništva u dinarima usljed njihove zamjene depozitima u čvrstoj valuti, najčešće njemačkoj marci ili rjeđe američkim dolarima. Na taj način i bivša SFRJ je postala neformalno dolarizovana zemlja.

Smanjenje deviznih rezervi banaka odražavalo se na smanjenje deviznih rezervi i same NBJ i uticalo na sve češće devalviranje nacionalne valute, a to je dodatno unosilo elemente nesigurnosti u svakodnevni život. Istovremeno, od početka 60-ih godina dvadesetog vijeka, došlo je do usporavanja privrednog rasta, tako da je u periodu 80 – 85. godine prosječna stopa rasta BDP iznosila 0,6%⁸⁵ godišnje. Ovo usporavanje privrednog rasta dešavalo se istovremeno sa rastom spoljnog zaduživanja uz istovremeno neracionalno korišćenje inostranih zajmova. Ovaj period karakterisan je i rastom nezaposlenosti (u periodu 1952 – 1985. prosječna godišnja stopa rasta broja nezaposlenih iznosila je 10,3%⁸⁶), koja je rezultirala i velikim odlivom radno sposobnog stanovništva u inostranstvo.

Opisano stanje dovelo je do hiperinflacije od 2.040% u 1989. godini. Kao reakciju na ovu zabrinjavajuću pojavu, tadašnja Savezna Vlada, uz podršku MMF-a, uvela je obiman program stabilizacije sa ciljem obaranja inflacije. Tako je 18. decembra 1989. godine dinar vezan za (zapadnonjemačku) marku u omjeru 7:1, što je, počevši od 1. januara 1990. omogućilo djelimičnu konvertibilnost dinara. Da bi ovaj vezani devizni kurs mogao biti održiv, bilo je potrebno podići kamatne stope na kredite kod komercijalnih banaka na 40% na godišnjem nivou (dok su u Zapadnoj Njemačkoj iznosile 3-4%). Međutim, održavati fiksni kurs, makar i privremeno, i istovremeno voditi autonomnu monetarnu politiku bilo je praktično moguće samo na kratak rok. Tako je obaranje inflacije bilo uspješno do juna 1990. godine, ali na godišnjem nivou te godine stopa inflacije dostigla je 300% i bila oko 100 puta viša nego u Njemačkoj. Kao posljedica ovakvog razvoja događaja, realni efektivni kurs dinara porastao je za 85%, što je uzrokovalo pad izvoza i realnog BDP-a za 7,6%. Devizne rezerve su porasle sa manje od 6 mlrd. dolara u decembru 1989. na 10 mlrd. dolara u avgustu 1990. godine. Međutim, ubrzo je došlo do njihovog drastičnog pada, koji je bio uslovljen rastom potrošnje, kako investicione tako i lične, koja je kreirana prevashodno nesrazmjernim i neodrživim rastom plata, koji je i bio jedan od najtežih sistemskih problema tadašnjeg samoupravnog privrednog sistema. Značajan „doprinos“ neuspjehu ovog stabilizacionog programa dalo je i povećanje obima subvencioniranih kredita koje je NBJ po nalogu vlade morala da obezbijedi određenim preduzećima i bankama. Pri tome nijesu sprovedene ni neophodne institucionalne promjene, a NBJ je i dalje preuzimala devizne gubitke komercijalnih banaka, a takođe je

⁸⁵ Statistički godišnjak SFRJ za 1987. godinu, Savezni zavod za statistiku.

⁸⁶ Savezni zavod za statistiku (1986) Jugoslavija: 1945-85, Statistički prikaz, Beograd

bila izložena pritiscima i nesinhronizovanim ponašanjem republičkih narodnih banaka. Tako su do kraja 1990. godine devizne rezerve pale na nivo na kojem su bile prije početka sprovođenja programa stabilizacije.

Zbog toga je Vlada, da bi preduprijedila dalji pad rezervi, 28. decembra 1990. objavila devalvaciju dinara od 9 dinara za 1 njemačku marku. Istog dana parlament Republike Srbije ilegalno je naredio komercijalnim bankama u toj republici da daju dinarske kredite u iznosu od 18,3 miliona dinara (tada oko 1,8 mlrd. USD) pojedinim preduzećima iz te republike. Ovaj postupak označio je početak definitivnog kraja kredibiliteta NBJ kao monetarne institucije, a republičke narodne banke „podržale“ su ga upotrijebljavajući obaveznu rezervu i kredite za likvidnost za izvlačenje deviznih rezervi iz NBJ. Ovaj proces doživio je svoj kraj u aprilu 1991. godine kad je došlo i do faktičkog raspada SFRJ.

4.2. Monetarne prilike u periodu od 1992. do 1999. godine

Nakon raspada SFRJ, dvije bivše republike članice – Crna Gora i Srbija, formirale su Saveznu Republiku Jugoslaviju (SRJ), 28. aprila 1992. godine. U novoj državi monetarni sistem je recentralizovan, i u njemu je Narodna banka Crne Gore (NBCG) izgubila autonomiju i postala regionalna kancelarija NBJ čiji je centar bio u Beogradu. Tako Narodnom bankom Crne Gore više nije upravljao Guverner kojeg je u prethodnom sistemu postavljao parlament RCG ili Vlada RCG, već direktor kojeg je imenovao Guverner NBJ u Beogradu.

Novi monetarni sistem implicirao je još nekoliko promjena. Služba društvenog knjigovodstva prestala je da postoji, a platni promet je prešao u Zavod za obračun i plaćanja (ZOP), koji je funkcionisao u sastavu NBJ. Platni sistem, kao „nervni“ sistem finansijskog sistema u SRJ, činilo je nekoliko subjekata: NBJ/ZOP, banke, pošta i dr. Pri tome, NBJ je upravljala žiro-računima ovih subjekata odnosno nosilaca platnog prometa, kao i sa žiro računima privrednih i drugih pravnih lica, računima za međusobna plaćanja. NBJ je vršila dnevni i periodični kliring obaveza po računima, upravljala računima za emitovanje novca, depozita i kredita. Uloga banaka i pošte bila je daleko manje značajna (primanje uplata i vršenje isplata po računima fizičkih lica i slični poslovi za fizička lica). Učesnik u platnom prometu (preduzeće, institucija i druga pravna lica, fizička osoba) moglo je imati samo jedan poslovni račun.

U ovakvim uslovima uspostavljen je visok stepen monetarne i finansijske centralizacije, koji je, u odsustvu pravne države i finansijske discipline, bio lak za manipulisanje i omogućio je nevjerovatne zloupotrebe koje su rezultirale hiperinflacijom u periodu 1992-1994. godine. Otuda puna odgovornost za ovu pojavu, s obzirom da je bila centar monetarne i finansijske moći, pada na teret NBJ, centralne SDK (jer su postojale i republičke) i na interesne grupe koje su bile u poziciji da ih kontrolišu. Po svojoj poziciji u hijerarhiji, kao i po svojoj ekonomskoj (ne) moći, Crna Gora nije bila u poziciji da parira NBJ u zloupotrebama ovog centralizovanog sistema.

U februaru 1992. godine, nakon što je zajedničko tržište doživjelo slom, uz istovremeno izbijanje ratova u dvije republike bivše SFRJ, mjesečna stopa inflacije u Srbiji i Crnoj Gori dostigla je 50%, dok je već u junu iznosila 100% mjesečno. Ovaj procenat predstavlja opšteprihvaćeni prag kojim se definiše hiperinflacija. Na kraju 1993. godine inflacija je iznosila 3 508 091 786 746%, što predstavlja po trajanju najdužu, a po visini drugu najvišu stopu hiperinflacije na svijetu.

Rast inflacije generisan štampanjem novca bio je podržavan od strane ogromnog birokratskog aparata bivše SFRJ, čiji je najveći dio ostao u Beogradu, a koji nije pokazivao ni najmanju namjeru da se pozabavi sa fiskalnim prilagođavanjem u datim uslovima, iako je bilo očigledno da rat koji se zahuktavao te 1992. godine neće biti kratkog daha. Ratni uslovi često su bili razlog za gubljenje monetarnog i ekonomskog kompasa, usljed kojeg se konstantno ubrzavala trka između cijena, deviznog kursa i novca (npr. tokom rapada Austro-Ugarske monarhije), pa ni bivša SFRJ u tom pogledu nije bila izuzetak. Dodatnom pogoršanju opšte ekonomske situacije doprinio je embargo na skoro sve komercijalne transakcije SRJ, koji su u maju 1992. godine uvele Ujedinjene nacije, a u aprilu 1993. dodatno ga proširile na sve komercijalne transakcije (osim na humanitarnu pomoć). Istovremeno, devize i fizička aktiva svih državnih entiteta SRJ u inostranstvu, zamrznuti su. Ovo drastično ograničenje ostalo je na snazi do januara 1994. godine.

Svi ovi razlozi doveli su do pada društvenog proizvoda po glavi stanovnika sa 2.000 USD godišnje u 1991. godini, na 1000 USD u 1993. godini. Ova pojava generalno je karakteristična za zemlje u hiperinflaciji, a bila je praćena i visokim fiskalnim deficitom koji je konstantno monetizovan čime je direktno „hranio“ inflaciju“. Rast fiskalnog deficita uzrokovao je rast troškova, naročito za vojsku, zatim za zbrinjavanje izbjeglica, kao i za isplatu socijalnih davanja za sve veći broj

radnika koji su ostajali bez posla u uslovima embarga i pada proizvodnje. Pad privredne aktivnosti, sam po sebi značio je istovremeno i smanjenje poreske baze i poreskih prihoda, što je kreiralo još jedan uzrok rasta fiskalnog deficita. Tako je nivo poreskih prihoda tokom 1993. godine pao na 1/6 njihove vrijednosti iz 1991. godine. Padu poreskih prihoda doprinosila je i sama hiperinflacija – ona bi ih obezvrijedila u periodu od njihovog obračuna do momenta njihovog prikupljanja (Olivera-Tanzi efekat).

Tokom trajanja hiperinflacije, fiskalni deficit finansiran je i drugim oblicima „sive“ emisije novca. Naime, iako je NBJ bila osnovni kreator novčane mase, putem štampanja novca, činjenica je da ona u jednom momentu više nije bila u stanju da efektivno kontroliše ekspanziju monetarne osnove, koja je bila pod velikim uticajem republičkih vlada. Vladama je to bilo moguće upravo usljed postojanja osovine - republička narodna banka, SDK, komercijalne banke i povlašćena preduzeća. Tako je sivi novac kreiran kada bi depozitni račun banke ili preduzeća (koji je bio formalno pod kontrolom SDK i republičkih narodnih banaka) bio ilegalno kreditiran bez kontra zaduživanja na bilo kojem drugom računu. Nakon određenog vremena, razlika između nominalnih depozita u bankarskom sistemu i onih u bilansima NBJ balansirala bi se naknadnim enormnim štampanjem bezvrijednih dinara, odnosno kreditima NBJ. Dodatni kanal sive emisije bio je sadržan u široko primjenjenoj praksi negativnih salda na računima državnih i paradržavnih organizacija, pojedinaca i banaka.

4.3. Stabilizacioni program iz 1994. godine

Pritisnuta sve težim i haotičnijim stanjem u ekonomiji, nezadovoljnim građanstvom koje je osim nemaštinom bilo pogođeno i ratnim okruženjem i sankcijama, januara 1994. godine sprovedena je monetarna reforma pod rukovodstvom Dragoslava Avramovića, bivšeg službenika Svjetske banke u penziji, koji je ubrzo potom postao guverner NBJ. Ovim programom uveden je „superdinar“ vezan za njemačku marku u odnosu 1:1 i samo nakon mjesec dana cijelih 15 nula je skinuto sa starog dinara. Iako je propagirano da program predstavlja oslanjanje na modifikovanu varijantu valutnog odbora, to oslanjanje bilo je samo deklarativno. Ta de facto nekonvertibilnost, postojanje deviznih kontrola, kao i netržišno ograničavanje korišćenja deviza i spoljnotrgovinskih tokova (samo za uvoz „esencijalno važnih roba“), predstavljale su ključne karaktersitike sistema „superdinar“, u biti naslijeđene iz bivšeg sistema. Pored toga, programom nije

bilo uvedeno institucionalno ograničenje za emitovanje novog dinara što je osnovni zahtjev i pravilo funkcionisanja valutnog odbora.

Sam program propustio je da se fokusira na nekoliko ključnih zahvata u ekonomiji. Umjesto smanjenja fiskalnih rashoda, što je ocjenjivano nemogućim u datim okolnostima, pa čak kad su u pitanju plate i socijalna davanja iz budžeta, program je uveo poresku reformu koju su karakterisale neke nepopularne mjere tipa paušalnih, fiksnih poreza na firme, krajnje diferenciranih po sektorima i preduzećima. Takođe, uveden je i porez na odlaske u inostranstvo isplativ u njemačkim markama.

Istovremeno, iako im je donio konačno olakšanje od razarajuće hiperinflacije, i iako su cijene smanjene, a stanovništvo prihvatilo dinar za neka manja plaćanja, ono mu nikad nije dalo puno povjerenje. Tako su veće transakcije i dalje nastavile da se odvijaju u stranoj valuti, uglavnom njemačkoj marci, u kojoj je stanovništvo i nastavilo da štedi. Tako je, nakon kratkotrajnog rasta dinarskih depozita nakon svega par mjeseci došlo do njihovog ponovnog pada. Jedan od razloga tome bilo je i odsustvo želje i inicijative vlasti da se pozabave pitanjem stare, ali i nove devizne štednje i depozita koje je stanovništvo izgubilo u periodu hiperinflacije.

U nastavku primjene programa, NBJ je spustila kamatne stope na 9% i zadržala ih na tom nivou do jula 1994. godine, koristeći ih kao i prethodne monetarne vlasti kao potporu poljoprivredi. Međutim, banke su ubrzo počele nadoknađivati izgublenu kamatu uvođenjem specijalnih taksi na finansijske usluge, traženjem visokih kolaterala za tražene kredite i na kraju, uspostavljanjem viših od kamata dogovorenih sa NBJ. Ubrzo su počele, uprkos visokim kaznama, da plaćaju i crnu premiju od 15-20% na kurs dinara u odnosu na marku, ukazujući na taj način na vrlo skorou, prvu devalvaciju dinara. Ona je ubrzo i usljedila; dinar je devalviran 26. novembra 1994. godine za 62,6% u odnosu na dolar, a onda još jednom za 57,9%, 1. aprila 1998. godine. U oktobru 1999. godine, dinar je na crnom tržištu vrednovan više nego dva i po puta slabije od njegove službene vrijednosti od 6 dinara za njemačku marku (1 DEM = 15 dinara). Ovakav razvoj događaja bio je jasan signal crnogorskoj vlasti da je potrebno sprovesti monetarno osamostaljivanje. Dalje održavanje ove agonije značilo je ne samo siromašenje države i njenog stanovništva, već je postajalo i sve ozbiljniji politički problem.

4.4. Uvođenje dolarizacije u Crnu Goru

Još od početka 1999. godine, crnogorska vlada počela je da traga za načinom za monetarno osamostaljenje Crne Gore. Polazeći od višegodišnje opredijeljenosti, kako stanovništva tako i privrede, za obavljanje transakcija i štednju u njemačkoj marci, crnogorska Valda se odlučila za model dolarizacije sa korišćenjem njemačke marke kao domaće nacionalne valute⁸⁷. Crna Gora je umjesto dinara, tada najgore svjetske valute, kako ga je okarakterisao S. Hanke⁸⁸, uvela dvovulatni sistem sa Njemačkom markom i dinarom uz slobodno fluktuiranje dinara prema marki (2. Novembar 1999.). Cijeli proces sproveden je brzo i bez podrške i sugestija Međunarodnog monetarnog fonda. U trenutku uvođenja njemačke marke kao platežnog sredstva budžetski deficit je iznosio oko 20% BDP-a.⁸⁹ Od januara 2001. godine jedino platežno sredstvo postaje DEM, a od juna 2002. godine zvanično platežno sredstvo postaje euro.

Od prelaska na njemačku marku, pa do osnivanja CBCG, tadašnjom Narodnom bankom Crne Gore upravljao je Monetarni savjet⁹⁰. Ovo tijelo donijelo je tokom 2000. godine i tokom 2001, do osnivanja CBCG, niz odluka i drugih akata kojima je omogućeno da njemačka marka u Crnoj Gori u potpunosti zaživi kao sredstvo plaćanja, obračuna i tezaurisanja.

Crna Gora je zadovoljavala i sve teorijske preduslove za uspješno sprovođenje dolarizacije. U pitanju je mala zemlja, u velikoj mjeri otvorena, sa hiperinflatornim iskustvima u prošlosti, prihodi od sinjoriža gotovo da nisu postojali, učešće spoljnotrgovinske razmene sa EU je veliko i prisutna je značajna fleksibilnost radne snage (veliki broj stanovnika je zaposlen izvan Crne Gore).

⁸⁷ Odluka u upotrebi njemačke marke kao sredstva plaćanja radi zaštite ekonomskih interesa Crne Gore („Sl.list RCG“, br. 41/99 i 22/00).

⁸⁸ Hanke, S., 2000. „The Beauty of a Parallel Currency“, www.cato.org/cgi-bin/scripts/printtech.cgi/dailys/01-14-00.html

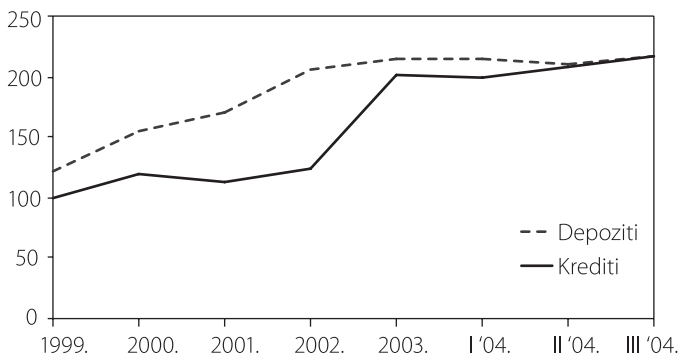
⁸⁹ Hanke, S., 2000. „Some Reflections on Monetary Institutions and Exchange-Rate Regimes“, Testimony before the International Financial Institutions Advisory Commission United States Congress.

⁹⁰ Odluka o imenovanju članova Monetarnog savjeta („Sl.list RCG“, br. 41/99, 45/99 i 39/00).

Ovakav sistem i tadašnju politiku američki izaslanik Robert Glebard je u svom svjedočenju, 2000. godine, pred Komitetom za Strane odnose, američkog senata, nazvao kao svijetao primjer („guiding light“) za ostatak regiona.⁹¹

Uvođenjem dolarizacije, stanje u monetarnom, odnosno finansijskom i bankarskom sistemu Crne Gore počelo je polako ali sigurno da pokazuje znakove rasta povjerenja stanovništva u novi monetarni režim. U početku skroman, rast depozita ubrzo je značajnije izražen, da bi tokom 2003. godine došlo i do značajnijeg rasta kredita, koji su najvećim dijelom kratkoročni. Ipak, treba napomenuti i to da su, prema stanju na kraju 2003. godine, i dugoročni krediti zabilježili značajniji rast.

Grafik 8.1: Kretanje depozita i kredita kod banaka u RCG (u milionima eura)



Izvor: Centralna banka Crne Gore (podaci za depozite ne uključuju staru deviznu štednju)

U posljednjim godinama su prisutne pozitivne stope rasta BDP, ali se one ipak još uvijek ne mogu ocijeniti zadovoljavajućim.

Inflacija je u kontinuiranom opadanju i nakon stope inflacije od 128% u 1999. godini ove godine se očekuje inflacija od oko 4,5%.

Budžetski deficiti su svedeni na razumnu mjeru i nakon deficita od 20%, u narednim godinama on se kretao u rasponu od 8,6 do 6,9 BDP. Deficit tekućeg računa platnog bilansa je takođe u konstatnom opadanju, ali i strana pomoć.

⁹¹ Dajković, A., 2004, „A Model for the Balkans“, www.zmag.org/dajkovic.htm

Tabela 8.5: Kretanje deficita tekućeg računa i strane pomoći (u milionima USD)

	2001.	2002.	2003.
Bilans tekućeg računa p.b.	-175,017	-152,995	-114,033
Strana pomoć	142,616	91,973	65,511

U tabeli 8.6 smo prikazali makroekonomske indikatore u Crnoj Gori i zemljama u okruženju koje se nalaze na sličnom nivou ekonomske razvijenosti. Pri ocjeni ekonomskih performansi treba imati u vidu da je u Crnoj Gori (i Srbiji) proces tranzicije počeo znatno kasnije, kao posljedica ekonomsko-političkih problema.

Na kraju, teško je zaključiti koliko je eurizacija Crne Gore doprinijela poboljšanju makroekonomskih performansi, jer su se paralelno sprovodile i ekonomske reforme koje su značajno doprinijele privrednom rastu.

Tabela 8.6: Uporedni prikaz makroekonomskih indikatora Crne Gore i izabranih zemalja u 2003. godini

Zemlja	Stopa inflacije	Stopa rasta BDP	BDP per capita u USD	SDI per capita u USD	Tekući račun p.b. u % od BDP	Spoljni dug/GDP	Nivo BDP 1989=100
Crna Gora	6,7	2,5	2300	67,10	-7,3	31,9*	79,5
Srbija	8,5	3**	2300	113,3	-11,7	69,8	65
Bosna	n.a.	3,5	1376	84,50	-15,0	46,9	54
Makedonija	1,5	3,0	1886	50	-7,4	40,4	76
Albanija	3,5	6,0	1565	48,3	-8,0	24,5	121
Bugarska	2,0	4,5	1984	115,3	-4,9	70,3	80
Rumunija	14,5	4,2	2091	62,2	-4,7	33,2	87

Izvor: EBRD, Transition Report, 2003.
statistika CBCG
sopštenja SZS

* preliminarni podaci; ** procjena

5. Preporuke za ekonomsku politiku u Crnoj Gori

Prvo pitanje, odnosno dilema, koje se može postaviti je da li Crna Gora treba da zadrži euro ili treba da uvede sopstvenu valutu. Empirijskih primjera ukidanja

dolarizacije, u novijoj istoriji nema, tako da ne postoje primjeri drugih zemalja iz čijeg iskustva bi se mogli izvući zaključci. Jedini primjer je Liberija, ali je ona ukinula dolarizaciju u vrtlogu građanskog rata i izuzetno teškoj ekonomskoj situaciji. Činjenica da se nijedna zemlja nije opredijelila na ukidanje dolarizacije, iako neke imaju istoriju dolarizacije dužu od jednog vijeka, sugerise da je preovlađujući stav da bi ukidanje dolarizacije bilo štetno. Smatramo da postoji mnogo više argumenata u prilog hipoteze da bi ukidanje eurizacije u ovom trenutku bilo štetno:

- proces makroekonomske stabilnosti je tek uspostavljen i vjerovatno je da bi prelazak na drugi monetarni režim uticao na urušavanje makroekonomskog kredibiliteta;
- teorije ponašanja pojedinaca pokazuju da u uslovima neizvjesnosti pojedinci pružaju otpor promjenama i nastoje da zadrže stare pozicije;
- iskustvo hiperinflacije je još uvijek „svježe“ i vjerovatno je da bi ekonomski subjekti u uslovima neizvjesnosti nastojali da povećanjem cijena zaštite svoju imovinu;
- iskustvo nezvanično dolarizovanih zemalja je pokazalo da je i nakon uspostavljanja makroekonomske stabilnosti prisutan snažan histerezis efekat, što bi se vjerovatno desilo i u crnogorskom slučaju. To znači da bio dio transakcija nastavio da se obavlja u eurima i doprinjeo bi porastu sive ekonomije i sniženju fiskalnih prihoda;
- uvođenje domaće valute bi predstavljalo loš signal stranim investitorima, koji uvijek preferiraju poslovanje sa „čvstom valutom“;
- osim države koja bi povratila svoje devizne rezerve, konverzija valute bi stvorila troškove i za privredu i stanovništvo po osnovu provizija za zamjenu valute, troškova konverzija softvera, računovodstva i dr;
- u uslovima makroekonomske stabilnosti gotovo da ne postoje primjeri radikalnih monetarnih reformi.

Proces eurizacije stvara stabilne i predvidljive uslove za poslovanje, ali on ne može predstavljati supstitut ekonomskim reformama. Odnosno sasvim validna je izjava Karla Šilera, njemačkog ministra za ekonomiju, od prije tri decenije: „Stabilnost nije sve, ali sve je bez stabilnosti ništa.“⁹² Kvalitetna valuta je potreban, ali ne i dovoljan uslov za brz ekonomski razvoj.

⁹² Cordeiro, J.L., 2002, „Different Monetary Systems: Costs and Benefits to Whom?“, Centro de Divulgacion del Conocimiento Economico, Caracas, Venezuela.

Box 3: Stav Evropske centralne banke prema unilateralnoj eurizaciji zemalja kandidata za prijem u EU

Evropska centralna banka smatra da euro zona predstavlja multilateralnu valutnu zonu zemalja članica EU, sa jasnim međusobnim odgovornostima. Pri formiranju EMU formulisani su kriterijumi koje treba da ispune zemlje članice da bi ušle u euro zonu. Stoga se ECB protivi unilateralnoj eurizaciji.⁹³ ECB smatra da ona poništava ekonomske razloge postojanja Evropske monetarne unije, odnosno proces konvergencije prije prihvatanja eura. Ovakav stav ne važi za male zemlje poput: Andore, Monaka i Vatikana.

Treba istaći da u trenutku kada je Crna Gora prihvatila DEM kao valutu još uvijek nije postojala EMU. Nakon formiranja EMU logičan korak je predstavljala zamjena DEM sa eurom.

Džoli Dikson, predstavnik Evropske unije (Direktor direkcije za ekonomske i finansijske poslove Evropske komisije), izjavio je da EU nema ništa protiv toga da zvanična valuta u Crnoj Gori bude euro, ali je i dodao da prihvatanje eura kao nacionalne valute ne treba da bude kraj prilagođavanja evropskim standardima, kao i da samo uvođenje evropske monete ne znači da će taj proces biti uspješno okončan.⁹⁴

Prvi korak u sprovođenju dolarizacije se odnosio na izbor valute. Imajući u vidu da je najrasprostranjenija valuta u neformalnim tokovima bila DEM i da se najveći obim spoljne trgovine sprovodio sa evropskim zemljama izbor DEM, odnosno kasnije prelazak na euro se može ocijeniti ispravnim.

Dilema koja se može javiti je da li je Centralna banka potrebna imajući u vidu da je jedan broj dolarizovanih zemalja ukinuo centralne banke zbog prestanka obavljanja emisione funkcije. Smatramo da je neophodna, ne samo radi kontrole bankarskog sistema, već i zbog kontrole tokova novčane mase, uticaja na likvidnost bankarskog (a posredno i cjelokupnog privrednog sistema), kao i zbog uticaja na količinu novca u opticaju. Iskustvo većine dolarizovanih zemalja koje su ukinule centralne banke pokazalo je da su u tim zemljama češće bankarske krize.

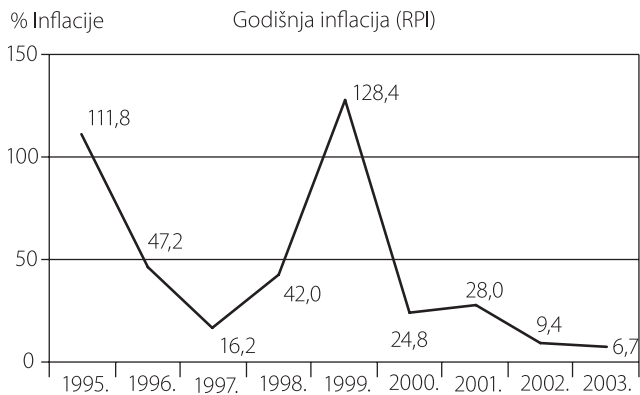
⁹³ Winkler, A., Mazzafero, F., Nerlich, H. i Thimann C., 2004, „Official Dollarisation/Eurisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases“, Occasional Paper Series, No 11, European Central Bank

⁹⁴ Međunarodna konferencija posvećena novoj evropskoj valuti, 24 oktobar 2001, predstviništvo HVB banke u Beogradu.

S obzirom da kada se pojave bankarske krize u ovim zemljama i duže traju, potrebno je nastaviti vođenje politike stroge supervizije bankarskog sistema po međunarodnim standardima u cilju prevencija kriza, jer su drugi instrumenti pomoći ograničeni. U suštini puna dolarizacija reducira valutni rizik, ali ne i rizik od neispunjenja obaveza.

Nakon uvođenja dolarizacije inflacija se nije automatski izjednačila sa inflacijom u Njemačkoj, odnosno EU. Ovakav proces je i očekivan s obzirom da dolarizacija tek u dužem vremenskom periodu dovodi do izjednačavanja cijena. U prvim godinama je uobičajen rast cijena, jer jedan broj cijena teži da se izjednači sa cijenama zemlje čija se valuta koristi.

Grafik 8.2: Kretanje stope inflacije u Crnoj Gori



Izvor: Monstat

U posljednje dvije godine primjetna je tendencija postepenog približavanja inflacije stopi inflacije u EMU, koja je nastavljena i u 2004. godini (u prvih pet mjeseci 2004. godine inflacija u odnosu na decembar 2003. godine je iznosila 1,6%). Najveću opasnost procesu konvergencije stopa inflacije može predstavljati rast cijena nerazmijenljivih proizvoda i usluga zbog odsustva domaće i strane konkurencije. Rast cijena ovih proizvoda je u velikoj mjeri uticao i na prošlogodišnju stopu inflacije. Brži rast ovih cijena može dovesti i do neracionalne alokacije resursa i predstavljati pogrešan signal investitorima. Da bi se ova opasnost izbjegla potrebno je što prije donijeti i sprovesti novu antimonopolsku regulativu.

Na osnovu poređenja minimalnih i maksimalnih kamatnih stopa možemo konstatovati da su kamatne stope u opadanju. Opadanje kamatnih stopa nije rezultat samo dolarizacije, već i uspješno sprovedene reforme u bankarskom sistemu. Međutim, kamatne stope su još uvijek na neprihvatljivo visokom nivou, jer je dolarizacija eliminisala samo jedan od rizika, a to je valutni rizik, dok su prema procjeni banaka i dalje prisutni ostali rizici – rizik zemlje i rizik klijenta. U cilju sniženja kamatnih stopa trebalo bi preduzeti niz mjera poput: otpočinjanje funkcionisanja Agencije za zaštitu depozita, efikasnijeg rada sudova u rješavanju privrednih sporova, poboljšanje zakonskih rješenja u pogledu osiguranja naplate potraživanja, sniženje stope inflacije, formiranje Garancijskog fonda, Državne korporacije za garantovanje stambenih kredita i dr.

Bez mogućnosti štampanja novca, jedina mogućnost finansiranja deficita je putem zaduživanja i to uglavnom stranog zaduživanja, što ima dalje negativne uticaje na privredna zbivanja. Možemo zaključiti da je fiskalna disciplina prije neophodan uslov nego prirodna posljedica pune dolarizacije i ostalih deviznih režima. Stoga je neophodno da Vlada u narednim godinama vodi politiku uravnoteženog budžeta, jer će u protivnom direktna posljedica biti rast spoljne zaduženosti i rast domaćih kamatnih stopa.

Dilema da li su potrebne devizne rezerve ne bi trebala da postoji. One mogu biti nešto niže nego što bi bile u slučaju postojanja domaće valute, jer više ne postoji potreba za odbranom deviznog kursa, ali preostaje potreba za svim ostalim funkcijama deviznih rezervi.

Pregovaranje Crne Gore sa Evropskom monetarnom unijom o učešću u emisioj dobiti bi bilo vrlo korisno, međutim postoji minimalna vjerovatnoća da bi takvi pregovori u ovom trenutku urodili plodom. Pravi trenutak za otpočinjanje ovih pregovora je trenutak kada Crna Gora postane članica EU (ovime se ne implicira budući status državne zajednice), da bi se izbjegla situacija uvođenja nacionalne valute koja bi se konvertovala u euro.⁹⁵

Eventualno uvođenje nacionalnog novca, u vidu kovanica, da bi se izbjegli transportni troškovi metalnog novca (što je uradio jedan broj dolarizovanih eko-

⁹⁵ Ukoliko bi EU odbila sporazum o podjeli emisione dobiti sa Crnom Gorom prije stupanja u EMU, racionalna politika bi zahtijevala uvođenje nacionalne valute, jer bi u protivnom gubitak deviznih rezervi bio ekvivalentan novčanoj masi.

nomija), u ovom trenutku bi bilo kontraproduktivno. Postajala bi isuviše velika opasnost da tek uspostavljeni kredibilitet bude narušen i da trgovci i privreda izbjegavaju domaće kovanice i da otpočnu podizanje cijena.

S obzirom da kao i većina drugih dolarizovanih zemalja i Crna Gora ima platno-bilansne probleme potrebno je preduzeti niz mjera za stimulisanje porasta izvoza. Kao najvažnije mogle bi se navesti: deregulacija spoljnotrgovinskih procedura, pomoć države u osvajanju međunarodnih standarda kvaliteta, osnivanje Agencije za kreditiranje i osiguranje izvoznih transakcija, odobravanje dozvoljenih subvencija u skladu sa pravilima STO, zaštita domaćeg tržišta⁹⁶, ubrzanje procesa prijema u STO i dr.

Crna Gora, i pored eurizacije, ima prilično visok rizik zemlje (tzv. country risk) što rezultira u niskom rejtingu Crne Gore u međunarodnim i ekonomskim krugovima što ima dalje reperkusije na strana investiranja, reforme i ukupnu tranziciju. U cilju sniženja rizika zemlje, potrebno je sprovesti niz mjera: riješiti konačan status državne zajednice; postići unutrašnji politički konsenzus o nastavku reformi i unutrašnju političku stabilnost; ubrzati prijem u međunarodne institucije u čije članstvo Crna Gora (državna zajednica) nije još uvijek primljena poput OECD-a, Svjetske trgovinske organizacije, EU, Partnerstva za mir i dr; povećati efikasnost pravnog sistema; ubrzati proces privatizacije i restrukturiranja privrede, kao i svih ostalih reformi i dr.

Na kraju možemo zaključiti da je eurizacija u Crnoj Gori uticala na povećanje stabilnosti i predvidivosti poslovanja. Međutim, eurizacija sama po sebi ne može pokrenuti privredni rast i ona nikako ne bi smjela predstavljati supstitut ekonomskim reformama. Stoga nastavak i ubrzanje ekonomskih reformi predstavljaju opciju koja nema alternativu.

⁹⁶ Misli se na mjere zaštite koje primjenjuju i sve razvijene privrede poput spriječavanja dampinga, spriječavanja uvoza neatestiranih proizvoda i proizvoda koji ne zadovoljavaju standarde kvaliteta i sl

Spisak korišćene literature

1. Aguado, S., 2000, „Transatlantic Perspectives on the Euro and the Dollar: Dollarization and other Issues“, University of Alcalá, Spain.
2. Backe, P. i Wojcik C., 2002, „Unilateral Euroisation: a Suitable Road Towards Joining the Euro Area for Central and Eastern European EU Accession Countries?“
3. Balino, T. i dr, 1999, „Monetary Policy in Dollarized Economies“, *Occasional Paper*, br. 171, Međunarodni monetarni fond.
4. Baro, R., 1999, „Let the Dolar Reign from Seattle to Santiago“, *Wall Street Journal*, 8 March 1999.
5. Bergsten, F., 1999, „Alternative Exchange Rate Systems and Reform of International Financial Architecture“, *Testimony before the Committee on Banking and Financial Services, United States House of Representatives*.
6. Black Electorate, 2003, „Exclusive Interview with Economists Steve Hanke“, www.blackelectorate.com/print_article.asp?ID=146.
7. Bogetić, Ž., 2000, „Official Dollarization: Current Experiences and Issues“, *Cato Journal*, vol. 20, br. 2, 2000.
8. Bogetić, Ž. i Hanke S., 1999, „Projekat valutnog odbora za Crnu Goru – Crnogorska marka“, *Radio Antena M i Mermont, Podgorica*.
9. Calvo G., 2000, „Testimony on Dollarization“, *Presented Before the Subcommittee on Domestic and Monetary Policy, Washington*.
10. Calvo, G. i Carlos, V., 1992, „Currency Substitution in Developing Countries“, *IMF Working Paper 92/40*.
11. CBCG, 2004, „Godišnji izvještaj glavnog ekonomiste za 2003. godinu“, *Podgorica*.
12. CBCG, 2004, „Kvartalni izvještaj glavnog ekonomiste januar – mart 2004“, *Podgorica*.
13. Cordeiro, J.L., 2002, „Different Monetary Systems: Costs and Benefits to Whom?“, *Centro de Divulgacion del Conocimiento Economico, Caracas, Venezuela*.
14. Dajković, A., 2004, „A Model for the Balkans“, www.zmag.org/dajkovic.htm
15. EBRD, 2003, „Transition Report 2003“
16. Edwards, S., 2001, „Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation“, *NBER Working paper*, br. 8274, Cambridge.

17. Edwards, S., i Magendzo I., 2001, „Dollarization, Inflation and Growth“, NBER Working paper, br. 8671, Cambridge.
18. Furstenberg, G., 2000, Dollarization : Needed Monetary Reconditioning or Expropriation, <http://php.indiana.edu/~vonfurst/G89916.pdf>.
19. Freitas, M. L., 2004, „The Dynamics of Inflation and Currency Substitution in a Small Open Economy“, *Journal of International Money and Finance*, 23 (2004).
20. Gianviti, F., 2002, „Use of Foreign Currency under the Fund's Articles of Agreement“, General Counsel, IMF.
21. Goldfajn I. i Olivares G., 2000, „Is adopting Full Dollarization the solution? Looking at the evidence“ Departamento de Economia Puc – Rio, Texto para Discussao , br. 146.
22. Gomis-Porqueras, P., Serrano, C., Somuano, A., 1997, „Currency Substitution in Latin America: Lessons from 1990s“, World Bank.
23. Gros, D., 2001, „The Euro for the Balkans“, Conference „When is a National Currency Luxury“, LSE and WIIW, London
24. Hanke, S., 2000, „Some Reflections on Monetary Institutions and Exchange-Rate Regimes“, Testimony before the International Financial Institutions Advisory Commission United States Congress.
25. Hanke, S., 2000, „The Beauty of a Parallel Currency“, CATO Institute, www.cato.org/cgi-bin/scripts/printtech.cgi/dailys/01-14-00.html.
26. Goldstein, M., 2002, „Managed Floating Plus“, Institute for International Economics.
27. Mann C., 1999, „Dollarization as Diet“, Institute for International Economics, www.iie.com/publications/papers/mann0499.htm.
28. Mazzaferro F., Thimann C. i Winkler A., 2002, *Stabilisation and Integration Views of Eurisation/Dollarisation Regimes: A Review of Some Specific Features*“, The Eight Dubrovnik Conference „Monetary Policy and Currency Substitution in the Emerging Markets“, organized by Croatian National Bank.
29. Meyer, S., 2000, „Dollarization: an Introduction“, Presentation for the Friends of Global Interdependence Center.
30. Monstat, „Saopštenja o kretanju stope inflacije“, različiti brojevi.
31. Ostojić, D. 2003, „Dolarizacija“, *Preduzetnička ekonomija*“, Vol. III, 12/2003, Podgorica.

32. Ponsot, J., 2002, „Dollarization and Currency Boards as Instruments of Monetary Integration“, *Conference on Exchange Rates, Economic Integration and the International Economy*, Ryerson University, Toronto, Canada.
33. Savić, N., 1999, „Valutni odbor, dolarizacija i eurizacija“, *Ekonomist*, br 1-4, Beograd.
34. *Službeni list Republike Crne Gore*, brojevi 41/99, 45/99, 22/00 i 39/00.
35. Rose, A. K., 2000, „One Money, One Market: the Effects of Common Currencies on Trade“, *Economic Policy*, vol. 15 (30).
36. Savezni zavod za Statistiku, 1987, „Statistički godišnjak SFRJ“, Beograd.
37. Savezni zavod za Statistiku, „Saopštenja“, različiti brojevi.
38. Savezni zavod za statistiku, 1986, „Jugoslavija: 1945-85 - Statistički prikaz“, Beograd
39. Schuler, K, 2000, „Basics of Dollarization“ *Joint Economic Committee Staff Report*, Office of the Chairman, Connie Mack, USA.
40. Schuler, K., 2002, „Dollarization at the Intersection of Economics and Politics“, *Luncheon speech at the conference „Euro and Dollarization“*, Fordham University Graduate School of Business, New York.
41. Tornell, A. i Velasco, A, 1995, „Fiscal Discipline and choice of Exchange Rate Regime“, *European Economic Review*, br. 39.
42. Williamson, J., 2000, „Designing a Middle Way between Fixed and Flexible Exchange Rates“, *paper presented on the conference „Monetary and Exchange Rate Policies“*, Kairo.
43. Williamson, J., 2000, „Dollarization does not Make Sense Everywhere“, *Institute for International Economics*,
- www.iie.com/publications/papers/williamson1000.htm.
44. Winkler, A., Mazzafero, F., Nerkich, H. i Thimann C., 2004, „Official Dollarisation/Eurisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases“, *Occasional Paper Series, No 11*, European Central Bank

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

ISBN 978-86-85815-10-2
COBISS.CG-ID 16988688