



SEKTOR ZA ISTRAŽIVANJA I STATISTIKU

IZVJEŠTAJ O KRETANJU CIJENA III KVARTAL 2006. GODINE

Godina II, broj 6

IZDAVAČ:

*Centralna banka Crne Gore
Bulevar Svetog Petra Cetinskog 6
81000 Podgorica
Telefon: +381 81 665 331
Fax: +381 81 665 336*

WEB ADRESA:

<http://www.cb-cg.org>

PRIPREMA:

*Sektor za istraživanja i statistiku
Dr Nikola Fabris, glavni ekonomista
Mr Marijana Mitrović, pomoćnik direktora
Mr Danijela Vukajlović Grba, pomoćnik direktora
Vesna Saveljić, šef Odjeljenja za analizu i istraživanja kretanja u realnom sektoru
Milica Vlahović, šef Odjeljenja za monetarna istraživanja i statistiku
Svetlana Cerović, šef Odjeljenja za fiskalne analize
Boris Kilibarda, šef Odjeljenja za platni bilans*

GRAFIČKI UREDNIK:

Andrijana Vujović

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

SADRŽAJ

1. UVODNE NAPOMENE	5
2. INDIKATORI INFLACIJE.....	6
3. INFLACIONA OČEKIVANJA.....	11
4. DETERMINANTE INFLACIJE	15
4.1 Tražnja.....	15
4.1.1. Kretanje plata i ostale raspoložive determinante tražnje	16
4.1.2. Analiza budžeta	18
4.1.3. Privreda	20
4.1.4. Eksterna tražnja i tekući račun platnog bilansa	20
4.2. Ponuda i proizvodnja.....	22
4.3. Berzanski indeksi.....	23
4.4. Ponuda novca	24
5. MONETARNA POLITIKA	25
6. PROGNOZA INFLACIJE	26
7. OČEKIVANA INFLACIJA U 2006. GODINI.....	28

1. UVODNE NAPOMENE

U sklopu praćenja savremenih trendova u oblasti monetarne politike Centralna Banka Crne Gore je sredinom prošle godine pokrenula publikaciju pod nazivom «Izvještaj o kretanju cijena» (*Inflation Report*). Broj centralnih banaka koji objavljaju ovu publikaciju je u kontinuiranom porastu. Ona je naročito rasprostranjena kod evropskih centralnih banaka i onih centralnih banaka koje sprovode politiku inflacionog targetiranja.

Iako je ovakva vrsta izvještaja prilično različita od zemlje do zemlje, ona ipak ima manje neke svoje standardne komponente. Nažalost, crnogorska statistika, koja je u povoju, još uvek ne pruža neke značajne informacije za ovu vrstu izvještaja, a prije svega su u pitanju informacije o ličnoj potrošnji, investicionoj potrošnji, nekim aspektima ponude, sektorskim stopama rasta i dr.

Iako se ove godine kao indikator inflacije koristi indeks cijena na malo, od sljedeće godine CBCG će kao indikator inflacije koristiti kretanje indeksa troškova života. Na taj način će se steći veća uporedivost sa stopom inflacije u EMU, pošto EMU koristi harmonizovani indeks potrošačkih cijena, koji predstavlja jednu vrstu indeksa troškova života. Za prelazak na ovu koncepciju stekli su se svi preduslovi, jer je početkom godine Monstat izvršio reviziju pondera potrošačke korpe.

Osnovni model procjene stope inflacije je ekspertska procjena. Ekonometrijsko predviđanje stope inflacije se koristi kao dopunski, korektivni mehanizam metodu ekspertske procjene, jer da bi model bio uspješan neopodno je posjedovati dugačke i pouzdane vremenske serije, što nažalost nije slučaj u Crnoj Gori. Ekonometrijsko predviđanje inflacije se bazira na modelu fena, koji predstavlja najsvremeniji model za predviđanje stope inflacije.

2. INDIKATORI INFLACIJE

Cijene na malo tokom prvih devet mjeseci ove godine porasle su za 1,7% u odnosu na kraj prethodne godine. Godišnja stopa rasta cijena snižena je za 0,6 procenntih poena od kraja drugog kvartala, tj. sa 2,3%, koliko je iznosila u junu, na 1,7% u septembru. U julu je, zbog ubočajenog sezonskog kretanja, bila ostvarena negativna mjesečna stopa inflacije od 0,2%, da bi u avgustu i septembru bio ostvaren mjesečni rast cijena od 0,2% i 0,1% respektivno.

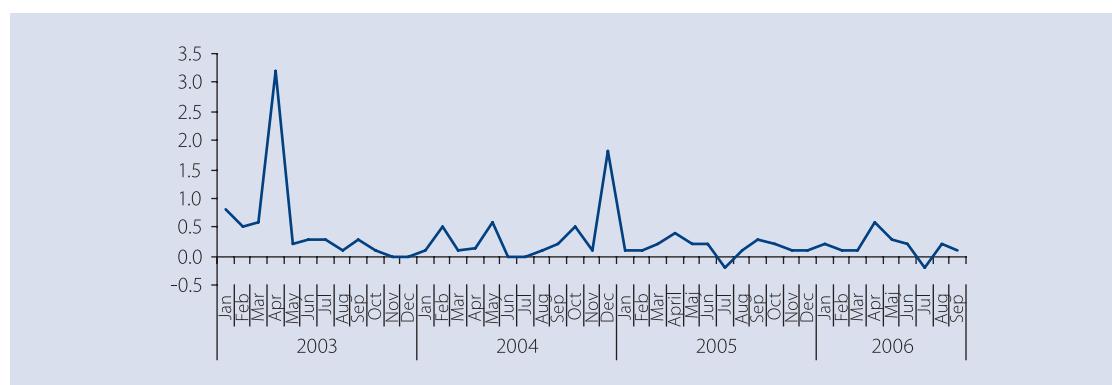
Inflacija je u trećem kvartalu ove godine povećana za 0,1 procennti poen, u odnosu na drugi kvartal, pri čemu je rast cijena robe snižen za 0,08 procenntih poena, dok je rast cijena usluga povećan za 1 procennti poen. Usporavanju inflacije u trećem kvartalu doprinijele su cijene poljoprivrednih proizvoda koje su u julu snižene za 7,4%, i cijene kategorije "tečna goriva i maziva" koje su u avgustu snižene za 3,8%.

Tabela br. 1 – Inflacija

	2005.				2006.		
	I kvartal	II kvartal	III kvartal	IV kvartal	I kvartal	II kvartal	III kvartal
Promjena u odnosu na kraj prethodne godine	0,4%	1,2%	1,4%	1,8%	0,5%	1,6%	1,7%
Godišnja promjena	3,6%	3,8%	3,7%	1,8%	2,0%	2,3%	1,7%

Izvor: Monstat

Grafik br. 1 – Cijene na malo, mjesečna stopa rasta



Izvor: Monstat

Sa druge strane, na rast inflacije u trećem kvartalu, o odnosu na prethodni kvartal, najviše su uticale cijene stambeno komunalnih usluga, i cijene pojedinih prehrabnenih proizvoda (šećer i sježe meso).

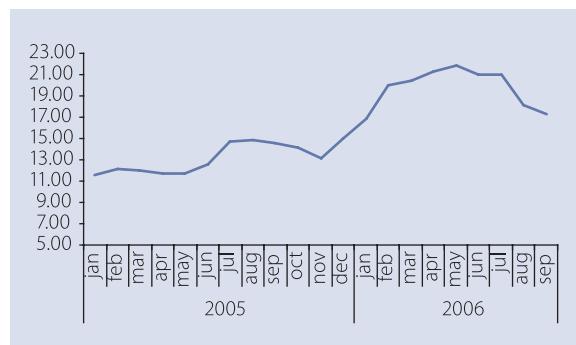
Cijene nafte na svjetskom tržištu snižene su u tečem kvartalu ove godine, što se odrazilo i na cijene u Crnoj Gori. Cijena referentne korpe OPEC-a u septembru je iznosila 59,3 USD/barel, i snižena je za 13,8% u odnosu na avgust, dok je cijena sirove nafte "brent" u septembru iznosila 61,7 USD/barel i bila je niža za 15% u odnosu na prethodni mjesec. Na pad cijena na svjetskom tržištu uticalo je stišavanje geopolitičkih tenzija na Srednjem Istoku, nakon što je Iran ponudio privremeno obustavljanje uranskog programa. Istovremeno, OPEC je najavio da će zadržati proizvodnju na visokom nivou, a takođe je nastavljena proizvodnja u pojedinim rafinerijama u Meksičkom zalivu i u Nigeriji što je uticalo na ponudu nafte na tržištu. Sa druge strane zalihe nafte u SAD-u su bile na zadovoljavajućem nivou, a i tražnja azijskih zemalja je bila smanjena. U oktobru i početkom novembra cijene nafte na svjetskom tržištu su se stabilizovale, odnosno postojale su fluktuacije u veoma uskim granicama. U novembru i decembru se može očekivati blagi rast tražnje na svjetskim tržištima zbog sezone grijanja, ali s obzirom da su zalihe nafte na zadovoljavajućem nivou, ovo se neće značajnije odraziti na rast cijena ovog energenta.

Rast cijena industrijskih prehrabnenih proizvoda u trećem kvartalu ove godine iznosi 0,3 procenatna poena. Najviši rast je zabilježen kod cijena šećera, 11 procenatnih poena. Cijene šećera tokom čitave godine bilježile su rast. Rast se jednim dijelom objašnjava uvođenjem

stopi PDV-a od 7% u januaru. Međutim, ovakva fiskalna promjena imala je samo jednokratan uticaj na cijene. Znatno jači uticaj imale su cijene šećera na svjetskom tržištu koje su ostvarile dinamičan rast od kraja prošle godine.

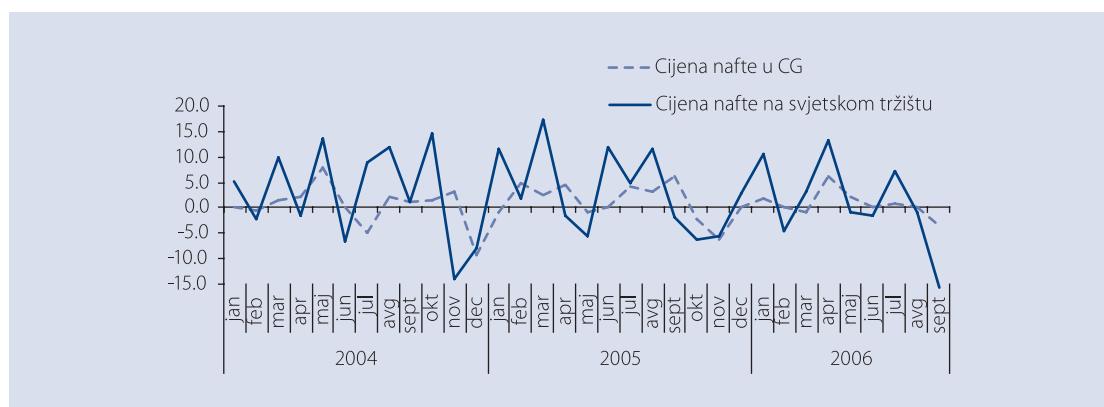
Rast cijena usluga u trećem kvartalu ove godine iznosi 1 procenatni poen i bio je uslovjen rastom cijena komunalnih usluga. Naime, u avgustu je Monstat zabilježio povećanje cijena komunalnih usluga u jednoj od opština u kojoj se snimaju cijene, što se odrazilo na rast komunalno stambenih usluga na nivou Republike za 6%. Cijene ostalih usluga su bile stabilne.

Grafik br. 3 – Cijene šećera na Londonskoj berzi



Izvor: LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange)

Grafik br. 2 – Cijene nafte, mjeseca stopa rasta

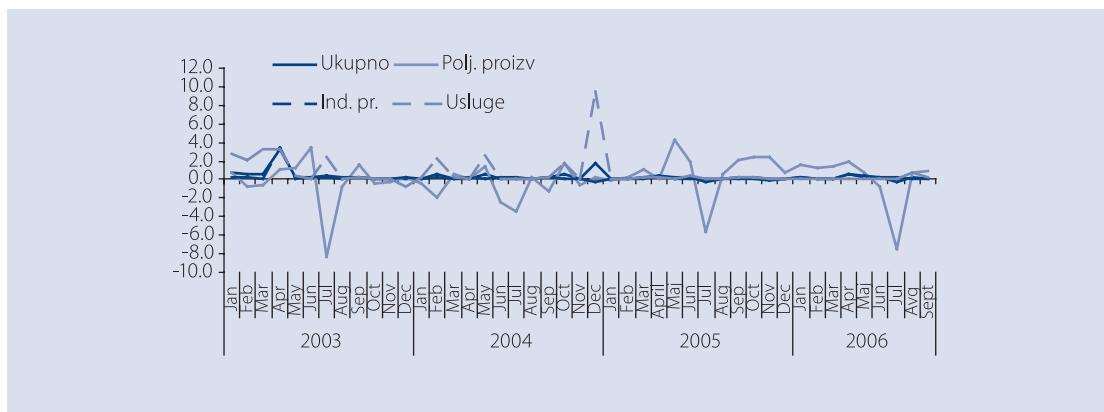


Izvor: Monstat i "Monthly oil market reports", OPEC

Ovakva kretanja cijena pojedinih roba i usluga u trećem kvartalu oprimjelila su inflaciju od 1,7% za prvi devet mjeseci ove godine. Cijene roba bile su više za 1,8% a cijene usluga za 1,4%. Najveće učešće u inflaciji u prvi devet mjeseci ove godine imale su cijene "tečnih goriva i

maziva", iako je njihovo učešće smanjeno sa 42% u junu na 26% u septembru. Slijede cijene pojedinih industrijskih prehrambenih proizvoda (rast cijena šećera učestvovao je u ukupnoj inflaciji sa 18%, a rast cijena svježeg mesa sa 16%).

Grafik br. 4 – Cijene na malo, mjesečna stopa rasta



Izvor: Monstat

Tabela br. 2 - Učešće pojedinih grupa (roba i usluga) u inflaciji

Ukupno	Ponder	Stopa rasta	Učešće u uk. inflaciji VI 2006. XII 2005.	Učešće u uk. inflaciji IX 2006. XII 2005.
UKUPNO	10000	1,72%	100%	100%
ROBE	8040	1,79%	95%	83,7%
Poljoprivredni proizvodi	445	0,34%	18%	0,8%
Industrijski proizvodi	7595	1,88%	76%	83%
Industrijski prehr. proiz	2518	2,98%	32%	44%
Pića	552	0,46%	-0,4%	1,5%
Duvan	493	0,0%	0%	0%
Industr. neprehr. proiz	4032	1,62%	44%	39%
Tečna goriva i maziva	690	6,51%	42%	26%
USLUGE	1960	1,42%	5%	16,3%
Zanatske usluge	355	0,51%	0,2%	1,0%
Stanbeno komunalne	303	6,26%	0,0%	11,0%
Finansijske i druge	118	3,95%	3%	2,7%
Usl. za obrazovanje	128	1,09%	0,9%	0,8%
Usl. društvene zaštite	103	0,0%	0%	0%
Saobr. i PTT usluge	953	0,1%	0,6%	0,5%

Izvor: Monstat i kalkulacije CBCG

Godišnja stopa rasta cijena na malo nakon drugog kvartala nije rasla već se u prva dva mjeseca trećeg kvartala održala na nivou sa kraja prvog kvartala (2,3%), da bi u septembru zabilježila sniženje za šest procentnih poena (1,7%), zbog nižih cijena tečnih goriva i maziva. Cijene ove kategorije u septembru su bile niže za 1,6% u odnosu na isti mjesec prethodne godine.

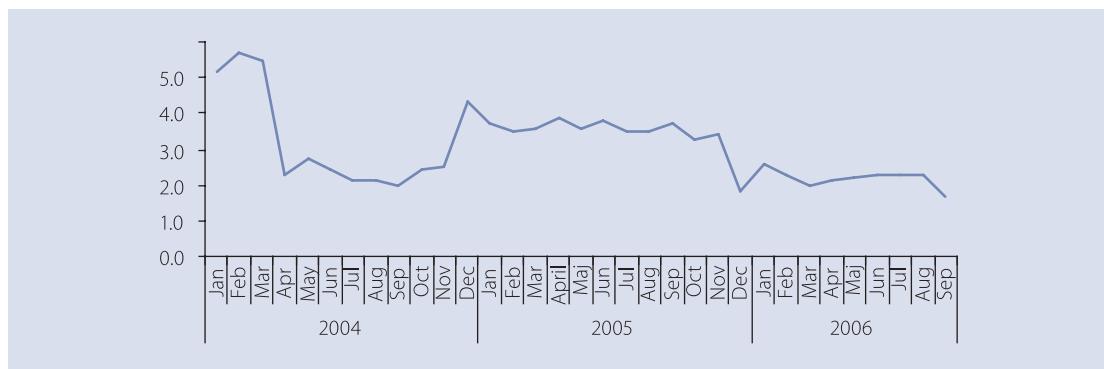
Troškovi života su porasli za 1,7% tokom prvih devet mjeseci ove godine, pri čemu je godišnja stopa rasta troškova života iznosila 2,7% u septembru o.g.

Najveći rast za prvih devet mjeseci ove godine bilježe izdaci za stan, izdaci za saobraćaj i PTT, zatim izdaci za ishranu i izdaci za kulturu i

razonodu (3%, 2,9%, 2,2% i 2,2% respektivno). Rast ispod prosjeka zabilježen je kod izdataka za ogrijev i osvjetljenje (1%), higijenu i zdravlje (0,5%), pokućstvo (0,4%), duvan i piće (0,4%) i izdaci za odjeću i obuću (0,2%).

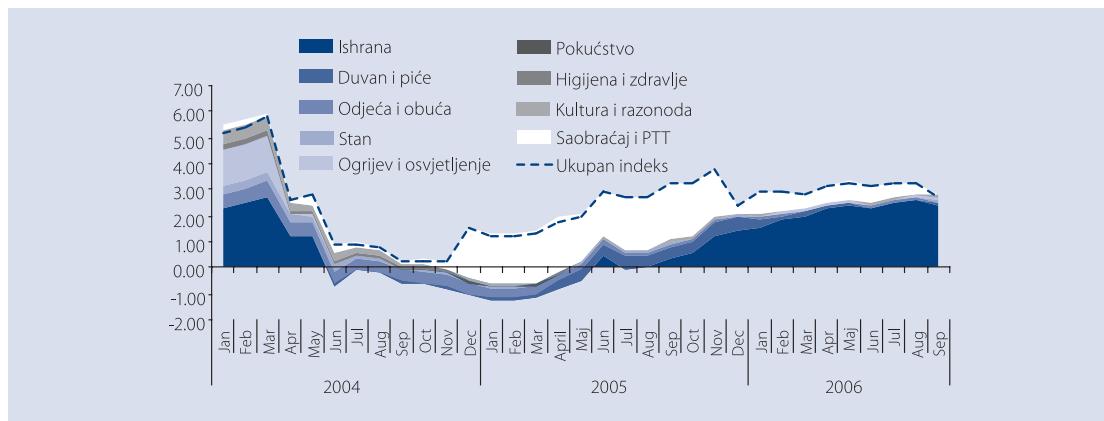
Cijene proizvođača industrijskih proizvoda nastavile su rast i u trećem kvartalu ove godine, pri čemu je ostvareni rast bio brži od rasta cijena na malo i troškova života. Prosječna mjesečna stopa rasta za prvih devet mjeseci ove godine iznosila je 0,39%, dok je porast na kraju septembra, u odnosu na kraj prethodne godine iznosio 3,5%. Posmatrano po namjeni, tokom devet mjeseci o.g., cijene robe za ličnu potrošnju porasle su za 5,2%, cijene materijala za reprodukciju za 2,7%, dok su cijene sredstava za rad ostale nepromijenjene.

Grafik br. 5 – Cijene na malo, godišnja stopa rasta



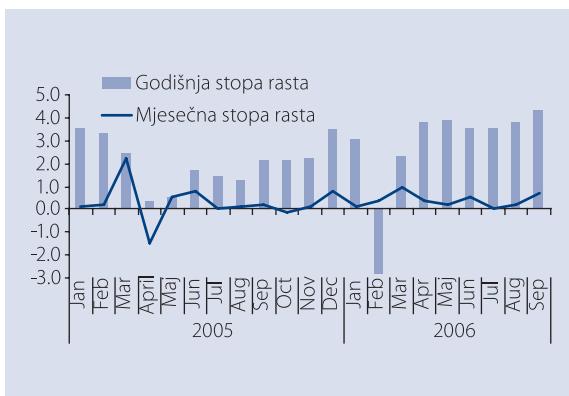
Izvor: Monstat

Grafik br. 6 – Komponente indeksa troškova života: doprinos godišnjoj stopi rasta (u indeksnim poenima)



Izvor: Monstat i CBCG kalkulacije

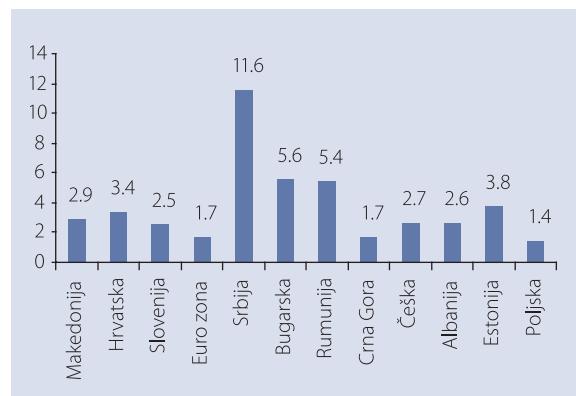
Grafik br. 7 - Cijene proizvođača industrijskih proizvoda



Izvor: Monstat

Na rast cijena robe za ličnu potrošnju uticale su više cijene u pojedinim granama prerađivačke industrije, prije svega cijene tekstila i tekstilnih proizvoda (30,5%) i cijene prehrabnenih proizvoda i pića (5,1%). Takođe, u prerađivačkoj industriji zabilježene su više cijene drveta i proizvoda od drveta (8,9%) i hemikalija i hemijskih proizvoda (2,3%). Pad cijena (1,9%) registrovan je kod proizvodnje osnovnih metala.

Grafik br. 8 – Godišnja inflacija u izabranim zemljama, septembar 2006. godine



Izvor: Nacionalni zavodi za statistiku i ECB

Poređenjem inflacije (godišnja stopa inflacije) u Crnoj Gori sa ostvarenom inflacijom izabralih zemalja Jugoistočne Evrope i novim članicama Evropske unije pokazuje da je Poljska imala nižu stopu inflacije, dok je u ostalim zemljama zabilježena viša inflacija od one u Crnoj Gori.

Takođe, stopa inflacije u Crnoj Gori u posljednja dva mjeseca se izjednačila sa inflacijom u euro zoni. U septembru je i u euro zoni ostvarena inflacija iznosila 1,7%

Grafik br. 9 – Inflacija u Crnoj Gori i euro zoni od uvođenja eura (godišnje stope promjene)



Izvor: Monstat i Evropska centralna banka

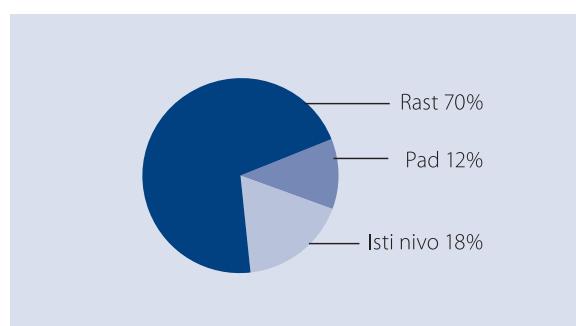
3. INFLACIONA OČEKIVANJA

I u trećem kvartalu ove godine inflaciona očekivanja menadžera banaka su se zadržala na visokom nivou. U oktobru je samo jedna banka očekivala pad inflacije u 2006. godini, nepromijenjen nivo takođe jedna banka, dok je rast inflacije očekivalo osam banaka.

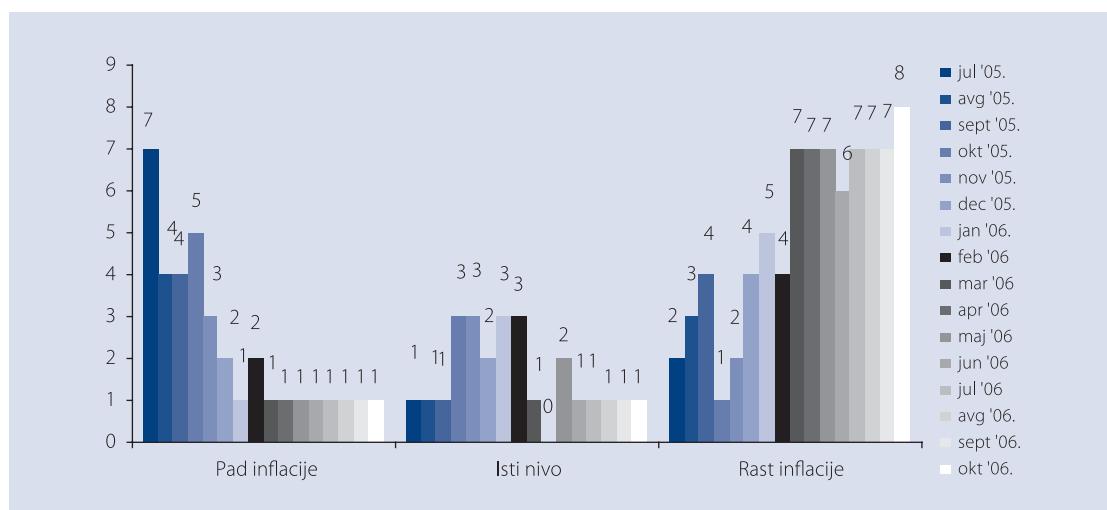
Očekivanja preduzeća koja se kotiraju na berzi bila su slična očekivanjima banaka, tj. 70% ukupno anketiranih preduzeća očekuje višu inflaciju u ovoj godini, njih 18% očekuju isti nivo inflacije, dok nižu inflaciju očekuje 12% anketiranih preduzeća (grafik br. 11).

Kada je u pitanju visina inflacije, pet banaka očekuje stopu inflacije između 2% i 3%, četiri banke očekuju između 3% i 4%, dok jedna banka očekuje inflaciju do 1%.

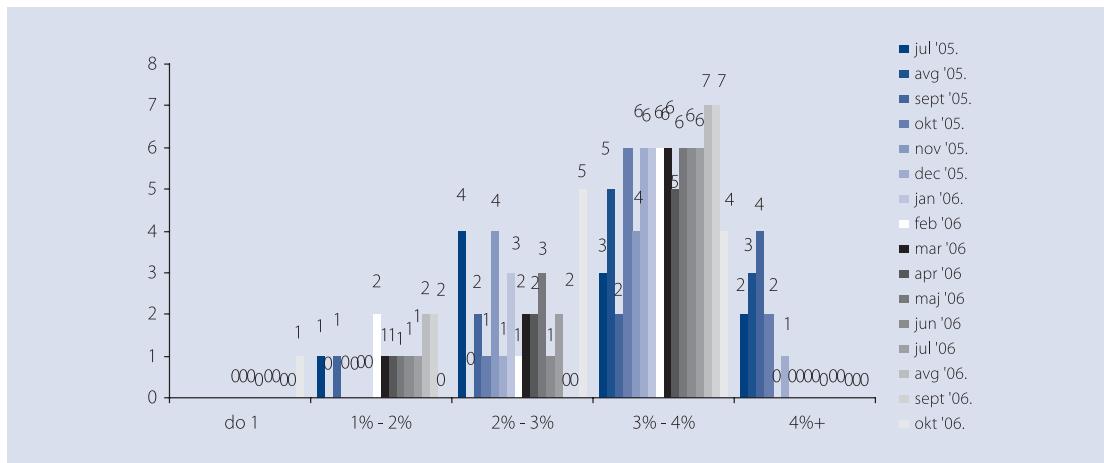
**Grafik br. 11 - Inflaciona očekivanja
(uzorak preduzeća koja se kotiraju na berzi)**



Grafik br. 10 - Inflaciona očekivanja (uzorak banke)



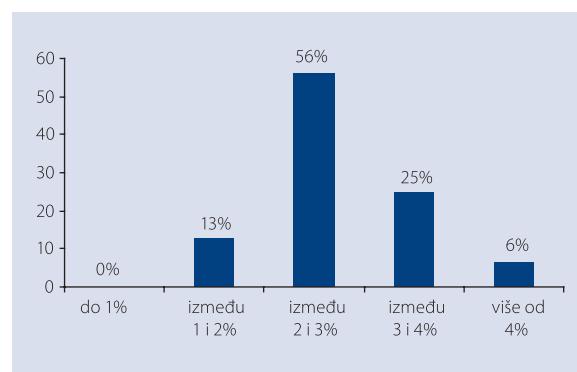
Grafik br. 12 – Očekivana visina inflacije (uzorak banke)



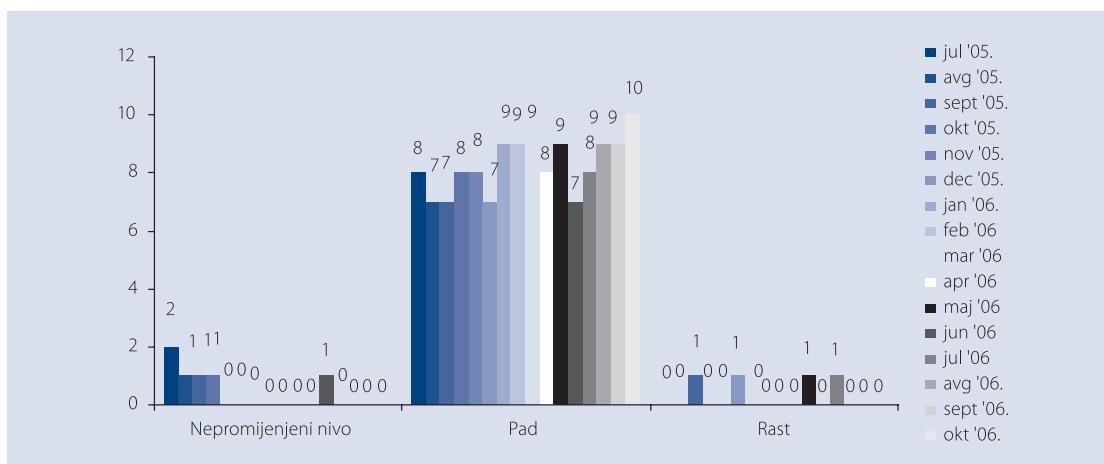
Grafik br. 13 – Očekivana visina inflacije (uzorak preduzeća koja se kotiraju na berzi)

Kod anketiranih preduzeća očekivana visina inflacije nešto je smanjena u odnosu na prethodni izvještaj, pa najviše preduzeća očekuje inflaciju između 2% i 3% (grafik br. 13). Ukoliko posmatramo oba uzorka onda je najveća vjerovatnoća da će očekivana stopa inflacije biti u rasponu od 2% do 3%. Stopu inflacije u ovom rasponu očekuje pet banaka (50%) i 56% anketiranih preduzeća.

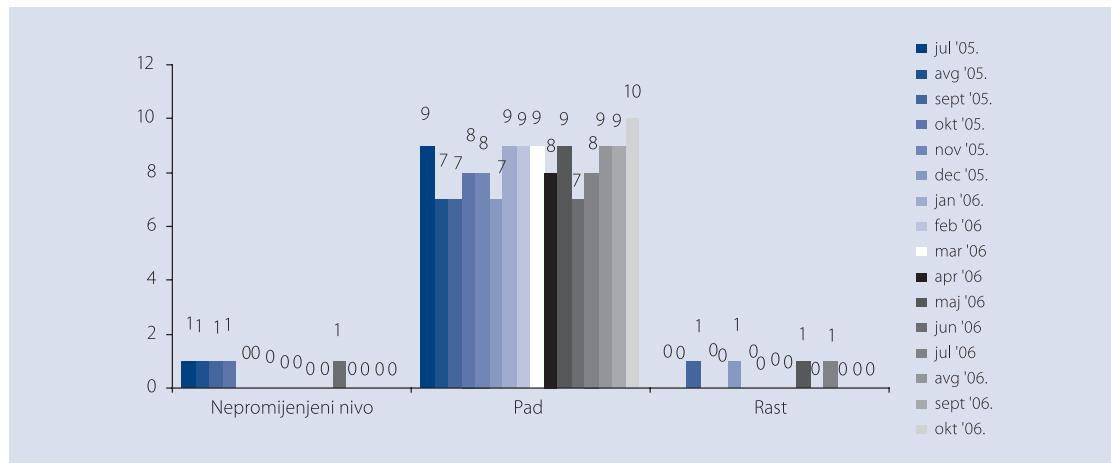
U oktobru je svih deset banaka iskazalo da očekuje pad aktivnih kamatnih stopa, kako nominalnih tako i efektivnih (grafik br. 14 i grafik br. 15).



Grafik br. 14 – Očekivanja u pogledu kretanja nominalnih kamatnih stopa



Grafik br. 15 – Očekivanja u pogledu kretanja efektivnih kamatnih stopa



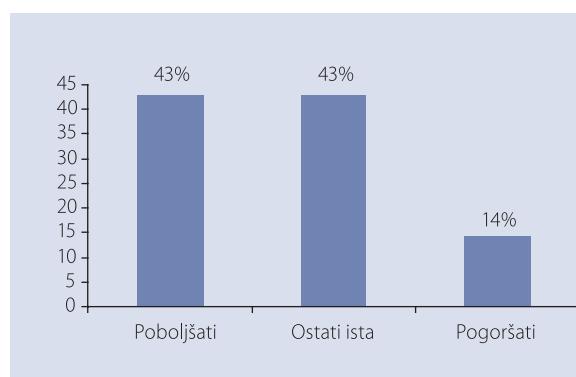
Grafik br. 16 – Konjunkturni indikator

Za potrebe izračunavanja inflacionih očekivanja koristimo konjunkturni indikator (crna linija na grafiku br. 16). On se dobija kao razlika između broja banaka koje očekuju rast inflacije (plavi stubići) i broj banaka koje očekuju pad inflacije (crveni stubići). Ukoliko konjunkturni indikator ima negativnu vrijednost u narednom periodu se očekuje opadanje stope inflacije. Ukoliko ima pozitivnu vrijednost u narednom periodu se može očekivati rast inflacije. Ukoliko ima nultu vrijednost u narednom periodu se očekuje nepromijenjena stopa inflacije. Što je njegova vrijednost više negativna to su inflaciona očekivanja niža, a viša pozitivna vrijednost predstavlja viši nivo inflacionih očekivanja. Sa grafika je jasno da su u ovoj godini postojala znatno viša inflaciona očekivanja nego u prethodnoj godini.

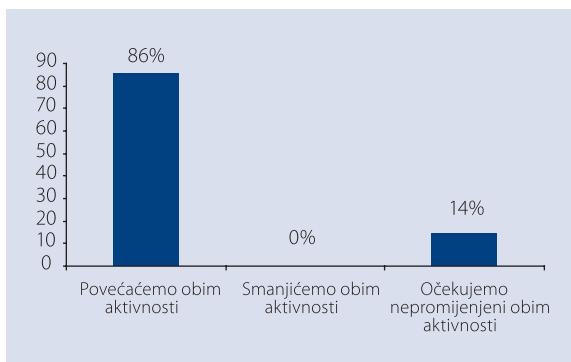
Rezultati ankete preduzeća pokazuju da većina anketiranih preduzeća očekuje poboljšanje, odnosno nepromijenjenu poslovnu klimu u narednom periodu (po 43%), dok svega 14% anketiranih preduzeća očekuje pogoršanje poslovne klime u narednom periodu (grafik br. 17).

U skladu sa očekivanjem poboljšanja ili nepromijenjene poslovne klime, nijedno od anketiranih preduzeća ne planira smanjenje obima aktivnosti u narednom periodu (grafik br. 18). Tako 86% anketiranih je mišljenja da će se obim proizvodnje povećati, a 14% vjeruje da će obim proizvodnje (pružanje usluga) ostati nepromijenjen u narednom periodu.

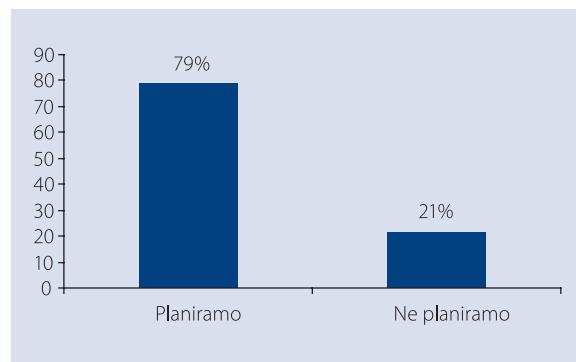
Grafik br. 17 - Očekivana poslovna klima u 2006. godini



Grafik br. 18 - Očekivani nivo obima proizvodnje (pružanja usluga) u 2006. godini



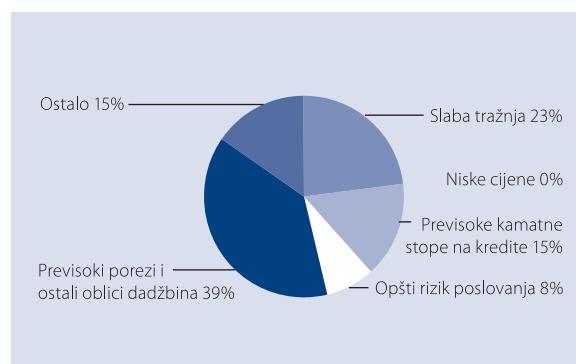
Grafik br. 19 - Očekivane nove investicije u 2006. godini



Većina anketiranih preduzeća takođe planira i nove investicije. Od ukupno anketiranih preduzeća, 79% planira nove investicije u ovoj godini, dok 21% ne planira nove investicije.

Kao najveću prepreku povećanju aktivnosti, najveći broj ispitanika vidi previsoke dažbine (39%) i slabu tražnju (23%). Takođe, prema mišljenju anketiranih preduzeća, bitne prepreke povećanja poslovne aktivnosti predstavljaju opšti rizik poslovanja (8%) i visoke aktivne kamatne stope (15%). Grafik br. 20

Grafik br. 20 - Prepreke povećanju obima aktivnosti



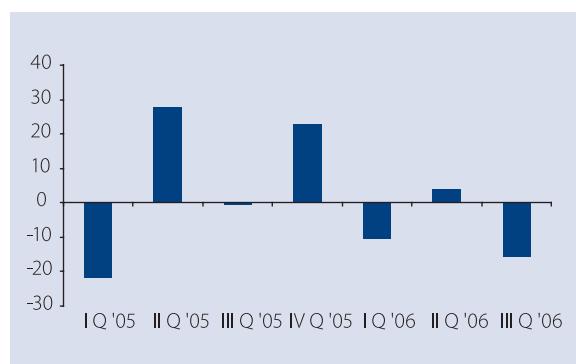
4. DETERMINANTE INFLACIJE

4.1 TRAŽNJA

Agregatna tražnja je opala u trećem kvartalu ove godine u odnosu na pret-hodni kvartal. Tražnja sektora stanovništva je opadala u trećem kvartalu i bila je, posmatrano po mjesecima, niža u odnosu na tražnju ostvarenu u drugom kvartalu ove godine. Tražnja sektora privrede je bila značajno smanjena u prva dva mjeseca trećeg kvartala pod uticajem pozitivnog efekta turističke sezone, da bi u poslednjem mjesecu trećeg kvartala tražnja ovog sektora ponovo zabilježila porast, dok se tražnja sektora države u trećem kvaralu može okarakterisati kao stabilana.

Nivo i stopa rasta aggregatne tražnje u trećem kvartalu ove godine bili su niži u odnosu na stanje i stopu rasta ostvarene u trećem kvartalu prošle godine.

Grafik br. 22 – Kvartalne stope rasta aggregatne tražnje



Grafik br. 21 – Agregatna tražnja, u 000 eura



Boks br. 1 – Metodologija računanja agregatne tražnje

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

$$AD = C + I + G$$

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

I = -neto štednja privrede (depoziti – krediti)

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

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

4.1.1. Kretanje plata i ostale raspoložive determinante tražnje

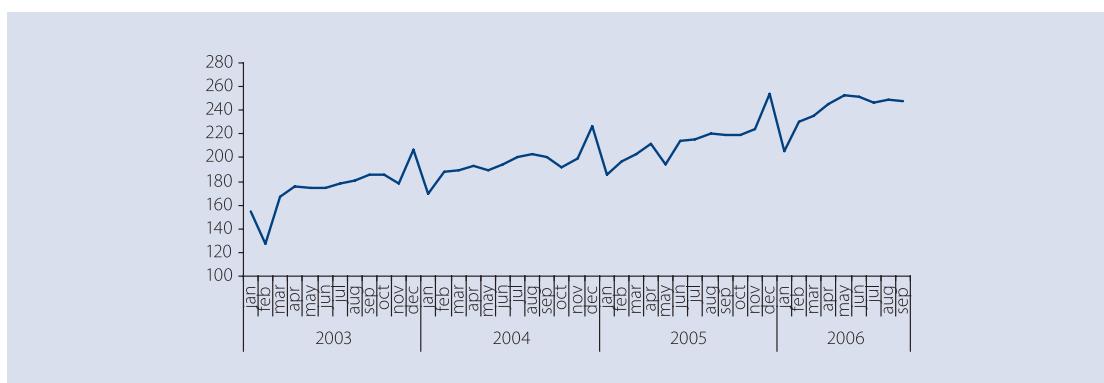
Prosječna zarada bez poreza i doprinosa u Crnoj Gori je na kraju trećeg kvartala ove godine bila niža nego na kraju prethodne godine.

Pad prosječne zarade karakterisao je prvi kvartal, u drugom kvartalu zabilježen njihov porast, da bi u trećem kvartalu ove godine opet došlo do njihovog pada. Prosječna zarada bez poreza i doprinosa iznosila je

248,34 eura na kraju septembra i bila je viša za 13,2% u odnosu na isti period prethodne godine, dok je sniženje u odnosu na kraj prethodne godine iznosilo 2,1%.

Prosječna zarada za devet mjeseci ove godine iznosila je 240,8 eura. Posmatrano po kvartalima, najviša prosječna zarada zabilježena je u drugom

Grafik br. 23 - Prosječne zarade bez poreza i doprinosa u Crnoj Gori



Izvor: Monstat

kvartalu kada je iznosila 250,1 eura, dok je najniži prosjek zabilježen u prvom kvartalu (223,71 eura). Prosječna zarada u trećem kvartalu ove godine bila je niža od prosjeka u drugom kvartalu za 0,8%, dok je porast u odnosu na prosjek prvog kvartala iznosio 10,9%.

Ukoliko uzmemo u obzir troškove života, tj. kretanje zarada posmatrano u realnim iznosima, zaključuje se da su od februara do maja zarade rasle, kao i u avgustu, dok je u ostalim mjesecima (januaru, junu, julu i septembru) zabilježen njihov realan pad (za 19,54%, 0,7%, 0,8% i 0,38% respektivno).

Prva tri kvartala ove godine karakterisao je konstantran rast zaduženja stanovništva po osnovu **kredita** od banaka. Prosječni mjesecni rast zaduženja stanovništva po ovom osnovu iznosio je 9,3% za prva tri kvartala ove godine, pri čemu je najveći mjesecni rast zabilježen na kraju marta (16,3%). Posmatrano po kvartalima, najveći prosječni rast ostvaren je u drugom kvartalu (10,9%), dok je prosječni mjesecni rast u trećem kvartalu iznosio 9,7%. Dug stanovništva po osnovu kredita od banaka iznosio je 231,7 miliona eura na kraju septembra ove godine, što je bilo za 151,4% više nego na kraju istog mjeseca prethodne godine, dok je porast za devet mjeseci ove godine iznosio 122,1%. Rast za tri mjeseca (stanje duga na kraju trećeg u odnosu na kraj drugog kvartala) ove godine iznosio je 32,2%.

Pored duga stanovništva prema bankama po osnovu kredita, povećan je i njihov dug prema mikrokreditnim finansijskim institucijama kojima su dugovali 25,4 miliona eura na kraju trećeg kvartala, tako da je

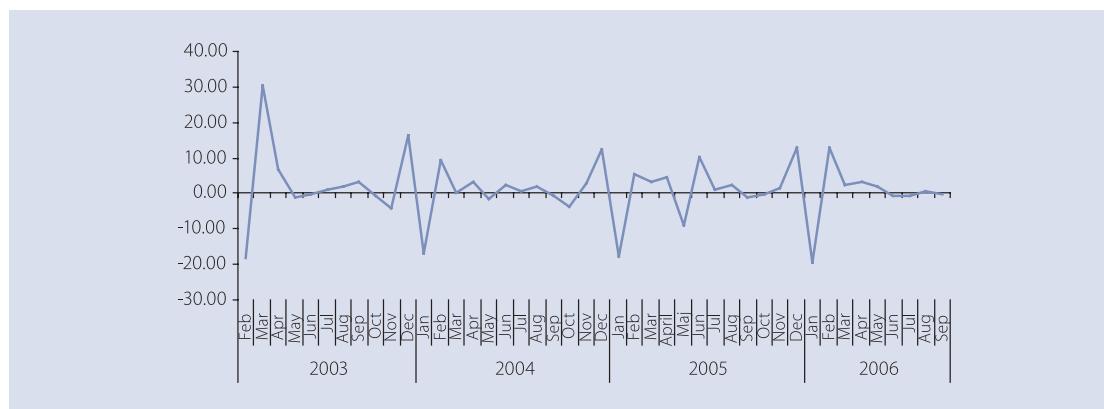
ukupan dug stanovništva per capita iznosio 414,63 eura na kraju trećeg kvartala.

Depoziti stanovništva su, takođe, zabilježili konstantan rast tokom prva tri kvartala ove godine i na kraju septembra su iznosili 351,8 miliona eura što je bilo iznad nivoa duga stanovništva po osnovu kredita od banaka. Stanovništvo i dalje predstavlja neto štedišu, pri čemu je odnos kredita i depozita stanovništva iznosio 0,66 na kraju septembra. Visoke mjesecne stope rasta depozita stanovništva ne mogu biti objašnjene samo pozitivnim stopama rasta zarada stanovništva, s obzirom da su, posebno u trećem kvartalu ove godine, stope rasta zarada bile ili negativne ili mnogo niže od stope rasta depozita (Grafik br. 26). Takođe, u trećem kvartalu ove godine, zabilježene su i visoke stope rasta kredita stanovništvu iako su bile niže u odnosu na stope rasta depozita stanovništva.

Grafik br. 25 - Krediti stanovništву, u 000 eura

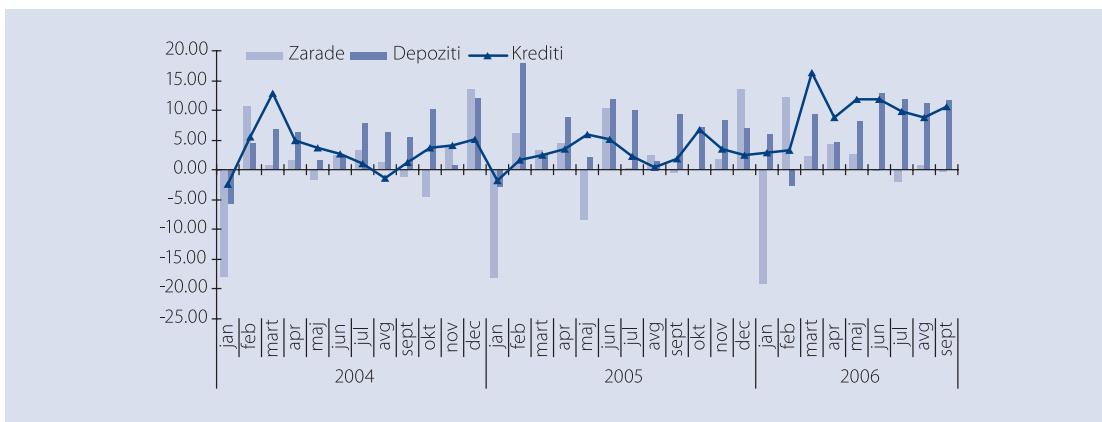


Grafik br. 24 - Realne zarade (mjesecna stopa rasta)



Izvor: Monstat

Grafik br. 26 - Zarade, depoziti i krediti stanovništva, mjesečna stopa rasta

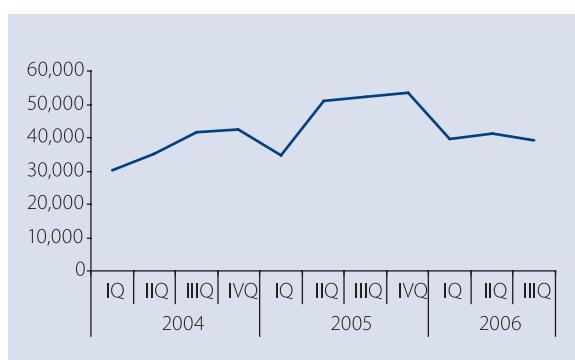


Izvor: CBCG i Monstat

Još jedan izvor finansiranja potrošnje stanovništva predstavlja **priliv sredstava iz inostranstva**.

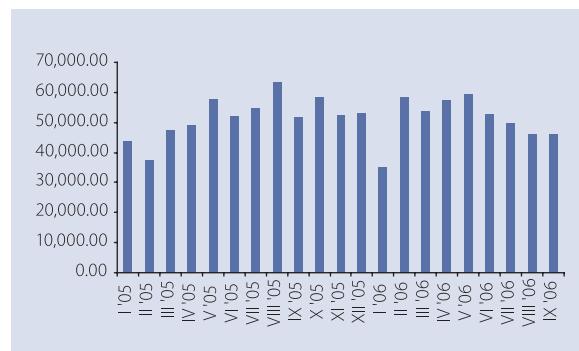
Statistika platnog bilansa pokazuje da je priliv sredstava iz inostranstva fizičkim licima u trećem kvartalu 2006. godine bio niži za 4,4% u odnosu na drugi kvartal, dok je sniženje priliva sredstava iz inostranstva po ovom osnovu u periodu januar–septembar ove godine u odnosu na isti period prethodne godine iznosilo 12,9%. Ovaj priliv obuhvata kompenzacije zaposlenima, penzije, doznake i ostale transfere, i utiče na veću potrošnju stanovništva.

Grafik br. 27 - Priliv sredstava iz inostranstva stanovništvu



Izvor: CBCG

Grafik br. 28 – Tražnja stanovništva



4.1.2. Analiza Budžeta

Prema podacima Ministarstva finansija za devet mjeseci ove godine, ukupni budžetski primici iznosili su 407,8 miliona eura, što je u odnosu na planirane više za 6%. Posmatrajući budžetske prihode ostvarene za isti period 2005. godine, koji su bili značajno viši (437,3 mil. eura) bez privatizacionih prihoda od prodaje Telekoma, uočava se porast budžetskih prihoda u odnosu na uporedni period prethodne godine za 25%, što je pozitivno i u skladu sa utvrđenom politikom u fiskalnoj sferi.

U strukturi budžetskih primic rast ostvarili su tekući prihodi sa učešćem od 97,4% u ukupnom budžetu ili 397 miliona eura, što predstavlja povećanje za 27,4% u odnosu na isti period 2005. godine, i rezultat je povećanih prihoda od poreza i naknada naročito tokom

Ijetnih mjeseci, kada su ostvareni i najveći prihodi. Primici po osnovu prodaje imovine iznosili su tri miliona eura, što je za 55% manje u odnosu na plan, dok su primici od otplate kredita koje su koristili javna preduzeća, pojedinci i druge institucije zabilježili rast za skoro pet puta u odnosu na isti prošlogodišnji period i iznosili su sedam miliona eura. Istovremeno, prvi devet mjeseci 2006. godine karakterisao je nizak nivo uzetih pozajmica i kredita u iznosu od svega jedan milion eura, ili 25% od planiranog iznosa, što je pozitivno i u skladu sa preporkušma MMF-a (u istom periodu 2005. godine one su iznosile 10,7 miliona eura). Prihodi po osnovu donacija i transfera bili su neznatni i iznosili su svega dvadeset šest hiljada eura (planirana sredstva po ovom osnovu iznosila su 4 miliona eura).

Tekući prihodi budžeta porasli su po osnovu prihoda od poreza koji su u periodu januar – septembar ove godine nastavili trend rasta i iznosili su 362,5 miliona eura ili 91% izvornih budžetskih prihoda, što je za 25,3% više u odnosu na uporedni period prethodne godine. Rastu prihoda od poreza doprinio je snažan priliv prihoda od poreza na dodatu vrijednost i akciza, u ukupnom iznosu od 254 miliona eura, što je za 32% veći iznos u odnosu na isti period u 2005. godini. Prihodi od PDV-a učestvuju sa 55% u prihodima od poreza ili 50,4% u tekućim budžetskim prihodima. U strukturi poreza evidentno je povećanje kod svih kategorija poreza osim kod poreza na zarade zaposlenih kod kojih je ostvarenje bilo niže za 1% i poreza na dobit pravnih lica za 15% mada treba očekivati porast prihoda po ovom osnovu, primjenom snižene stope od 9% od 01. januara 2006. godine. Ovome idu u prilog podaci Poreske uprave da je broj poreskih prijava o porezu na dobit preduzeća, od strane poreskih obveznika povećan za 6% u odnosu na 2004. godinu. U odnosu na uporedni period povećani su prihodi od poreza na međunarodnu trgovinu i transakcije (carine) za 37%, što je posljedica rasta uvoza roba u toku ljetnih mjeseci, kao i pojačane ekspanzije građevinskih radova. Povećana prodaja nekretnina po raznim osnovama, uticala je na povećanje prihoda od poreza na promet nepokretnosti i prava za 149%, dok su ostali republički porezi zabilježili rast od 21%.

Prihodi od taksi (administrativne, sudske, registracione, boravišne i ostale takse), iznosili su deset miliona eura, što je povećanje od 102% u odnosu na isti period prethodne godine, ali i povećanje u odnosu na plan za 30%. Od raznih naknada i ostalih republičkih prihoda u ovom periodu naplaćeno je 24 miliona eura ili 38% više i njihovo učešće u te-

kućim prihodima iznosilo je 6%, pri čemu su značajno porasli prihodi od naknada za čak tri puta, dok su ostali republički prihodi i dalje znatno ispod planiranih.

Rast budžetskih prihoda u periodu januar-septembar bilježi kontinuitet što ukazuje na veoma uspješnu turističku sezonu koju smo imali ove godine, kao i na pozitivne efekte poreskih olakšica koje je Vlada Republike Crne Gore donijela tokom 2004. godine, smanjenjem stopa oporezivanja prihoda građana i preduzeća, kao i implementacijom više zakona u oblasti fiskalne politike od januara 2006. godine. (Zakon o izmjenama i dopunama zakona o akcizama, Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o PDV-u¹, Zakon o carinskoj tarifi kao i Zakon o objedinjenoj registraciji i sistemu izvještavanja o obračunu i naplati poreza i doprinosa). Značajno povećanje prihoda po osnovu PDV-a za devet mjeseci ove godine, u odnosu na isti prošlogodišnji period, pored činjenice da je uvedeno oporezivanje nekih proizvoda koji su u prethodnoj godini bili oslobođeni od oporezivanja, govori o povećanju ekonomskog angažovanju poreskih i carinskih službi i potvrđuje činjenicu da je prihod od PDV-a značajan izvor budžetske likvidnosti i stabilnosti. Takođe, očekuje se da će se kontinuirani rast prihoda od PDV-a nastaviti, i da će sa prihodima od poreza po drugim osnovama obezbijediti nadoknada smanjenja budžetskih prihoda po osnovu poreza na dohodak fizičkih lica. Naime, predlogom Zakona o izmjenama i dopunama zakona o porezu na dohodak fizičkih lica predlaže se sniženje poreskih stopa sa progresivnih 15, 19 i 23 odsto, na jedinstvenu od 9 odsto. Uvođenje proporcionalnog oporezivanja zarada zaposlenih imalo bi pozitivne efekte u cilju stvaranja povoljnijih uslova za privredni razvoj, podsticaj preduzetništva, zapošljavanje novih radnika, što su i opredeljenja sadržana u Agendi ekonomskih reformi.

U periodu januar – septembar 2006. godine prema podacima Ministarstva finansija realizovani su rashodi budžeta u iznosu od 406,3 miliona eura i bili su za jedan i po milion eura manji od primitaka. U odnosu na planirane bili su viši za 2%, dok su u odnosu na isti period prethodne godine bili neznatno veći.

U strukturi ukupnih budžetskih izdataka visoko učešće od 46% ili 185 miliona eura imaju tekući izdaci budžeta. U odnosu na planirane ovi izdaci su bili niži za 9%, što je pozitivno i ukazuje na racionalno tro-

¹ Izmjenom ovog Zakona uvedeno je plaćanje PDV-a na proizvode na koje se PDV nije plaćao do 1. januara 2006. god. (proiz. za ljudsku ishranu, udžbenici i nastavna sredstva, štampa, lječkovi, razne usluge i dr.)

4.1.3. Privreda

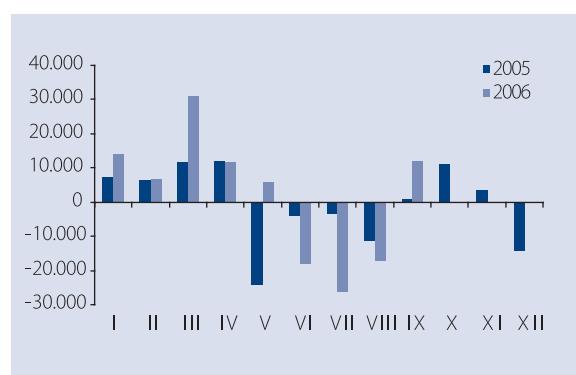
šenje sredstava, ali su u poređenju sa istim prošlogodišnjim periodom bili viši za 4%. Po osnovu transfera institucijama, pojedincima, nevladiniom i javnom sektoru, kao i transfera za socijalnu zaštitu kumulativno je izdvojeno 119 miliona eura ili 29% ukupnih izdataka, što objezbjeđuje visok nivo socijalne, zdravstvene zaštite kao i uredno izmirivanje obaveza po osnovu penzijskog i invalidskog osiguranja. Najveće učešće u ovoj kategoriji imali su izdaci namijenjeni socijalnom osiguranju u iznosu od 90 miliona eura i bili su na nivou planiranih sredstava, dok su transferi za socijalnu zaštitu bili viši od plana za 11% i iznosili su 29 miliona eura. Za kapitalne izdatke izdvojeno je 5,2% ukupnih izdataka ili 21 milion eura. U odnosu na planirane ovi izdaci bili su niži za 25%, ali su u poređenju sa istim periodom prethodne godine zabilježili rast od 47%. Najznačajniji dio ovih sredstava utrošen je na infrastrukturu od opštег i lokalnog značaja, dok je mnogo manje utrošeno na građevinske objekte, opremu i ostalo. Država je otplatila duga u iznosu od 24 miliona eura rezidentima, nerezidentima i po osnovu stare devizne štednje što je 165% više od plana ili tri i po puta više u odnosu na 2005. godinu. Za obaveze iz prethodnih godina izdaci su iznosili 35 miliona eura, i porasli za četiri puta u odnosu na isti prošlogodišnji period dok su u odnosu na plan bili viši za 69%. Pozajmice i krediti koje je Vlada dodjelila iznosili su 6 miliona eura i bile su iznad plana za 10%. Ova sredstva koristile su nefinansijske institucije (3 mil.eura), pojedinci (1 mil.eura) i ostali (2 mil.eura). Po osnovu garancija u zemlji i inostranstvu plaćeno je 1 milion eura ili 30% manje od plana. Za budžetske rezerve (stalne i tekuće) izdvojeno je 16 miliona eura, što je 35% više od plana, ali i 27% više u odnosu na januar-septembar 2005. godine.

Po osnovu bruto zarada i doprinosu kao najvećoj rashodnoj stavci i za ostala lična primanja u periodu januar-septembar 2006. godine, izdvojeno je 120 miliona eura što iznosi 30% ukupnih rashoda. Ostale kategorije na strani tekućih izdataka (rashodi za materijal i usluge, ostali izdaci, tekuće održavanje renta i subvencije), bilježe značajno smanjenje u odnosu na planirane izdatke za devet mjeseci 2006 godine, što je pozitivan trend. Ovi izdaci kumulativno iznosili su 52 miliona eura, sa učešćem od 12% u ukupnim rashodima. Za obaveze po osnovu kamata izdvojeno 13 miliona eura ili 12% više od plana. Zahvaljujući visokom rastu tekućih budžetskih prihoda i ostvareni budžetski deficit od 21,5 miliona eura za devet mjeseci ove godine, omogućili su finansiranje budžetske potrošnje iz realnih izvora i redovno servisiranje obaveza prema međunarodnoj zajednici.

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

Grafik br. 29 ukazuje na postojanje trenda u slučaju neto zaduženosti privrede. Naime, kao i prethodne godine (sa odstupanjem u maju), u prvih pet mjeseci ove godine, odnosno u mjesecima prije glavne turističke sezone, sektor privrede predstavlja neto dužnika. U tom periodu, krediti koje koristi sektor privrede iznad su nivoa njihovih depozita, kao rezultat veće tražnje za novčanim sredstvima neophodnim za bolju pripremu za predstojeću turističku sezonu. Sezonski karakter depozita i kredita sektora privrede evidentan je i u mjesecima glavne turističke sezone, kada sektor privrede smanjuje tražnju za novčanim sredstvima tj. kreditima, a povećava depozite (povećan priliv sredstava kao pozitivan efekat turizma). Ukoliko se nastavi trend iz prethodne godine, u prva dva mjeseca četvrtog kvartala ove godine možemo očekivati da će sektor privrede imati poziciju neto dužnika, a u decembru, kao rezultat pozitivnog efekta zimske turističke sezone, sektor privrede će predstavljati neto štedišu.

Grafik br. 29 – Neto zaduženost privrede, u 000 eura



4.1.4. Eksterna tražnja i tekući račun platnog bilansa

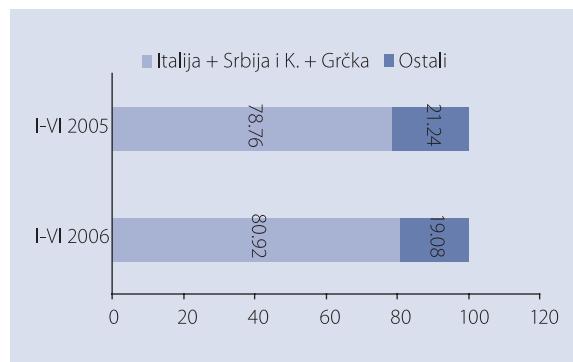
U prvom polugodištu 2006. godine ostvaren je deficit na tekućem računu od 286,4 miliona eura ili 37,9% BDP. Povećanje negativnog salda tekućeg računa za 82,6%, u odnosu na isti period 2005. godine, uglavnom je rezultat daljeg rasta neravnoteže u robnoj razmjeni sa ino-

stranstvom, pri čemu je ostvareni rast spoljnotrgovinskog deficit bio brži u drugom polugodištu od rasta u prvom polugodištu ove godine. Izvoz u periodu januar–jun 2006. godine iznosio je 260,7 miliona eura ili 10,4% više u odnosu na isti period prethodne godine². Rast tražnje za inostranim proizvodima rezultirao je ukupnim robnim uvozom od 614,1 milion eura ili 26,4% više u odnosu na uporedni period prethodne godine. Vodeći izvozni proizvod i dalje je aluminijum i proizvodi na bazi aluminijuma, sa 55,2% učešća u ukupnom izvozu, što je za 1,3% manje nego u istom periodu prošle godine. Slijedi izvoz gvožđa i čelika sa učešćem od 9% i mineralna ulja i goriva sa učešćem od 6,1%. U strukturi uvoza u prvoj polovini godine najviše su zastupljena Mineralna goriva i ulja sa 13,5%, zatim Vozila sa 11% i Kotlovi, mašine i mehanički uređaji sa 8%. Najznačajniji rast uvoza ostvaren je kod vozila i to za 97% ili 33,2 miliona eura. Posmatrano po zemljama najviše je robe izvezeno u Italiju, Srbiju i Kosovo i Grčku, istovremeno je najviše uvezeno iz Srbije i Kosova, Njemačke i Italije.

Zahvaljujući bržem godišnjem rastu uvoza od rasta izvoza, pogoršao se pokazatelj pokrivenosti uvoza izvozom, koji je iznosio 42,4% ili za 6,2 indeksna poena manje nego u istom periodu 2005. godine. Takođe, pogoršan je i spoljnotrgovinski deficit, koji je iznosio 353,4 miliona eura ili 41,6 posto više nego u istom periodu prošle godine. Ukupno ostvarena robna razmjena u ovom periodu iznosila je 874,8 miliona eura što ukazuje na rast ukupnog obima robnog prometa Crne Gore sa inostranstvom za 21,2%. Stepen pokrivenosti uvoza izvozom roba iznosio je 42,4%, što je za 6,2 indeksna poena manje nego u istom periodu 2005. godine.

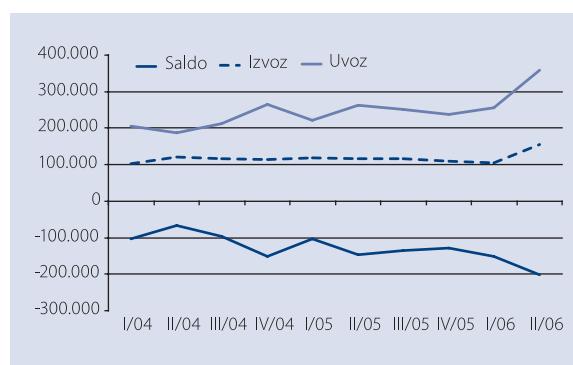
Nasuprot tome, u međunarodnoj razmjeni usluga tokom prvih šest mjeseci ove godine zabilježen je značajan rast obima razmjene za 52,93% posmatrano u odnosu na isti period 2005. godine. Ukupni obim razmjene usluga u periodu januar – jun 2006. godine iznosio je 212,3 miliona eura. Suficit ostvaren u ovom periodu iznosio je 3,5 miliona eura, što je za 17,3 miliona eura manje od suficita ostvarenog u uporednom periodu prošle godine. Razlog smanjenja suficita jeste brži rast ukupnih rashoda od rasta ukupnih prihoda u oblasti usluga. Rashodi od usluga su u prvom polugodištu ove godine, posmatrano u odnosu

Grafik br. 30 - Izvozna koncentracija, januar – jun 2005/2006.



Izvor: Monstat

Grafik br. 31 – Robna razmjena, u hiljadama EUR



Izvor: Monstat

na šest mjeseci 2005. godine, povećani za 77%, i to najviše zahvaljujući znatnim investicionim radovima u infrastrukturu, turizam i druge oblasti građevinarstva.

Suficit ostvaren po osnovu faktorskih dohodaka i transfera za šest mjeseci ove godine iznosio je 63,5 miliona eura, odnosno 22,6% je manji nego u istom periodu 2005. godine.

² METODOLOŠKE NAPOMENE

Podaci o izvozu i uvozu robe u skladu sa metodologijom BPM5 (Balance of Payments Manual, Fifth edition, IMF, 1993). Metodološke razlike nametnule su obavezu prilagođavanja podataka dobijenih od statistike spoljne trgovine za potrebe platnog bilansa, usled čega se i podaci o izvozu i uvozu robe u tabeli platnog bilansa ne podudaraju sa podacima o robnoj razmeni Monstata. Korekcijom je uključena roba za koju nije potrebna carinska deklaracija i vrijednost remonta odnosno popravki na robu.

Priliv direktnih stranih ulaganja u Crnu Goru, u prvom polugodištu 2006. godine, iznosio je 173,8 miliona eura. Ovo je značajan priliv imajući u vidu činjenicu da u ovom periodu nije bilo većih privatizacija. Priliv portfolio investicija iznosio je 11,9 miliona eura, a odliv sredstava po ovom osnovu 8,3 miliona eura.

Priliv sredstava po osnovu zajmova iznosio je 168,5 miliona eura, dok je istovremeno odliv iznosio 66,9 miliona eura. U ukupnom iznosu uzetih kredita značajan dio čine sredstva koja se ulažu u oblast turizma. Saldo na računu Ostale investicije za prvo polugodište 2006. godine iznosio je 101,5 miliona eura.

4.2. PONUDA I PROIZVODNJA

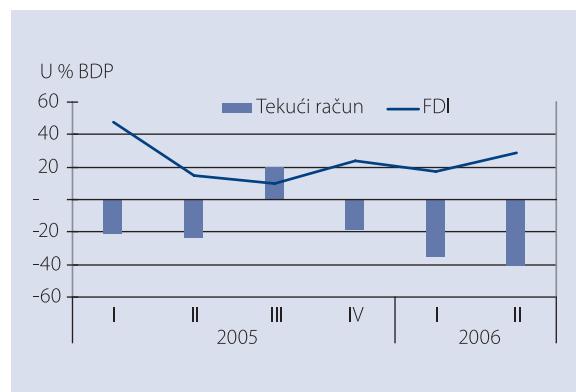
U prvih devet mjeseci ove godine industrijska proizvodnja je zabilježila rast od 1,5% u odnosu na isti period prethodne godine. Sektor vađenja ruda i kamena ostvario je veću proizvodnju za 6,3%, dok je rast u sektoru proizvodnje električne energije, gasa i vode iznosio 9,4%. Sektor prerađivačke industrije zaostajao je za 1,4% za proizvodnjom ostvarenom u istom periodu prethodne godine. Padu je doprinijelo pet grana prerađivačke industrije čije je učešće u ukupnoj industrijskoj proizvodnji 10,2%. Zaostajanje se kretalo od 62,1% (proizvodnja duvanskih proizvoda), do 5,3% (proizvodnja odjevnih predmeta i krvna). Ostalih dvanaest grana prerađivačke industrije, sa učešćem od 60,4% u ukupnoj industrijskoj proizvodnji, zabilježilo je rast. Godišnja stopa rasta povećana je sa 3%, koliko je iznosila u martu, na 10,4% u julu.

Broj **turista** koji su posjetili Crnu Goru u prvih devet mjeseci 2006. godine iznosio je 895 hiljada i povećan je za 15,3% u odnosu na isti period prethodne godine. Domaćih turista i turista iz Srbije je bilo više za 5,5%, a kao veoma povoljna tendencija zapaža se visok porast broja stranih turista od 35,5%. Turisti su ostvarili 13,2% više noćenja u odnosu na uporedni period. Noćenja domaćih turista i turista iz Srbije povećana su za 2,9%, a stranih za 37%.

Ukupna proizvodnja **šumskih sortimenata** u prvih devet mjeseci ove godine iznosila je 232.124 m³ i bila je viša za 21% u odnosu na isti period prethodne godine.

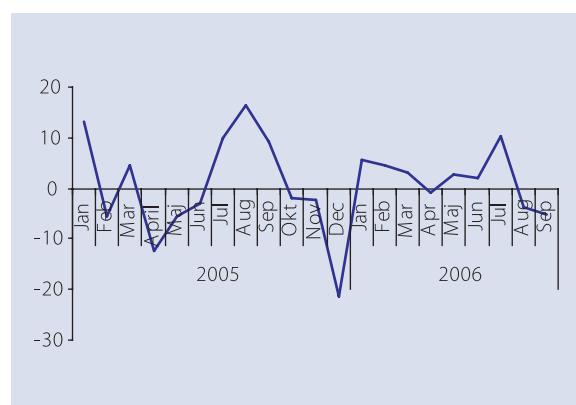
Građevinska aktivnost takođe bilježi pozitivna kretanja u ovoj godini. Vrijednost izvršenih građevinskih radova u prvih osam mjeseci iznosila je 129,7 miliona eura i nominalno je bila viša za 201,5% u odnosu na

Grafik br. 32 – Saldo tekućeg računa i SDI, kao procenat BDP



Izvor: CCG

Grafik br. 33 – Industrijska proizvodnja, godišnja stopa rasta



Izvor: Monstat

istim periodom prethodne godine. Posmatrano kroz efektivne časove rada, proizvodnja je porasla za 62,7%.

U prvih osam mjeseci ove godine ostvareni su pozitivni trendovi u oblasti **saobraćaja**. Tako je u drumskom saobraćaju povećan prevoz robe za 26% i putnika za 50,2%, u vazdušnom saobraćaju prevoz robe je bio veći za 19,66%, a prevoz putnika za 19,9%. U željezničkom saobraćaju prevoz robe je bio veći za 45%, dok je prevoz putnika smanjen za 11,4%. Podaci o pomorskom saobraćaju ukazuju na veći prevoz robe za 84%.

4.3. BERZANSKI INDEKSI

Treći kvartal tekuće godine obilježila su intenzivna kretanja na tržištu kapitala, koja su uticala na izrazite promjene u berzanskim indeksima. Tako je u trećem kvartalu indeks Moste porastao za 384 indeksna poena, bilježeći time rast od 56%. Indeksi NEX Montenegro berze porasli su u periodu jun–septembar za 6.601 (NEX20) i 11.445 (NEXPiF) indeksnih poena, ili posmatrano u procentima za 50%, odnosno 98%.

Maksimalan iznos indeks NEXPiF ostvario je krajem avgusta, dok su ostala dva indeksa svoje maksimalne vrijednosti u ovom kvartalu postigle sredinom septembra. To je ujedno bio momenat pregrijavanja tržišta uslijed velikog rasta tražnje za akcijama pojedinih kompanija, nakon čega je, kod većine akcija nastupila korekcija cijena nadolje. Potom, od 25. septembra slijedi blagi oporavak cijena pojedinih akcija. Najniže vrijednosti sva tri indeksa ipak su zabilježene na samom početku posmatranog perioda.

Tabela br. 3 – Poređenje berzanskih indeksa crnogorskih berzi

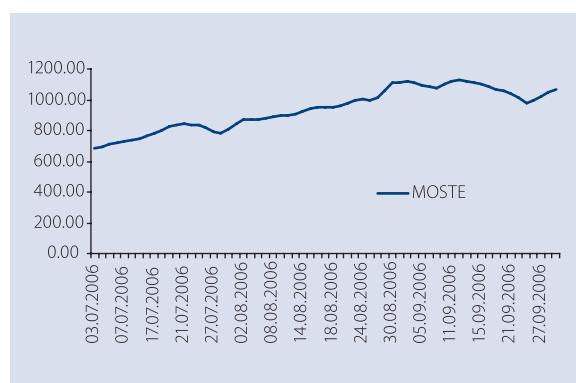
INDEKSI		NEX20	NEXPiF	MOSTE
Septembar 2006/ Jun 2006/	Apsolutna promjena	6.601,49	11.445,11	384,5
	Relativna promjena	50	98	56
Jul/Septembar 2006	Min vrijednost indeksa	13.093,9	11.668,05	685,68
	Max vrijednost indeksa	20.583,5	25.788,75	1.124,90
Septembar 2006/ Septembar 2005	Apsolutna promjena	12.179,1	19.218,47	733,29
	Relativna promjena	162	493	218

Izvor: *Nex Montenegro berza* i *Montenegro berza*

U odnosu na septembar 2005. godine rast berzanskih indeksa je još intezivniji, tako da je indeks Moste porastao u absolutnom iznosu za 733 indeksna poena, NEX20 – 12.179, a NEXPiF je porastao najviše bilježeći absolutnu promjenu od 19.218 indeksnih poena. Procentualno je, u posmatranom periodu, ostvaren trocifreni rast svih indeksa (Moste- 218%, NEX20- 162% i NEXPiF- 493%).

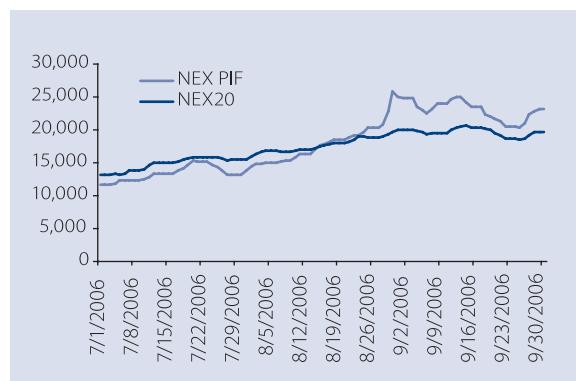
U odnosu na septembar 2005. godine rast berzanskih indeksa je još intezivniji, tako da je indeks Moste porastao u absolutnom iznosu za 733 indeksna poena, NEX20 – 12.179, a NEXPiF je porastao najviše bilježeći absolutnu promjenu od 19.218 indeksnih poena. Procentualno je, u posmatranom periodu, ostvaren trocifreni rast svih indeksa (Moste- 218%, NEX20- 162% i NEXPiF- 493%).

Grafik br. 34 – Kretanje indeksa MOSTE u trećem kvartalu 2006. godine



Izvor: *Montenegro berza*

Grafik br. 35 – Kretanje indeksa NEX20 i NEXPiF u trećem kvartalu 2006. godine



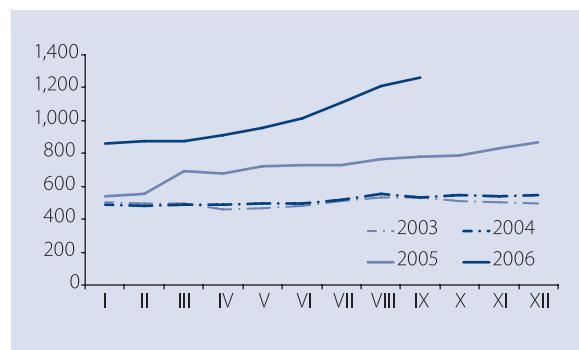
Izvor: *Nex Montenegro berza*

4.4. PONUDA NOVCA

Novčana masa M21 je tokom prva tri kvartala ove godine rasla prosječno mjesečno po stopi od 4,28%, pri čemu je samo u januaru zabilježeno neznatno sniženje (za 0,41%), dok je najviši mjesečni porast zabilježen u julu (9,60%). Rast novčane mase M21 bio je posebno izražen u trećem kvartalu ove godine i na kraju septembra novčana masa M21 doštrigla je iznos od 1.259,8 miliona eura. Iznos dostignut na kraju trećeg kvartala o.g. bio je za 24,4% viši nego na kraju prethodnog kvartala, odnosno za 45,3% viši nego na kraju prethodne godine, dok je godišnja stopa rasta iznosila 61,2%.

Novčana masa M11, koja je u strukturi novčane mase M21 učestvovala sa 69%, iznosila je 865,7 miliona eura na kraju septembra, što je bilo za 40,8% više nego na kraju prethodne godine, dok je godišnja stopa rasta iznosila 52,2%. Godišnji porast oročenih depozita iznosio je 85% na kraju trećeg kvartala, kada su ovi depoziti dostigli iznos od 394,1 miliona eura i činili 31% novčane mase M21.

Grafik br. 36 - Novčana masa M21, u 000 000 eura



5. MONETARNA POLITIKA

U trećem kvartalu ove godine nije bilo izmjena postojećih niti su do-
nešene nove odluke koje se odnose na instrumente monetarne poli-
tike CBCG.

6. PROGNOZA INFLACIJE

U cilju što boljeg prognoziranja inflacije, pored anketiranja banaka i preduzeća, i ekspertske procjene, urađeno je i ekonometrijsko predviđanje koje se zasniva na tzv. modelu fena. Ovaj model prikazuje prognozu da će inflacija biti u određenom intervalu u budućnosti uz različite nivoje vjerovatnoće. Prikazuje se procjena intervala u kome će se prognozirana inflacija naći, gdje širina tog intervala predstavlja rizik prognoze.

Prognoziranje inflacije zasniva se na makroekonomskom modelu za Crnu Goru, na osnovu kojeg se izvodi tzv. "centralna projekcija" inflacije. U makroekonomskom modelu postoji 10 egzogenih varijabli, gdje je 6 ekonomsko - političkih varijabli, 3 su biheviorističke (pasivna i aktivna kamatna stopa banaka i štednja stanovništva) i jedna je potpuno egzogena (realni efektivni kurs eura u odnosu na druge valute).

U makroekonomskom modelu za Crnu Goru jednačina inflacije ima sledeći oblik:

$$\begin{aligned} \text{DLOG(ITZ)} = & 0.03695640317 + 0.1615593209 * \text{DLOG(IPC1(-1))} - \\ & 0.02532759695 * \text{DLOG(AKS(-2))} - 0.02140100006 * \text{DLOG(AKT1)} \\ & - 0.0007567064002 * \text{STED} \end{aligned}$$

Gdje je DLOG(ITZ) aproksimacija stope rasta indeksa troškova života, DLOG(IPC(-1)) aproksimacija stope rasta indeksa cijena proizvođača industrijskih proizvoda, lagirana za jedan kvartal, DLOG(AKS(-2)) aproksimacija stope rasta aktivne kamatne stope lagirana za dva kvartala, DLOG(AKT1) aproksimacija stope rasta privredne aktivnosti i STED nivo štednje stanovništva.

Za svaku od egzogenih varijabli se postavljaju pretpostavke o njihovoj vrijednosti u narednom periodu za koji se vrši prognoza. Simulacijom

modela dobijaju se vrijednosti inflacije za prognozirani period. Međutim, svako prognoziranje sa sobom nosi neizvjesnost i rizik. Osnovni izvori neizvjesnosti su pretpostavke na osnovu kojih se vrši modeliranje, odnosno kretanje egzogenih varijabli u budućnosti u modelu, i sa druge strane, priroda samog modela na osnovu kojeg se vrši prognoziranje inflacije, a koje pokazuju određene odnose između ekonomskih varijabli. Centralna projekcija je samo jedna, od mnogih mogućih ishoda visine inflacije u narednom periodu.

Centralna projekcija pokazuje najvjeroatnije kretanje inflacije za posmatrani period i na grafiku je predstavljena najtamnjom linijom. Postepeno širenje grafika predstavlja povećanje neizvjesnosti u odnosu na centralnu projekciju. Par svake dvije jednakoj nijansirane linije sa donje i gornje strane centralne projekcije predstavljaju interval u kome će se naći buduća vrijednost inflacije koja odgovara rastu vjerovatnoće od 10%, što znači da sa 90% sigurnosti možemo tvrditi da će se inflacija naći u intervalu između posljednjeg para (od centralne projekcije) jednakoj nijansiranoj liniji.

Nakon izrade centralne projekcije, određuje se standardna devijacija prognoze inflacije. Prvo se računa standardna devijacija tj. odstupanje stvarnih vrijednosti inflacije od procijenjenih vrijednosti za sve prošle intervale za koje imamo ove podatke, sljedećom formulom:

$$\text{RMSE} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x - \hat{x})^2}{n-1}}$$

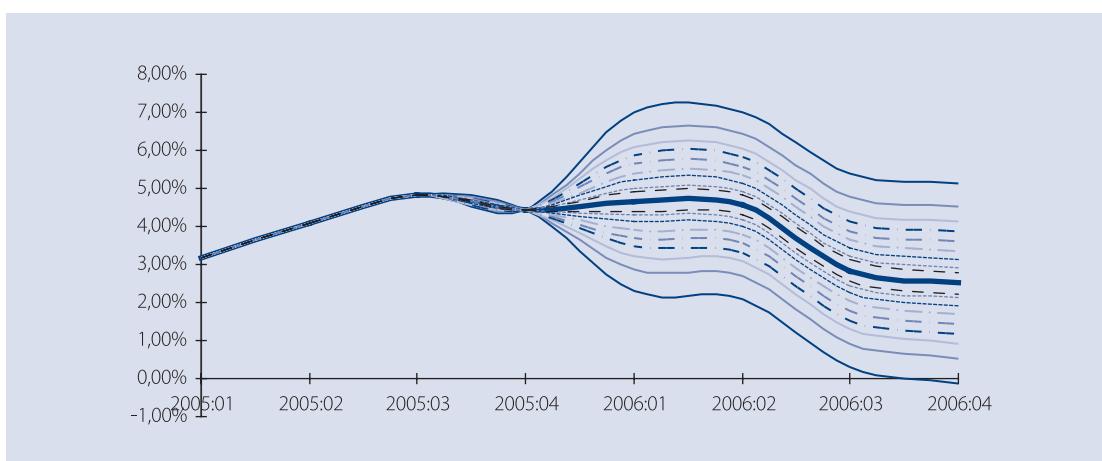
RMSE – srednje kvadratno odstupanje procijenjene vrijednosti varijable (\hat{x}) u odnosu na stvarnu vrijednost te varijable (x). Ova vrijednost se koristi kao aproksimacija standardne devijacije.

Na osnovu ovako dobijene standardne devijacije za periode za koje su raspoloživi podaci, dalje se vrši prognoza devijacije za onaj period za koji se vrši prognoziranje inflacije, tj. vrši se aproksimacija kretanja vrijednosti grešaka prognoze simuliranjem jednostavnog modela: $SE = SE(-1) + \text{trend}$. Na osnovu simuliranih i realnih vrijednosti standardne greške predviđanja i izračunatih vrijednosti RMSE određuju se vrijednosti standardne devijacije prognoze inflacije. Odnosno izračunata vrijednost RMSE prilagođava se za koeficijent odstupanja simuliranih i realnih vrijednosti standardne greške predviđanja. Ovako dobijene vrijednosti devijacije inflacije oko centralne projekcije moraju imati normalan raspored da bi se mogle prikazati preko fan grafika. Odnosno, ukoliko je njihov raspored normalan onda se interval povjerenja u kome će se naći inflacija može dobiti iz tablica normalnog rasporeda. Interval povjerenja je $[\mu - z_\alpha \sigma, \mu + z_\alpha \sigma]$, gdje je μ centralna projekcija inflacije, σ prognozirana

vrijednost devijacije inflacije oko centralne projekcije i z_α koeficijet koji se dobija iz tablica normalnog rasporeda za različite nivoje vjerovatnoće. Na ovaj način dobijaju se granične vrijednosti inflacije za različite nivoje vjerovatnoće i na osnovu njih se skicira fan grafik.

Grafik prikazuje vjerovatnoću mogućeg ishoda. Centralna linija uključuje centralnu projekciju: sa 10% vjerovatnoće možemo očekivati da će inflacija biti u centralnom pojasu (opsegu), u našem slučaju između 2,22% i 2,80%. Sledeći par linija pokazuje opseg za koji sa 20% vjerovatnoće možemo tvrditi da će biti interval u kome će se naći inflacija, itd. Svaki par jednakosti nijansiranih linija pokriva dodatnih 10% vjerovatnoće distribucije. Sa 90% vjerovatnoćom možemo očekivati da će inflacija biti u opsegu od -0,13% do 5,15%.

Grafik br. 37 - Prognozirano kretanje indeksa troškova života



7. OČEKIVANA INFLACIJA U 2006. GODINI

Nivo agregatne tražnje u trećem kvartalu 2006. godine je bio niži u odnosu na prethodni kvartal, kao i u poređenju sa III kvartalom prošle godine. Sa druge strane nivo ponude je u porastu. Prema procjenama BDP je u prva tri kvartala porastao za 6,3%. Prema očekivanju anketiranih preduzeća treba očekivati nastavak tendencije rasta BDP. Sa druge strane, i porast deficit-a robne razmjene utiče na povećanje raspoloživih roba, tako da i on djeluje antiinflaciono.

Ipak, u ovoj godini treba očekivati nešto višu stopu inflacije u odnosu na prethodnu godinu. Na porast stope inflacije u 2006. godini uticao je veliki broj faktora. Od 1. januara 2006. godine PDV se primjenjuje na grupu proizvoda koja je ranije bila oslobođena oporezivanja. U pitanju su proizvodi koji imaju veliki uticaj na životni standard i nije moguć efekat supstitucije. Uslijed zaoštrevanja političke krize u Persijskom zalivu došlo je do porasta cijena nafte na svjetskim berzama, iako su one blago opale krajem godine. Promijenjeno je učešće naftnih derivata u potrošačkoj korpi. Uticaj ove kategorije proizvoda na kretanje nivoa cijena se sada realnije odslikava. To znači da će isto povećanje cijena u ovoj godini imati gotovo pet puta veći uticaj na stopu inflacije.

Upravo zbog toga su inflaciona očekivanja u porastu. Ipak naša anketa ne ukazuje na očekivanja o značajnijem porastu stope inflacije, jer najveći broj anketiranih preduzeća i banaka očekuje stopu inflacije između 2% i 3%, to jest u ovom rasponu inflaciju očekuje 50% anketiranih banaka i 56% anketiranih preduzeća. Sa druge strane prema očekivanjima svih banaka nivo i nominalnih i efektivnih kamatnih stopa bi trebao da ima opadajuću tendenciju, što će takođe uticati antiinflatorno.

Kretanja na berzi ukazuju na očekivanje učesnika na finansijskom tržištu da će i u 2006. godini biti zadržana makroekonomska stabilnost.

Izmjena politike obavezne rezerve koja je stupila na snagu početkom aprila je kratkoročno uticala na apsorpciju dijela kreditnog potencijala i time na sniženje nivoa agregatne tražnje.

Model prognoze inflacije je postavio centralnu projekciju inflacije u rasponu od 2,2% do 2,8%. Međutim, treba imati u vidu sve napomene o nesavršenosti ekonometrijskog predviđanja stope inflacije u Crnoj Gori.

Iz svega navedenog evidentno je da ne postoje inflacioni pritisci i možemo izraziti naša očekivanja da će stopa inflacije u 2006. godini biti u intervalu od 1,8% do 2,6%, što će biti niže u odnosu na projektovanu stopu inflacije za ovu godinu (3%).

Tabela br. 4 - Procjena stope inflacije

Optimistička procjena	Realistična procjena	Pesimistička procjena
1,8%	2,2%	2,6%

Pretpostavke na kojima se bazira ova procjena su:

- da ove godine neće biti porasta kontrolisanih cijena,
- da će se kretanje cijena naftnih derivata do kraja godine stabilizovati i
- da neće biti zloupotreba monopolskog odnosno oligopolskog položaja.

Odstupanje nekog od ovih indikatora zahtijevaće reviziju procjene.