CENTRALNA BANKA
CRNE GORE

IZVJEŠTAJ O KRETANJU CIJENA
III KVARTAL 2018. GODINE

Godina XIV, broj 44

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

WEB ADRESA: http://www.cbcg.me

SAVJET CENTRALNE BANKE: Dr Radoje Žugić, guverner
Dr Nikola Fabris, viceguverner
Miodrag Radonjić, viceguverner
Dr Milorad Jovović
Ruždija Tuzović
Dr Nikola Milović
Dr Zorica Kalezić

GRAFIČKA PRIPREMA: Andrijana Vujović
Nikola Nikolić

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

SADRŽAJ

1. INDIKATORI INFLACIJE 5

2. INFLACIONA OČEKIVANJA 10

2.1. Očekivanja banaka 10

2.2. Očekivanja privrede (osim banaka) 12

3. DETERMINANTE INFLACIJE 15

3.1. Tražnja 15

3.1.1. Kretanje plata i ostale raspoložive determinante tražnje 16

3.1.2. Analiza budžeta 18

3.1.3. Nefinansijski sektor 19

3.1.4. Eksterna tražnja i tekući račun platnog bilansa 20

3.2. Ponuda i proizvodnja 21

3.3. Berzanski indeksi 22

4. MONETARNA POLITIKA 23

5. PROGNOZA INFLACIJE ZA 2018. I PRVA TRI KVARTALA 2019. GODINE 24

5.1. Modelska procjena 24

6. OČEKIVANA INFLACIJA U 2018. GODINI 27

1. INDIKATORI INFLACIJE

Trend rasta potrošačkih cijena iz prethodne godine nastavljen je i u prva tri kvartala 2018. godine. U trećem kvartalu je došlo do usporavanja rasta potrošačkih cijena od 0,2% u odnosu na prethodni kvartal (grafik 1), najviše kao rezultat rasta cijena u kategorijama stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva i odjeća i obuća. Posmatrajući kretanje cijena na mjesečnom nivou, rast potrošačkih cijena zabilježen je u julu (0,2%) i septembru (0,1%), dok je u avgustu zabilježen pad (-0,1%). Prosječna stopa potrošačkih cijena (prvih devet mjeseci 2018. godine u odnosu na isti period prethodne godine) iznosila je 2,9%, dok su cijene na godišnjem nivou bile veće za 1,9%. Godišnje stope rasta potrošačkih cijena evidentirane su i u zemljama regiona kao i u većini zemalja EU.

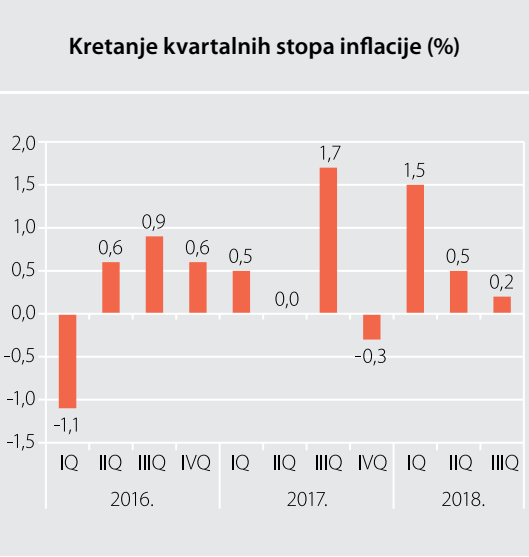
Tabela 1

Inflacija, %							
	2017.				2018.		
	III	VI	IX	XII	III	VI	IX
Promjena u odnosu na kraj prethodne godine	0,5	0,5	2,2	1,9	1,5	2,0	2,2
Godišnja promjena	2,7	2,1	2,8	1,9	2,9	3,4	1,9

Izvor: MONSTAT

Tokom trećeg kvartala, u Crnoj Gori rast su zabilježile cijene u šest od dvanaest kategorija koji čine 47,9% ukupne potrošačke korpe (tabela 2). Najveći rast cijena, zabilježen je u kategorijama *odjeća i obuća* (3,8%) i *stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva* (3%) koje su dale i najveći pozitivan doprinos (0,3 i 0,4 p.p respektivno) ukupnoj inflaciji. Porast cijena odjeće od 5,3% najviše je uticao na rast cijena u kategoriji odjeća i obuća, dok je rast cijena čvrstih goriva od 16,1% uticao na porast u kategoriji stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva. Cijene su povećane i u kategorijama: *ostala dobra i usluge* (1,3%), *hoteli i restorani* (1,1%), *namještaj, oprema za domaćinstvo i rutinsko održavanje stana* (0,8%) i *prevoz* (0,4%). Najveći pad cijena zabilježen je u kategoriji *alkoholna pića i duvan* (-7%), zbog pada cijena duvana od (-9,8%) usljed korekcija akciza[1]. To je uticalo da ova kategorija, zajedno sa padom cijena *hrane i bezalkoholnih pića* od 0,7%, daju najveći negativan doprinos (od po -0,3 p.p.) ukupnoj inflaciji.

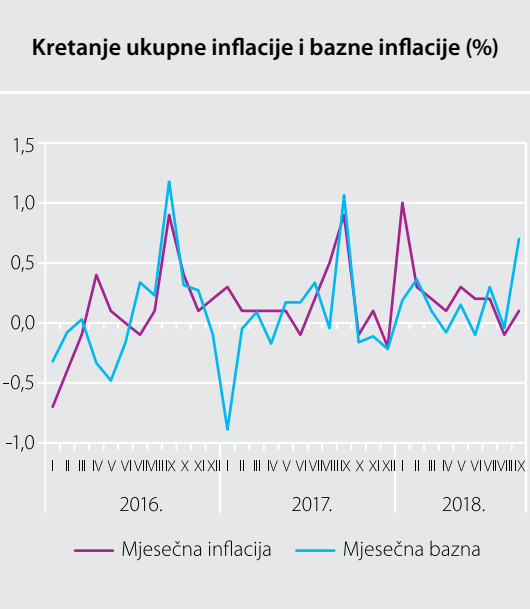
Grafik 1



Izvor: Monstat i CBCG kalkulacije

[1] Shodno Zakonu o izmjenama i dopunama Zakona o akcizama „Službeni list Crne Gore", br. 055/18 od 01.08.2018

Grafik 2



Izvor: MONSTAT i kalkulacija CBCG

Pad je zabilježen i u kategorijama *zdravlje* (-0,8%) i *rekreacija i kultura (*-0,2%). Cijene u kategorijama *komunikacije* i *obrazovanje* u trećem kvartalu su ostale nepromijenjene.

Tokom trećeg kvartala mjesečna bazna inflacija je u sva tri mjeseca (julu, avgustu i septembru) 2018. godine imala viši nivo od zvanične mjesečne inflacije. Bazna inflacija imala je pozitivnu stopu tokom jula i septembra, dok je u avgustu bila negativna (grafik 2).

Godišnja stopa bazne inflacije u septembru 2018. godine iznosila je 1,2% i bila je niža za 0,7 p.p. od ukupne inflacije. Rast cijena pojedinih poljoprivrednih proizvoda, duvana, električne energije i goriva, koji se isključuju iz obračuna bazne inflacije, je dao značajan doprinos rastu ukupne inflacije. Godišnja bazna inflacija je tokom svakog mjesca trećeg kvartala bila niža od ukupne inflacije i imala je pozitivnu stopu tokom sva tri mjeseca.

Tabela 2

Učešće pojedinih kategorija u ukupnoj inflaciji[2]

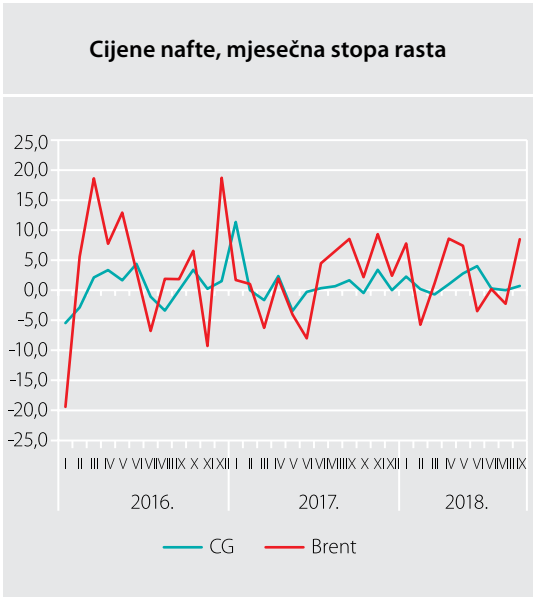
	Ponderi	IX 18./ VI 18.	Stopa	Doprinos
UKUPNO	1000	100,2	0,2	0,2
Hrana i bezalkoholna pića	341,1	99,3	-0,7	-0,3
Alkoholna pića i duvan	40,4	93,0	-7,0	-0,3
Odjeća i obuća	86,1	103,8	3,8	0,3
Stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva	154,0	103,0	3,0	0,4
Namještaj, oprema za domaćinstvo i rutinsko održavanje stana	39,4	100,8	0,8	0,0
Zdravlje	40,8	99,2	-0,8	0,0
Prevoz	109,4	100,4	0,4	0,0
Komunikacije	48,5	100,0	0,0	0,0
Rekreacija i kultura	32,0	99,8	-0,2	0,0
Obrazovanje	18,7	100,0	0,0	0,0
Hoteli i restorani	47,6	101,1	1,1	0,0
Ostala dobra i usluge	42,0	101,3	1,3	0,0

Izvor: MONSTAT i CBCG kalkulacije

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

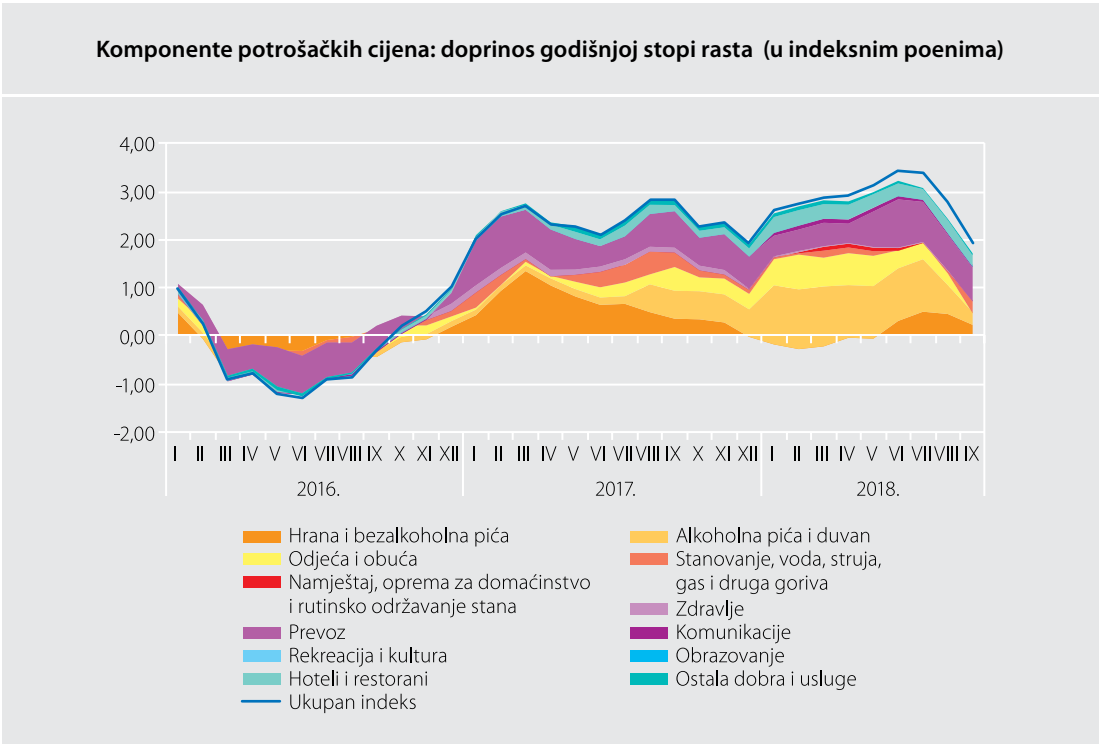
Cijene nafte na svjetskim tržištima su u trećem kvartalu zabilježile rast u odnosu na cijene iz drugog kvartala. Cijena referentne korpe OPEC-a je u trećem kvartalu, u prosjeku, iznosila 74,2 USD/barel, što je za 3,2% više u odnosu na prosječnu cijenu iz drugog kvartala ove godine. Prosječna cijena brenta u trećem kvartalu je bila 75,3 USD/barel, odnosno 1,4% više u odnosu na prosječnu cijenu iz drugog kvartala ove godine. U septembru je zabilježena i najveća cijena (78,8 USD/barel) od novembra 2014. godine (kada je iznosila 78,9 USD/barel). Prema izvještaju Svjetske banke[3], za 2019. godinu se predviđa blagi rast cijena nafte, sa prosječne cijene od 72 USD/barel, koliko se procjenjuje za 2018. godinu, na 74 USD/barel. Rizici za datu prognozu koji se navode u Izvještaju su: uticaj sankcija SAD-a na izvoz nafte iz Irana, dalje pogoršanje proizvodnje ovog energenta u Venecueli, kao i nemogućnosti ili nespremnosti drugih članica OPEC-a da značajnije prošire proizvodnju.

Grafik 3



Izvor: MONSTAT i "Monthly Oil Market Reports", OPEC

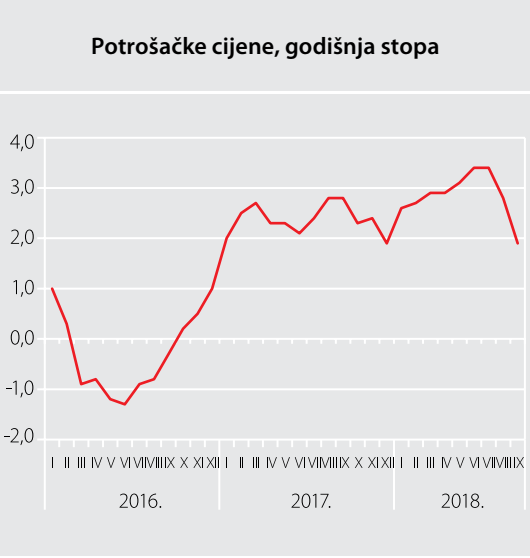
Grafik 4



Izvor: MONSTAT i kalkulacija CBCG

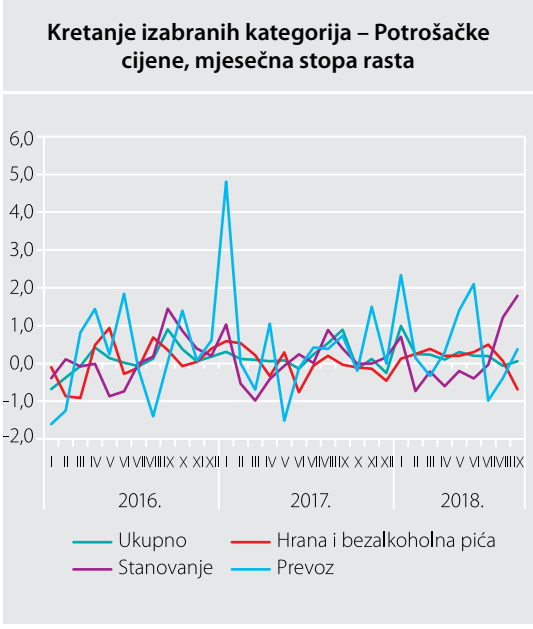
[3] "Commodity Markets Outlook" - October 2017

Grafik 5



Izvor: MONSTAT

Grafik 6



Izvor: MONSTAT

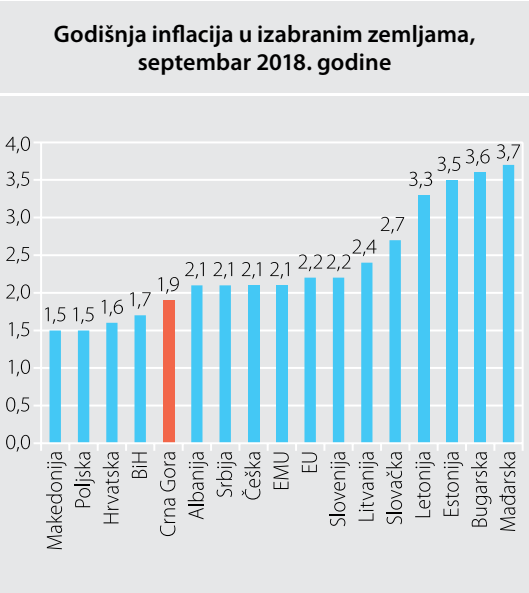
Rast cijena, na godišnjem nivou, u kategoriji *prevoz* od 6,4% dao je najveći doprinos rastu (0,7 p.p.) ukupnoj godišnjoj stopi inflacije od 1,9%. Godišnji rast cijena zabilježen je još u kategorijima: *alkoholna pića i duvan* (6,5%), *hoteli i restorani* (4,8%), *stanovanje, voda, struja, gas i druga goriva* (1,6%), *komunikacije* i *ostala dobra i usluge* po (1,1%), *hrana i bezalkoholna pića* (0,7%) i *namještaj, oprema za domaćinstvo i rutinsko održavanje stana* (0,5%). Godišnji pad cijena je zabilježen u kategorijama *rekreacija i kultura* (-1%), *zdravlje* (-0,5%) i *odjeća i obuća* (-0,3%), dok su cijene u kategoriji *obrazovanje* ostale nepromijenjene.

Cijene proizvođača industrijskih proizvoda su u septembru u odnosu na decembar 2017. godine zabilježile rast od 2,1%, zbog rasta cijena u sektorima snabdijevanja električnom energijom, gasom i parom (4,4%) i vađenje ruda i kamena (1,8%). Pad je zabilježen u sektoru prerađivačkoj industriji vađenje ruda i kamena (-1%). Na godišnjem nivou cijene proizvođača industrijskih proizvoda su zabilježile rast od 2,4%.

Poređenjem godišnje inflacije ostvarene u Crnoj Gori i inflacije u izabranim zemljama, vidi se da je pozitivna godišnja stopa, pored Crne Gore, zabilježena u svim posmatranim zemljama. Najveću godišnju stopu inflacije ima Mađarska (3,7%), dok je najmanja godišnja stopa inflacije zabilježena u Makedoniji i Poljskoj (po 1,5%).

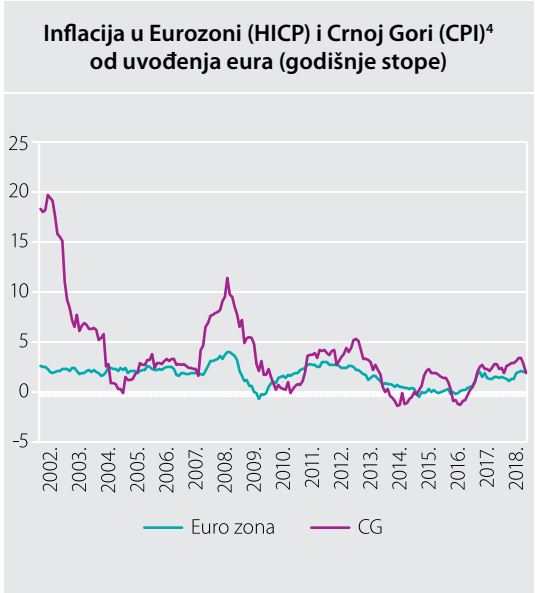
Godišnja inflacija ostvarena u Eurozoni, mjerena harmonizovanim indeksom potrošačkih cijena iznosila je 2,1%, a inflacija u Crnoj Gori mjerena potrošačkim cijenama iznosila je 1,9%, dok je godišnja inflacija u septembru mjerena harmonizovanim indeksom, u Crnoj Gori, iznosila 1,7%.

Grafik 7



Izvor: Nacionalni zavodi za statistiku i Eurostat

Grafik 8



Izvor: MONSTAT i Eurostat

[4] Za Crnu Goru kao mjera inflacije do 2009. godine predstavljeni su troškovi života, a zatim potrošačke cijene.

2. INFLACIONA OČEKIVANJA

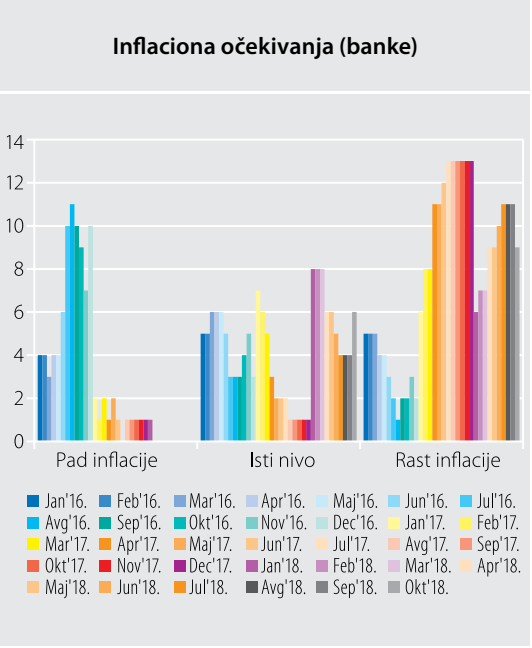
2.1. Očekivanja banaka

Kada su u pitanju inflaciona očekivanja banaka, na osnovu ankete sprovedene u oktobru ove godine, devet banaka očekuje rast, šest banaka očekuje isti nivo inflacije kao i prethodne godine, dok nijedna banka ne očekuje pad inflacije u odnosu na 2017. godinu (grafik br. 9).

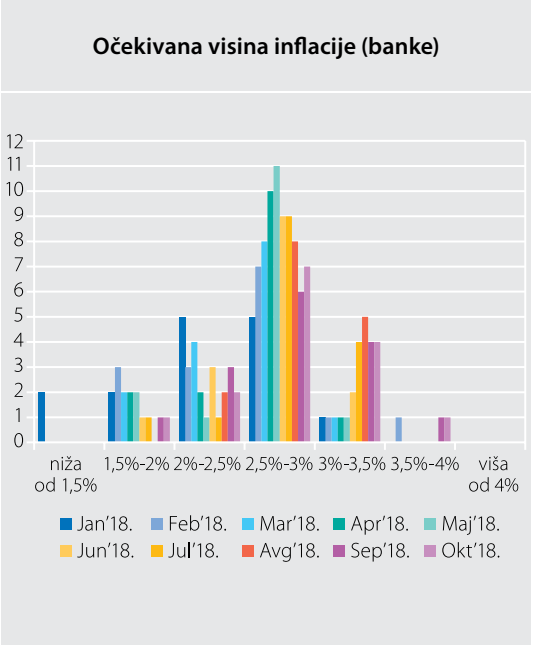
Različita su očekivanja banaka što se tiče visine inflacije. Sedam banaka očekuje nivo inflacije između 2,5% i 3%, četiri banke očekuju nivo inflacije između 3% i 3,5%, dvije banke očekuju inflaciju između 2% i 2,5%, po jedna banka očekuje inflaciju između 1,5% i 2% i između 3,5% i 4%, dok nijedna banka ne očekuje inflaciju nižu od 1,5% i višu od 4% (grafik br. 10).

Što se tiče očekivanja o kretanju aktivnih nominalnih kamatnih stopa, osam banaka očekuje pad aktivne nominalne kamatne stope, sedam banaka smatra da neće doći do promjene iste, dok nijedna banka ne očekuje rast aktivne nominalne kamatne stope. Ista su očekivanja i po pitanju efektivnih aktivnih kamatnih stopa.

Grafik 9



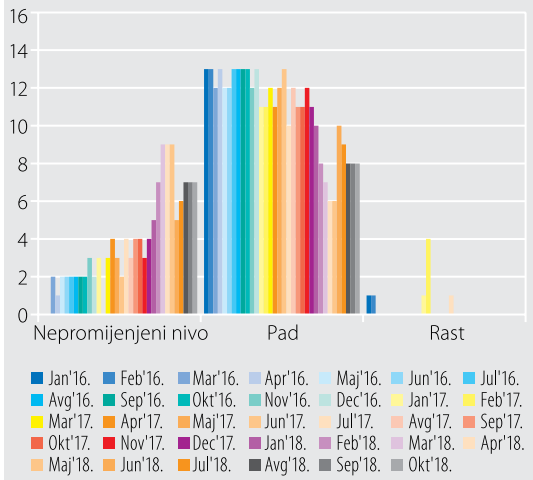
Grafik 10



Po pitanju očekivanja o kretanju pasivnih kamatnih stopa, devet banaka smatra da će ostati na istom nivou, šest banaka očekuje pad, dok nijedna banka ne očekuje rast pasivne kamatne stope.

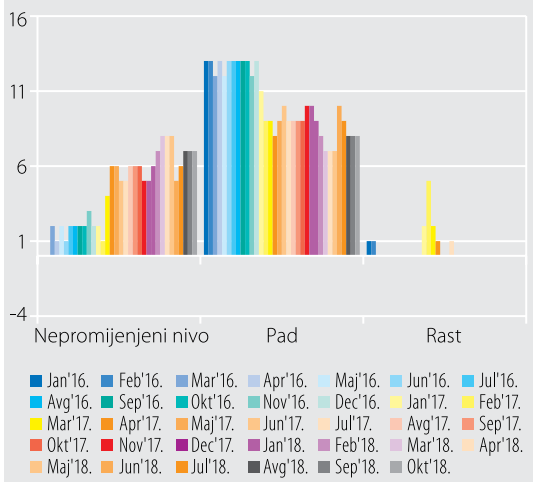
Grafik 11

Očekivanja u pogledu kretanja nominalnih aktivnih kamatnih stopa



Grafik 12

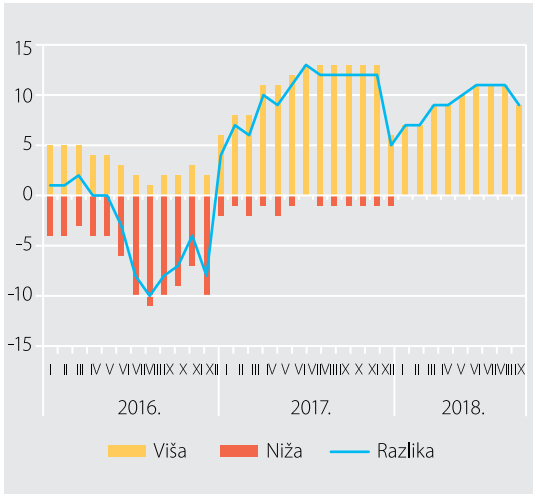
Očekivanja u pogledu kretanja efektivnih aktivnih kamatnih stopa



Za potrebe izračunavanja inflacionih očekivanja koristimo konjunkturni indikator (linija na grafiku br. 13). On se dobija kao razlika između broja banaka koje očekuju rast inflacije i broja banaka koje očekuju pad inflacije. Ukoliko konjukturni 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. Inflaciona očekivanja su tokom prethodne godine, uz manje oscilacije, bila značajno visoka, a u prvih deset mjeseci 2018. godine su nastavila svoj pozitivni trend.

Grafik 13

Konjunkturni indikator



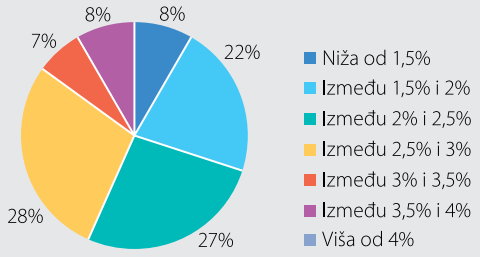
2.2. Očekivanja privrede (osim banaka)

Inflacija

Od ukupnog broja anketiranih privrednih subjekata najveći broj, njih 28%, smatra da će se inflacija kretati između 2,5% i 3% u 2018. godini. Da će se inflacija kretati između 2% i 2,5% očekuje 27% preduzeća, dok inflaciju između 1,5% i 2% očekuje 22% privrednih subjekata. Prema mišljenju 8% anketiranih preduzeća inflacija će biti niža od 1,5% ili će se kretati između 3,5% i 4%. Da će inflacija u 2018. godini biti između 3,5% i 4% smatra 7% anketiranih. Nijedno od anketiranih preduzeća ne očekuje inflaciju višu od 4%. (grafik br. 14).

Grafik 14

Očekivani nivo inflacije u 2018. u odnosu na 2017. godinu

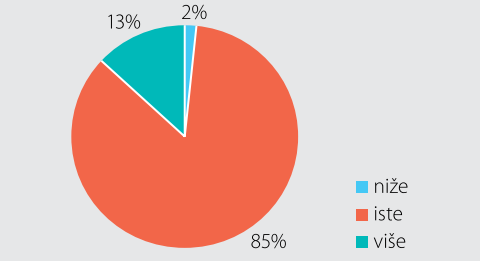


Da se zarade neće mijenjati u 2018. godini u odnosu na prethodnu godinu, očekuje 85% anketiranih preduzeća, viši nivo zarada očekuje 13%, dok njihovo smanjenje očekuje 2% anketiranih privrednih subjekata. Po pitanju broja zaposlenih, u istom periodu, 64% anketiranih smatra da se broj neće promjeniti, 31% smatra da će se povećati, a 5% da će se broj zaposlenih smanjiti u tekućoj u odnosu na prethodnu godinu.

Najveći broj anketiranih privrednih subjekata (njih 55%) očekuje isti nivo cijena proizvodnih inputa koje koristi, a 83% anketiranih ne planira promjene cijena svojih proizvoda (usluga) u 2018. godini.

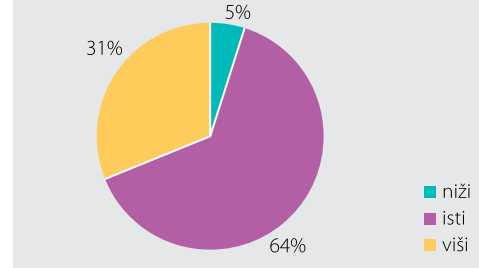
Grafik 15

Očekivani nivo zarada zaposlenih u 2018. u odnosu na 2017. godinu



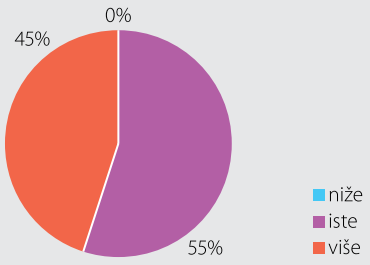
Grafik 16

Očekivani nivo broja zaposlenih u 2018. u odnosu na 2017. godinu



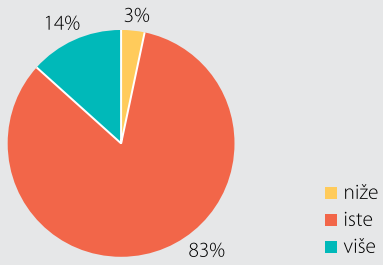
Grafik 17

Očekivani nivo cijena proizvodnih inputa u 2018. u odnosu na 2017. godinu



Grafik 18

Očekivani nivo cijena proizvoda (usluga) u 2018. u odnosu na 2017. godinu



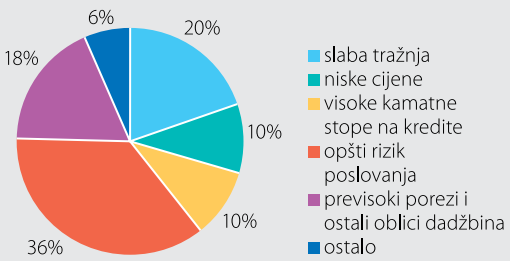
Poslovno okruženje

Rezultati ankete pokazuju da najveći broj anketiranih preduzeća, u oblasti poslovnih barijera, kao prepreku vidi opšte rizike poslovanja (36%), slabu tražnju (20%) i previsoke poreze i ostale oblike dadžbina (18%).

Pri tome, 61% anketiranih privrednih društava očekuje isti nivo, 37% niži, dok svega 2% od anketiranih preduzeća očekuje viši nivo aktivnih kamatnih stopa u 2018. u odnosu na 2017. godinu.

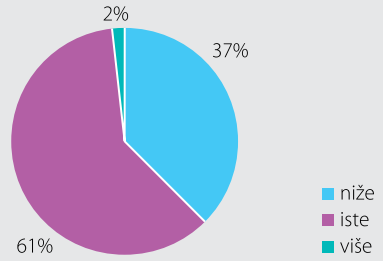
Grafik 19

Poslovne barijere



Grafik 20

Očekivani nivo aktivnih kamatnih stopa u 2018. u odnosu na 2017. godinu

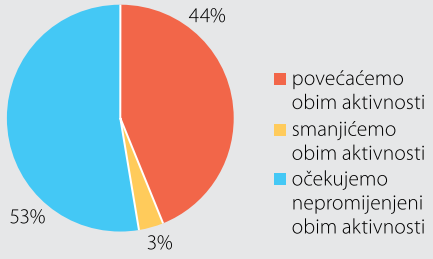


Investicije

Od ukupnog broja anketiranih preduzeća, njih 44% planira povećanje obima aktivnosti tokom 2018. godine, odnosno 64% anketiranih planira nove investicije. Najveći broj investicija (52%), odnosi se na povećanje fiksne imovine, a kao najveće prepreke novim investicijama navode se nedovoljna iskorišćenost postojećih kapaciteta i visoke kamatne stope i nepovoljni uslovi kapitalnog zaduživanja.

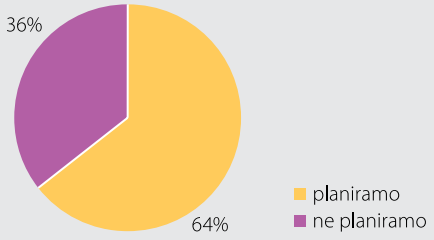
Grafik 21

Očekivani obim aktivnosti u 2018. godini



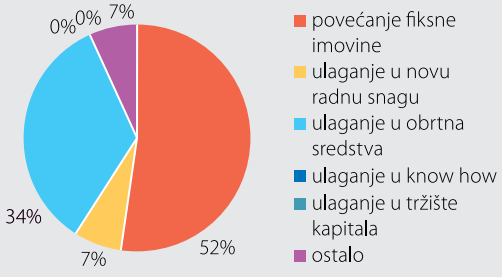
Grafik 22

Nove investicije u 2018. godini



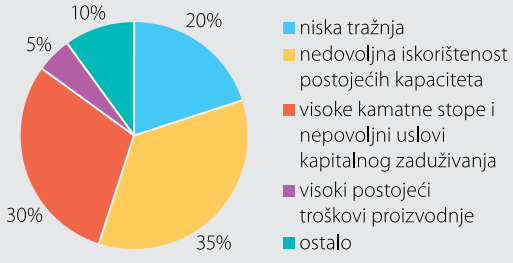
Grafik 23

Tip planiranih novih investicija za 2018. godinu



Grafik 24

Prepreka novim investicijama za 2018. godinu

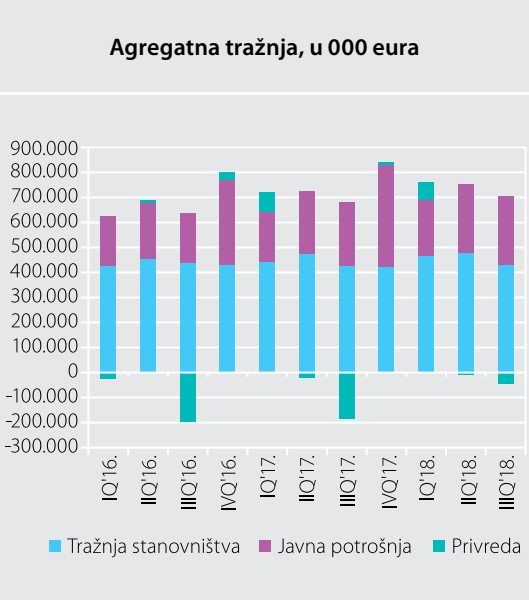


3. DETERMINANTE INFLACIJE

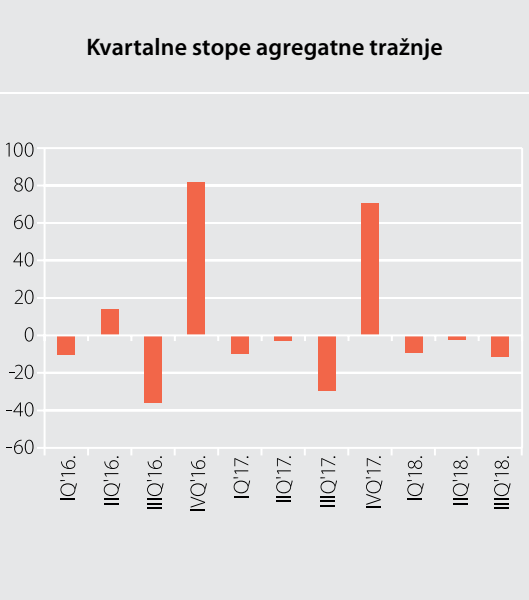
3.1. Tražnja

Agregatna tražnja, prema preliminarnim podacima, u trećem kvartalu 2018. godine zabilježila je pad u odnosu na prethodni kvartal, dok je u odnosu na treći kvartal prethodne godine ostvaren rast. Posmatrajući strukturu ukupne tražnje u trećem kvartalu 2018. godine, u odnosu na strukturu iz prethodnog kvartala, tražnja privrede se smanjila, dok su povećane javna potrošnje i tražnja stanovništva.

Grafik 25



Grafik 26



Box 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 agregatna tražnja zbir tražnje tri sektora: lične potrošnje (stanovništvo), investicione potrošnje (privreda) i javne potrošnje. Međutim, imajući u vidu nedostatak velikog broja podataka potrebnih za izračunavanje agregatne tražnje, postojeći podatak o agregatnoj tražnji ne treba tretirati kao pokazatelj tačnog iznosa agre-

gatne tražnje, već kao indikator u kom smjeru se kreće agregatna 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 agregatne tražnje je prikazana sljedećom jednačinom:

$$AD = C + I + G$$

C = zbir isplaćenih plata + zbir isplaćenih penzija + isplata stare devizne štednje + neto kompenzacije stanovništvu – neto štednja stanovništva (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 – agregatna tražnja, C – lična potrošnja, I – investiciona potrošnja, G – javna potrošnja

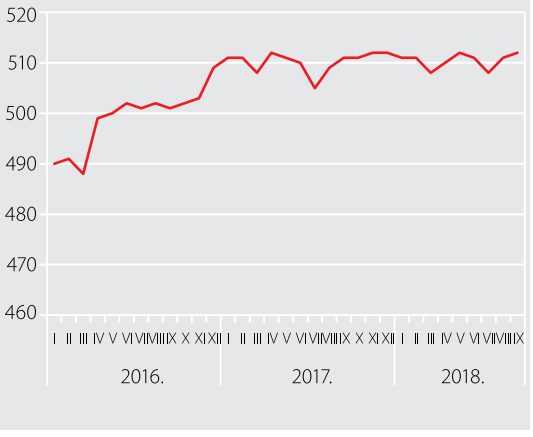
3.1.1. Kretanje plata i ostale raspoložive determinante tražnje

Prosječna bruto zarada u Crnoj Gori, u trećem kvartalu, iznosila je 765 eura, dok je prosječna zarada bez poreza i doprinosa iznosila 510 eura. Posmatrano u odnosu na prethodni kvartal (drugi kvartal 2018. godine), prosječne bruto zarade su zabilježile pad od 0,2%, a prosječne neto zarade 0,1%. U poređenju sa trećim kvartalom prethodne godine prosječna zarada i prosječna zarada bez poreza i doprinosa su porasle za 0,3% odnosno 0,4%.

Ako uzmemo u obzir potrošačke cijene, tj. kretanje zarada posmatrano u realnim iznosima, zaključuje se da su realne zarade u trećem kvartalu ostvarile rast u avgustu i septembru, dok su u julu zabilježile pad.

Grafik 27

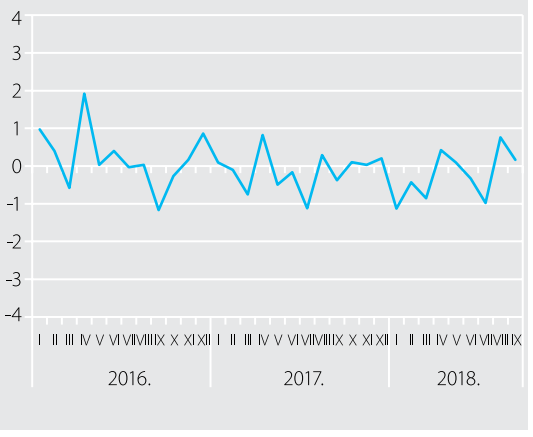
Prosječne zarade bez poreza i doprinosa u Crnoj Gori



Izvor: MONSTAT

Grafik 28

Realne zarade (mjesečna stopa)



Izvor: MONSTAT

Kreditranje sektora stanovništva[5] je tokom prvih devet mjeseci 2018. godine obilježio pozitivan trend. Prosječno mjesečno, krediti ovom sektoru rasli su po stopi od 0,94% (dok je u istom periodu 2017. godini zabilježen rast po prosječnoj stopi od 0,92%). Na kraju posmatranog perioda, ukupni krediti sektora stanovništva iznosili su 1.215 miliona eura, što je za 98,1 milion eura ili 8,8% više nego na kraju 2017. godine, odnosno za 117,1 milion eura ili 10,7% više nego u istom periodu prethodne godine (grafik br. 29).

Dug per capita[6] je iznosio 1.952 eura na kraju septembra 2018. godine, i bio je za 158 eura viši nego na kraju 2017. godine i za 188 eura viši u odnosu na kraj trećeg kvartala prethodne godine.

Ukupni krediti mikrokreditnih finansijskih institucija odobreni sektoru stanovništva iznosili su 60,3 miliona eura na kraju septembra 2018. godine, što je za 2,6 miliona eura ili 4,6% više nego na kraju prethodne godine, i za 4,9 miliona eura ili 8,8% više nego godinu dana ranije.

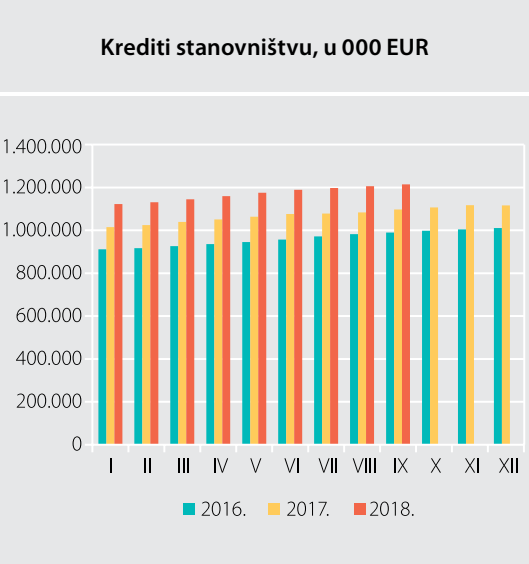
Depoziti sektora stanovništva su iznosili 1.308,7 miliona eura na kraju septembra tekuće godine i bili su za 76,9 miliona eura ili 6,2% viši nego na kraju 2017. godine, odnosno za 111,3 miliona eura ili 9,3% viši nego u istom periodu prethodne godine.

Koeficijent krediti/depoziti za ovaj sektor je iznosio 0,93 na kraju septembra 2018. godine i bio je na višem nivou u odnosu na kraj prethodne godine kada je iznosio 0,91, kao i u poređenju sa istim periodom prethodne godine kada je iznosio 0,92.

Sektor stanovništva je na kraju trećeg kvartala 2018. godine ostvario neto štednju u ukupnom iznosu od 93,7 miliona eura, koja je za 21,3 miliona eura ili 18,5% niža nego na kraju 2017. godine, odnosno za 5,8 miliona eura ili 5,9% niža nego u istom periodu prethodne godine.

U trećem kvartalu 2018. godine, statistika platnog bilansa bilježi blagi pad priliva novčanih sredstava po osnovu kompenzacija zaposlenih, kao i po

Grafik 29



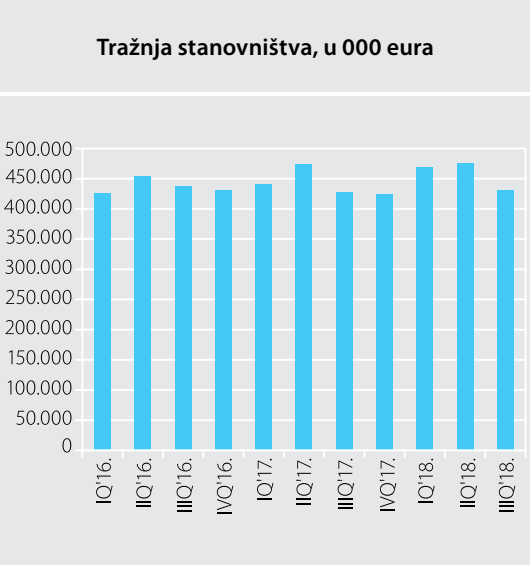
Grafik 30

Izvor: CBCG

[5] Sektor stanovništva obuhvata rezidentna fizička lica i preduzetnike.

[6] Broj stanovnika za 2018. godinu: procjena na 1. januar (2018. godine), izvor: Monstat.

Grafik 31



osnovu doznaka stanovništva iz inostranstva u odnosu na drugi kvartal 2018. godine.

Posmatrajući ukupnu tražnju sektora stanovništva po kvartalima, primjećuje se da je tražnja stanovništva u trećem kvartalu ove godine niža u poređenju sa prethodnim kvartalom, a viša u odnosu na tražnju stanovništva iz trećeg kvartala 2017. godine.

3.1.2. Analiza budžeta

Budžet Crne Gore za devet mjeseci 2018. godine, prema preliminarnim podacima Ministarstva finansija, ostvario je ukupne primitke[7] u iznosu od 1,93 milijardi eura.

Izvorni prihodi iznosili su 1,27 milijardi eura ili 27,6% projektovanog BDP-a[8], i na nivou su planiranih, a u poređenju sa istim periodom 2017. godine izvorni prihodi budžeta bili su viši za 14,1%. U strukturi izvornih prihoda najveće učešće (63,3%) ostvarili su prihodi od poreza, zatim doprinosi 27,6%, ostali prihodi 4,8%, naknade 1,5%, donacije 1,4%, takse 1% i primici od otplate kredita i sredstva prenesena iz prethodne godine 0,4%.

Prihodi po osnovu poreza iznosili su 806 miliona eura i ostvarili su rast od 11,8% u odnosu na isti period 2017. godine, dok su u poređenju sa planom bili viši za svega 0,5%. Svi porezi su porasli u odnosu na devet mjeseci prethodne godine. Nominalno, najveći rast prihoda u odnosu na prethodnu godinu ostvaren je kod poreza na dodatu vrijednost u iznosu od 58 miliona eura ili 14,4% kao rezultat povećane stope PDV-a (sa 19% na 21%) i poreza na dobit pravnih lica u iznosu od 19,3 miliona eura ili 42,7% usljed pojačane ekonomske aktivnosti.

Prihodi po osnovu doprinosa iznosili su 351,3 miliona eura, što je neznatno niže u odnosu na plan, a za 6,2% više u odnosu na isti period 2017. godine.

Konsolidovani izdaci budžeta, za devet mjeseci 2018. godine, iznosili su 1,30 milijardi eura ili 28,1% BDP-a. Ostvareni izdaci su u odnosu na plan za devet mjeseci tekuće godine bili niži za 5,8%, a u odno-

[7] Primici uključuju izvorne prihode (direktne i indirektne poreze i neporeske prihode), pozajmice i kredite, kao i prihode od prodaje imovine.

[8] Izvor: Ministarstvo finansija; procijenjeni BDP za 2018. godinu iznosi 4.604,5 miliona eura.

su na uporedni period prethodne godine bili su viši za 6,3% ili 77 miliona eura, i to najviše zbog povećanja kapitalnog budžeta za 43,5 miliona eura i transfera institucijama, pojedincima, nevladinom i javnom sektoru za 28,3 miliona eura.

Tekući budžetski izdaci u posmatranom periodu iznosili su 576 miliona eura i bili su niži od planiranih za 1,6%, dok je u odnosu na uporedni period prethodne godine ostvaren rast od 3,4%.

Kapitalni budžet iznosio je 144,6 miliona eura ili 3,1% BDP-a.

Deficit[9] budžeta Crne Gore, za devet mjeseci 2018. godine, procijenjen je na 22,6 miliona eura ili 0,5% BDP-a.

3.1.3. Nefinansijski sektor[10]

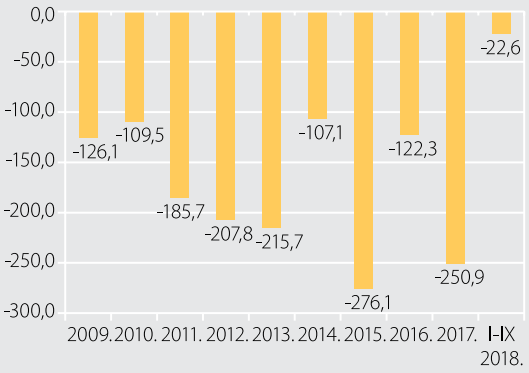
Usljed odsustva podataka o investicijama nefinansijskog sektora, kao aproksimaciju možemo koristiti neto zaduženost nefinansijskog sektora.

Krediti nefinansijskog sektora su na kraju septembra 2018. godine bili manji od depozita ovog sektora. Na kraju trećeg kvartala 2018. godine, neto štednja nefinansijskog sektora iznosila je 129 miliona eura. (grafik br. 33).

U strukturi kredita ovog sektora, na kraju prvog kvartala 2018. godine dominirali su dugoročni krediti sa 74,4%, što ukazuje na to da su se krediti privrede dominantno koristili za povećanje obima ekonomske aktivnosti.

Grafik 32

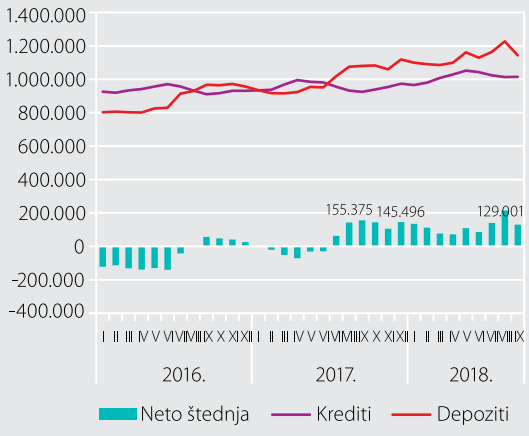
Budžetski suficit/deficit u periodu 2009 – septembar 2018, u milionima eura



Izvor: Ministarstvo finansija

Grafik 33

Neto štednja nefinansijskog sektora, u 000 EUR



[9] Metodologija obračuna *suficita/deficita* »Sl.list RCG«, 53//09. Deficit predstavlja razliku između izvornih prihoda i konsolidovanih izdataka.

[10] Nefinansijski sektor obuhvata privredna društva u državnom vlasništvu i privredna društva u privatnom vlasništvu.

3.1.4. Eksterna tražnja i tekući račun platnog bilansa

U periodu januar-septembar 2018. godine zabilježeno je povećanje deficita tekućeg računa, čemu je doprinijelo povećanja deficita na računu roba i smanjenju suficita na računu primarnog dohotka. Prema preliminarnim podacima, deficit tekućeg računa iznosio je 416,6 miliona eura i predstavlja povećanje u odnosu na isti period prethodne godine od 32,2%, što je posljedica produbljivanja neravnoteže na računu roba odnosno značajno većeg apsolutnog rasta uvoza od izvoza roba.

Deficit na računu roba u periodu januar-septembar 2018. godine iznosio je 1,5 milijardi eura ili 12,6% više nego u prethodnoj godini. Ukupan izvoz roba iznosio je 312,7 miliona eura, što predstavlja povećanje od 11,3%, dok je istovremeno uvezeno robe u vrijednosti od 1,8 milijardi eura što je porast od 12,4% u odnosu na isti period 2017. godine. Veći uvoz robe rezultat je veće domaće potražnje za realizacijom infrastrukturnih projekata, kao i drugih značajnih projekata u oblasti energetike i turizma.

Na računu usluga u posmatranom periodu ostvaren je suficit u iznosu od 897,3 miliona eura, što je za 11,2% više nego u istom periodu 2017. godine. Ukupni prihodi od usluga iznosili su 1,3 milijarde eura ili 12,4% više u odnosu na posmatrani period 2017. godine, tome je značajno doprinijelo povećanja prihoda po osnovu putovanja/turizma od 8,3% (930 milona), dok su ostvareni rashodi u iznosu od 433,7 miliona eura (rast od 14,9%).

Na računu primarnih dohodaka ostvaren je suficit u iznosu od 28,8 miliona eura, što je za 59,1% manje u odnosu na isti period 2017. godine. Prihodi po osnovu primarnih dohodaka iznosili su 219,3 miliona eura, što je za 6,8% više u poređenju sa prethodnom godinom. U posmatranom periodu zabilježeno je povećanje ukupnih rashoda za 41%, koji su iznosili 190,5 miliona eura, zbog većeg odliva po osnovu kompenzacija zaposljenih, isplaćenih dividendi i kamata. Na računu sekundarnih dohodaka ostvaren je suficit u iznosu od 184,5 miliona eura, što je za 13% više nego u istom periodu 2017. godine.

Grafik 34

Izvor: CBCG

Prema preliminarnim podacima, neto priliv stranih direktnih investicija u periodu januar-septembar 2018. godine iznosio je 218,4 miliona eura, što predstavlja smanjenje od 29,9% u poređenju sa istim periodom prethodne godine. Ovakvo kretanje rezultat je značajno većeg odliva po osnovu otplate interkompanijskog duga, kao i povlačenja vlasničkih ulaganja jedne velike kompanije u poređenju sa istim periodom 2017. godine, dok je istovremeno ostvareno povećanje ukupnog priliva SDI (za 43,7%) što je značajno ublažilo smanjenje neto priliva SDI.

Ukupan priliv SDI iznosio je 588,8 miliona eura, od čega su vlasnička ulaganja iznosila 365,5 miliona eura (rast od 63,3%), dok je priliv u formi interkompanijskog duga iznosio 203,8 miliona eura ili 15% više u poređenju sa istim periodom 2017. godine. Priliv novčanih sredstava po osnovu po-

vlačenja sredstava rezidenata investiranih u inostranstvu iznosio 19,6 miliona eura (3,3% ukupnog priliva).

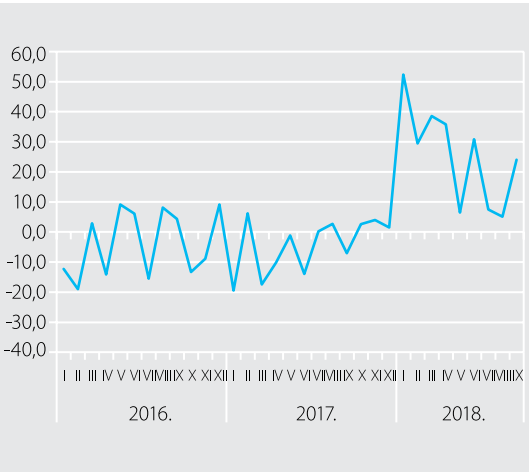
Na računu *portfolio investicija* u periodu januar-septembar 2018. godine zabilježen je neto priliv u iznosu od 102,8 miliona eura, dok je neto priliv na računu *ostalih investicija* iznosio 173,4 miliona eura. Kretanja na računu ostalih investicija karakteriše povećanje obaveza po osnovu uzetih kredita, kao i povećanje depozita banaka u inostranstvu.

3.2. Ponuda i proizvodnja

Industrijska proizvodnja je u prvih devet mjeseci ove godine zabilježila rast od 24,4% u odnosu na isti period prethodne godine. Rast proizvodnje je zabilježen u sektoru prerađivačka industrija od 5,3% i sektoru snabdijevanja električnom energijom, gasom i parom od 84,8%, dok je u sektoru vađenje rude i kamena ostvaren pad od 18,6%. Posmatrajući mjesečne podatke o kretanju industrijske proizvodnje, najveći rast je ostvaren u februaru (13,7%) i junu (13,4%), dok je najveći pad zabilježen maju (-17%) i aprilu (-16,3%).

Grafik 35

Industrijska proizvodnja, godišnja stopa rasta



Izvor: MONSTAT

Tokom prvih devet mjeseci ove godine, u Crnoj Gori je u kolektivnom smještaju boravilo 926.741 turista, što predstavlja rast od 12,4% u odnosu na isti period prethodne godine. Broj dolazaka domaćih turista u kolektivnom smještaju povećan je za 6,1%, a stranih za 13,2%. Ostvareno je 3,8 miliona noćenja, što je za 7,5% više nego u istom periodu prethodne godine.

Ukupna proizvodnja šumskih sortimenata u prvih devet mjeseci 2018. godine iznosila je 212.078 m³, što predstavlja pad od 13,6%[11] u odnosu na isti period 2017. godine.

Prema prelimenarnim podacima vrijednost izvršenih građevinskih radova za prvih devet mjeseci ove godine iznosila je 498,2 miliona eura i bila je viša za 31,5% u odnosu na isti period prethodne godine, dok je građevinska aktivnost mjerena efektivnim časovima rada veća za 14,9%.

U vazdušnom saobraćaju je broj prevezenih putnika, za prvih devet mjeseci 2018. godine u odnosu na isti period prethodne, povećan za 12,6%, a prevoz robe za 5,9%. U drumskom saobraćaju, u prvih devet mjeseci, prevezeno je 0,7%[12] više putnika nego u istom periodu prethodne godine, dok je prevoz

[11] Iskazano ponderisanim indeksom, a neponderisanim je proizvodnja manja za 13% za isti period.

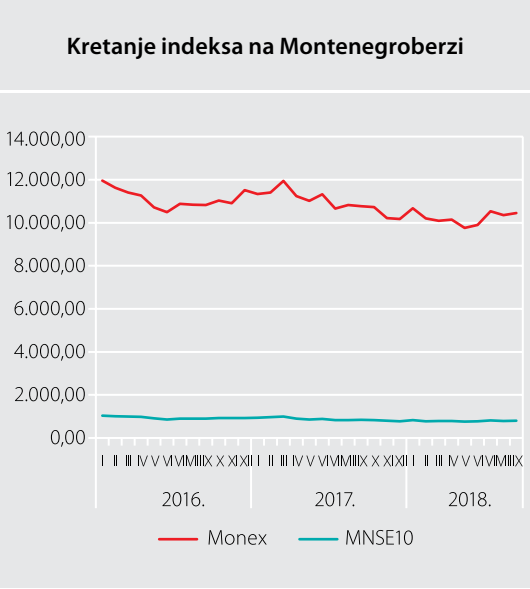
[12] Izraženo preko broja prevezenih putnika, a preko putničkih km rast prevoza putnika od 1,3%.

robe manji za 2,3%[13]. U željezničkom saobraćaju je u istom periodu prevoz putnika veći za 7%[14], a prevoz robe manji za 38,1%[15].

3.3. Berzanski indeksi

Na kraju trećeg kvartala 2018.godine, indexi Monex i MNSE10 ostvarili su rast u odnosu na kraj prethodne godine. U odnosu na isti period prethodne godine oba indexa zabilježila su pad (grafik br. 36).

Grafik 36



Izvor: Montenegroberza

Berzanski indeks Monex[16] na kraju septembra tekuće godine iznosio je 10.455,09 i zabilježio je rast od 279,66 indeksnih poena ili 2,7% u odnosu na kraj prethodne godine, i pad od 317,44 indeksnih poena ili 2,9% u odnosu na isti period prethodne godine.

Indeks MNSE10[17] iznosio je 798,38 na kraju trećeg kvartala 2018. godine i zabilježio je rast od 21,69 indeksnih poena ili 2,8% u odnosu na kraj 2017. godine, dok je u odnosu na isti period prethodne godine bio niži za 33,23 indeksnih poena ili 4,3%.

[13] Izraženo preko prevezene robe u hiljadama tona, a preko tonskih km pad prevoza robe od 30,3%.

[14] Izraženo preko prevezenih putnika u hiljadama, a preko putničkih kilometara povećanje od 13,3%.

[15] Izraženo preko hiljada tona, a izraženo tonskim kilometrima smanjenje je iznosilo 29,1%.

[16] MONEX je opšti (benchmark) indeks Montenegroberze sa ciljem da u što preciznijoj mjeri opiše kretanje cijena akcija na Berzanskom i Slobodnom tržištu „Montenegroberze“ AD Podgorica. Indeks MONEX predstavlja nasljednika indeksa MONEX20 koji sa novom Metodologijom ima više kompanija u svojoj indeksnoj korpi.

[17] MNSE10 je vodeći indeks (blue-chip) Montenegroberze sa ciljem da u što preciznijoj mjeri opiše kretanje cijena najreprezentativnijih akcija na Berzanskom i Slobodnom tržištu „Montenegroberze” AD Podgorica. U njegov sastav ulazi deset „najboljih“ kompanija sa crnogorskog tržišta.

4. MONETARNA POLITIKA

Tokom trećeg kvartala 2018. godine, nije bilo izmjena postojećih, niti su donesene nove odluke koje se odnose na instrumente monetarne politike Centralne banke Crne Gore.

5. PROGNOZA INFLACIJE ZA 2018. I PRVA TRI KVARTALA 2019. GODINE

5.1. Modelska procjena

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

Grafikon „Fena" Crne Gore za 2018. godinu i tri kvartala 2019. godine baziran je na tri procijenjena sastavna dijela:

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

Centralna projekcija grafikona „Fena" – ARIMA model za 2018. godinu i tri kvartala 2019. godine

U cilju izrade grafikona „Fena", razvijen je ARIMA (autoregresivni integrisani model sa pokretnim prosjecima) model vremenske serije inflacije Crne Gore, izražene preko indeksa potrošačkih cijena[18].

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

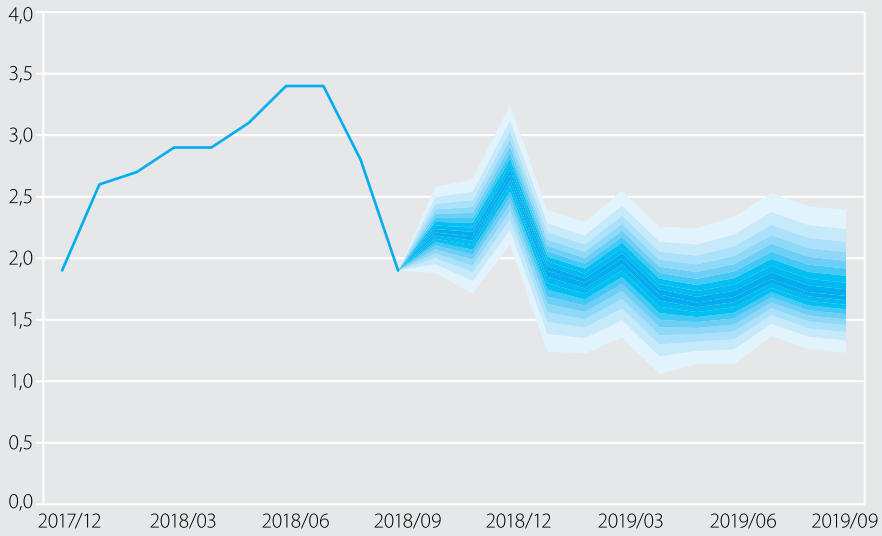
[18] Detaljno objašnjenje ARIMA modela Crne Gore predstavljeno je u radnoj studiji Centralne banke br. 11 **„Prognoziranje inflacije: Empirijsko istraživanje kretanja indeksa cijena na malo Crne Gore za 2007. godinu–primjena ARIMA modela".**

dijagnostike. Odabrani ARIMA model, ARIMA (1,1,11)[19], ima dovoljan nivo pouzdanosti za potrebe prognoze.

Vrijednost projekcija na mjesečnom nivou je iskorišćena za vrijednosti centralne projekcije grafikona indeksa potrošačkih cijena za 2018. godinu i tri kvartala 2019. godine. Dobijene vrijednosti predstavljaju modu distribucije, odnosno vrijednosti sa najvećom frekvencijom u distribuciji ove vremenske serije.

Grafik 37

Projekcija indeksa potrošačkih cijena Crne Gore za 2018. godinu i tri kvartala 2019. godine



Izvor: CBCG, 2018.

Srednja vrijednost dobijenog modela je 2,1. Vrijednost koeficijenta asimetričnosti varira u rasponu od 0,5 do 1, a vrijednost standardne devijacije iznosi 0,25. Modelska projekcija inflacije smještena je u centralnom dijelu distribucije. Grafikonom „Fena" objašnjeno je 90% vjerovatnoće distribucije inflacije. Centralna projekcija se obično nalazi u najtamnijem dijelu grafikona, odnosno centralnih 10% vjerovatnoće.[20] Grafikon „Fena" ima po osam slojeva sa svake strane, različitih boja, iznad i ispod centralnog sloja, pri čemu svaki sloj iste boje, u zbiru, iznad i ispod centralnog benda, kumulativno, objašnjava narednih 10% vjerovatnoće kretanja inflacije. Kako neizvjesnost tokom vremena raste, to grafikon „Fena" postaje sve širi.

[19] ARIMA model se obično označava ARIMA (p,d,q), gdje p predstavlja broj autoregresivnih varijabli, d se odnosi na nivo stacionarnosti zavisne varijable, dok q predstavlja broj varijabli, pokretnih prosjeka, koji se nalaze u odgovarajućem modelu.

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

Grafik „Fena" inflacije („fan chart") Crne Gore, baziran na procjeni ARIMA modela, za posljednji kvartal 2018. godine i tri kvartala 2019. godine, pokazuje da će se, sa vjerovatnoćom od *90%, inflacija, mjerena preko indeksa potrošačkih cijena, u zavisnosti od mjeseca, kretati u intervalu od 1,1% do 3,2%, sa centralnom projekcijom od 2,1%.*

***Za 2018. godinu, projektuje se prosječna inflacija od 2,8%**, a za decembar 2018. godine, projektuje se inflacija u rasponu od 2,1% do 3,2%, sa centralnom tendencijom od 2,6%. Za tri kvartala 2019. godine, projektuje se inflacija u rasponu od 1,1% do 2,6%, sa centralnom tendencijom od 1,8%*. Centralna projekcija „Fan Charta" (koja se odnosi na najtamniji dio grafika), predstavlja raspon vjerovatnoće od 10% (grafik br. 37).

Polazne pretpostavke prognoze inflacije za 2018. godinu i tri kvartala 2019. godine

Rizici oko projektovane stope inflacije prikazani na grafikonu "Fena" su simetrično postavljeni. Na višu stopu inflacije od projektovane mogao bi uticati snažniji rast cijena nafte na međunarodnom tržištu usljed jačanja geopolitičkih napetosti i jačanja trgovinskog protekcionizma. Rastu cijena mogle bi doprinijeti i nepovoljne vremenske prilike koje utiču na rast cijena hrane i električne energije. Sa druge strane, rizici koji bi doprinijeli nižoj stopi inflacije odnose se na snažniji pad cijene nafte kao i slabiji rast inflacije u eurozoni od projektovanog.

Interni faktori:

- Povećanje akciza na etil alkohol i gazirana pića sa dodatkom šećera u 2019. godini.
- Povećanje akciza na ugalj u 2019. godini.
- Potencijalno povećanje električne enegrije za 5%, usljed rasta akciza na ugalj.
- Fluktuacija cijene poljoprivrednih proizvoda +/- 5%, uslovljna vremenskim promjenama.
- Stagnacija zarada i cijena nekretnina.

Eksterni faktori:

- Očekivanja sa terminskog tržišta ukazuju na rast cijena sirove nafte u 2018. godini. Tokom 2019. godine na međurodnom tržištu prognozira se smanjenje prosječne cijene sirove nafte, koja će biti u značajnoj mjeri uslovljena faktorima ponude, odnosno najavljenim rastom proizvodnje u SAD-u.
- Za 2018. i za 2019. godine, očekuje se stabilizacija i umjereni rast cijena prehrambenih proizvoda na međunarodnom tržištu. Ipak, medjunarodne institucije navode da će glavni rizik za cijene prehrambenih proizvoda predstavljati trgovinski konflikt izmedju SAD-a i njihovih glavnih trgovinskih partnera.
- Rast ekonomske aktivnosti u eurozoni nije prouzrokovao inflatorne pritiske, pa ECB i dalje očekuje da će stopa inflacije biti blago ispod ciljane (1,7%). Takodje, ECB je najavila da će ključne kamatne stope ostati nepromijenjene, bar do ljeta sljedeće godine, a ako bude potrebe i duže, da bi se ostvarila ciljna stopa inflacije od blizu 2%. Polazeći od navedenog, za sada ne očekujemo značajnije inflatorne pritiske iz eurozone.

Odstupanje nekog od ovih parametara bi zahtijevalo i korekciju prognoze.

6. OČEKIVANA INFLACIJA U 2018. GODINI

Prvu polovinu ove godine je okarakterisala nešto viša stopa inflacije, koja je bila i očekivana, kao rezulat internih i eksternih faktora. Najvažniji interni faktori se odnose na mjere fiskalne konsolidacije koje su rezultirale rastom poreza na dodatnu vrijednost i akciza. Od eksternih faktora izdvaja se rast cijena nafte na svjetskim berzama, koje imaju visok efekat prenosa na domaće cijene.

Da je u pitanju samo jednokratna pojava sugeriše i kretanje bazične godišnje stope inflacije koja je bila niska i za 0,7 p.p. niža od ukupne inflacije na kraju juna. Takodje, u trećem kvartalu je došlo do usporavanja rasta inflacije.

Ipak, godišnja stopa inflacija nije značajnije odstupila od stope inflacije u drugim privredama u tranziciji, čak je bila i niža od većine posmatranih zemalja. Na to je vjerovatno uticao i ekonomski rast viši od očekivanog, koji ima antiinflatorno dejstvo. Kada su u pitanju inflatorna očekivanja najviše i banaka i anketiranih preduzeća očekuje inflaciju izmedju 2,5% i 3%. Takodje, očekivanja ukazuju na dalji pad kamatnih stopa, rast proizvodnje i investicija što će takodje djelovati antiinflatorno.

Modelska procjena za kraj 2018. godine projektuje inflaciju u rasponu od 2,1% do 3,2%, sa centralnom tendencijom od 2,6%. Naša ekspertska procjena je nešto niža i ona je bazirana na usporavanju inflacije u III kvartalu. Prema ekspertskoj procjeni inflacija će se u 2018. godini kretati u rasponu od 1,5% do 3,5%.

Tabela 3

Očekivana stopa inflacije na kraju 2018. godine		
Donji prag inflacije	Centralna projekcija	Gornji prag inflacije
1,5	2,5	3,5

Ova procjena se bazira na istim pretpostavkama kao ekonometrijska procjena i odstupanje neke od pretpostavki zahtjevalo bi korekciju ove procjene