

UNIVERZITET CRNE GORE
EKONOMSKI FAKULTET PODGORICA

MR VASILIJE ĐUROVIĆ

**UTICAJ NACIONALNIH RAZVOJNIH I
FINANSIJSKIH INSTITUCIJA NA RAST
KONKURENTNOSTI I SUPSTITUCIJU
UVOZA U CRNOJ GORI**

Doktorska disertacija

Podgorica, 2026.

UNIVERSITY OF MONTENEGRO
FACULTY OF ECONOMICS PODGORICA

MSc VASILJE ĐUROVIĆ

**THE IMPACT OF NATIONAL DEVELOPMENT
AND FINANCIAL INSTITUTIONS ON THE
GROWTH OF COMPETITIVENESS AND
IMPORT SUBSTITUTION IN MONTENEGRO**

PhD thesis

Podgorica, 2026.

PODACI O DOKTORANDU

Ime i prezime: Vasilije Đurović

Datum rođenja: 19. 05. 1991.

Naziv završenog studijskog programa i godina završetka: Ekonomski fakultet
Podgorica, smjer Evropske ekonomske integracije, 2012.

UDK, OCJENA I ODBRANA DOKTORSKE DISERTACIJE

Datum sjednice Senata Univerziteta na kojoj je prihvaćena teza: 24. 06. 2021.

Mentor:

Prof. dr Predrag Bjelić, redovni profesor, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

Komisija za ocjenu podobnosti teze i kandidata:

Prof. dr Nikola Milović, redovni profesor, Univerzitet Crne Gore, Ekonomski fakultet

Prof. dr Predrag Bjelić, redovni profesor, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

Prof. dr Vesna Karadžić, redovni profesor, Univerzitet Crne Gore, Ekonomski fakultet

Komisija za ocjenu doktorske disertacije:

Prof. dr Nikola Milović, redovni profesor, Univerzitet Crne Gore, Ekonomski fakultet

Prof. dr Predrag Bjelić, redovni profesor, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

Prof. dr Vesna Karadžić, redovni profesor, Univerzitet Crne Gore, Ekonomski fakultet

Komisija za odbranu doktorske disertacije:

Prof. dr Nikola Milović, redovni profesor, Univerzitet Crne Gore, Ekonomski fakultet

Prof. dr Predrag Bjelić, redovni profesor, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

Prof. dr Vesna Karadžić, redovni profesor, Univerzitet Crne Gore, Ekonomski fakultet

Datum odbrane:

Datum promocije:

UDK broj:

APSTRAKT

Nacionalne razvojne i finansijske institucije igraju ključnu ulogu u jačanju konkurentnosti domaće privrede, prateći razvojnu strategiju zemlje, obezbjeđujući povoljnije uslove finansiranja sektora mikro, malih i srednjih preduzeća (MMSP), čime se istovremeno i povećava izvozni potencijal i smanjuje uvozna zavisnost nacionalne ekonomije, te podstiče njena otpornost i smanjuju negativni efekti rastućih eksternih šokova na male i otvorene ekonomske sisteme kakav je Crna Gora. Investiciono razvojni fond (IRF) kao nacionalna razvojna finansijska institucija omogućava lakši pristup finansijama za sektor MMSP kroz ponudu posebnih finansijskih usluga i ekspertizu. Aktivnosti IRF-a utiču direktno i indirektno na proces restrukturiranja crnogorske ekonomije, povećanje konkurentnosti privatnog sektora, ekonomsku perspektivu na lokalnom nivou, smanjenje regionalnih gepova, smanjenje uvozne zavisnosti i jačanje izvozne orijentacije sektora MMSP, što u konačnom vodi promjenama i na finansijskom tržištu i boljim uslovima finansiranja, smanjenju spoljnotrgovinskog deficita i snaženju ekonomije u cjelini. Anticiklična uloga IRF-a u finansiranju razvojnih prioriteta, uz očuvanje ekonomske supstance u vremenima recesija i kriza, postaje još značajnija u savremenim geopolitičkim uslovima, rastu sistemske neizvjesnosti i konkurentskom pritisku koji dolazi sa regionalnog i globalnog tržišta.

Polazeći od komparativne analize i savremenog pristupa razvojnoj politici i finansiranju razvoja, rad istražuje uticaj IRF-a, kao nacionalne razvojno orjentisane kreditne institucije, na razvojnu performansu privrede i rast konkurentnosti sektora MMSP. Korišćenjem komparativnog metoda, benčmarking metoda, statističke analize i same studije slučaja IRF-a u referentnom periodu, potvrđuje se hipoteza da je aktivnostima IRF-a olakšan pristup finansijama sektoru MMSP, uz praćenje razvojne strategije države. Empirijsko istraživanje ispituje dinamički odnos između efektivnih aktivnih kamatnih stopa IRF-a i komercijalnih banaka u Crnoj Gori korišćenjem ekonometrijske metode posebno modela vektorske autoregresije (VAR).

Rezultatima empirijskog istraživanja potvrđuje se značajna uloga IRF-a u oblikovanju kreditnih uslova u Crnoj Gori i pružaju dokazi o njegovom uticaju na širu stabilnost finansijskog tržišta. Istraživanjem se dokazuje da postoji značajan uticaj IRF-a na nivo kamatnih stopa komercijalnih banaka, a ne obratno. Smanjenje kamatne stope IRF-a dovodi do značajnog smanjenja kamatnih stopa komercijalnih banaka u kratkom roku, već u narednom mjesecu. Drugim riječima, promjene u stopama IRF-a brzo se prenose na širi bankarski sektor, utičući na uslove kreditiranja. Komercijalne banke se relativno brzo prilagođavaju promjenama u stopama IRF-a u kratkom roku, što sugeriše da institucije za finansiranje razvoja igraju veoma važnu ulogu u uticaju na uslove kreditiranja tokom perioda ekonomskog prilagođavanja ili turbulencija, uz smanjenje uticaja u srednjem roku.

Naučni doprinos istraživanja ogleda se u obuhvatnoj analizi operacija IRF-a, gdje se na studiji slučaja i kroz ekonometrijsko istraživanje, dokazuje značaj nacionalne razvojne i finansijske institucije na primjeru crnogorske ekonomije. Praktični doprinos istraživanja ogleda se u primjeni benčmarking metoda kod analize srodnih razvojnih i finansijskih institucija, te definisanja preporuka za Crnu Goru i dalji razvoj ove institucije koja

prerasta u razvojnu banku. Poseban doprinos ogleda se u analizi uticaja IRF-a na uslove finansiranja privrede i kretanje kamatnih stopa, te jačanje izvozne komponente i supstitucije uvoza. Društveni doprinos ogleda se u analizi podrške IRF-a ravnomjernijem regionalnom razvoju i ostvarenju strateški razvojnih ciljeva zemlje.

Ključne riječi: konkurentnost sektora MMSP, razvojne i finansijske institucije, Crna Gora, Investiciono-razvojni fond, supstitucija uvoza

Naučna oblast: Međunarodna ekonomija

Uža naučna oblast: Makroekonomski aspekti međunarodne trgovine i finansija¹

¹ <https://www.aeaweb.org/econlit/jelCodes.php?view=jel#F> (JEL Classification of international economics)

ABSTRACT

National development and financial institutions play a crucial role in enhancing the competitiveness of the domestic economy, following the country's development strategy by providing more favourable financing conditions for the micro, small, and medium-sized enterprises (MSME) sector. This simultaneously increases export potential and reduces the import dependency of the national economy, enhancing its resilience and mitigating the negative effects of growing external shocks on small and open economic systems like Montenegro. The Investment and Development Fund (IDF), as a national development financial institution, facilitates easier access to finance for the MSME sector through the provision of specialized financial services and expertise. The activities of the IDF, directly and indirectly, influence the restructuring of Montenegro's economy, increasing the competitiveness of the private sector, improving economic prospects at the local level, reducing regional disparities, lowering import dependence, and strengthening the export orientation of the MSME sector. Ultimately, this leads to changes in the financial market, better financing conditions, a reduction in the foreign trade deficit, and overall economic strengthening. The counter-cyclical role of the IDF in financing development priorities, while preserving economic substance during times of recession and crises, becomes even more significant in the contemporary geopolitical context, with rising systemic uncertainty and competitive pressures from both regional and global markets.

Based on a comparative analysis and a modern approach to development policy and development financing, this paper examines the impact of the IDF, as a nationally development-oriented credit institution, on the developmental performance of the economy and the competitiveness growth of the MSME sector. Through the use of comparative methods, benchmarking, statistical analysis, and a case study of the IDF over the reference period, the hypothesis is confirmed that the IDF's activities have facilitated access to finance for the MSME sector, in line with the state's development strategy. The empirical research examines the dynamic relationship between the effective interest rates of the IDF and commercial banks in Montenegro using econometric methods, particularly the vector autoregression (VAR) model.

The results of the empirical research confirm the significant role of the IDF in shaping credit conditions in Montenegro and provide evidence of its impact on the broader stability of the financial market. The research demonstrates that the IDF significantly influences the interest rates of commercial banks, not vice versa. A reduction in the IDF's interest rates leads to a significant reduction in commercial banks' interest rates in the short term, as early as the following month. In other words, changes in the IDF's rates quickly transmit to the broader banking sector, affecting lending conditions. Commercial banks relatively quickly adjust to changes in the IDF's rates in the short term, which suggests that development financing institutions play a very important role in influencing lending conditions during periods of economic adjustment or turbulence, with a reduced impact in the medium term.

The scientific contribution of the research lies in the comprehensive analysis of the IDF's operations, where the case study and econometric research demonstrate the

importance of national development and financial institutions through the example of the Montenegrin economy. The practical contribution of the research is reflected in the application of benchmarking methods in the analysis of similar development and financial institutions and the formulation of recommendations for Montenegro and the further development of this institution as it transitions into a development bank. A particular contribution is found in the analysis of the IDF's impact on financing conditions and interest rate movements, as well as the strengthening of the export component and import substitution. The societal contribution is reflected in the analysis of the IDF's support for more balanced regional development and the achievement of the country's strategic development goals

Key words: competitiveness of the MSME sector, development and financial institutions, Montenegro, Investment and Development Fund, import substitution

Scientific field: International Economics

Narrow scientific field: Macroeconomic aspects of international trade and finance

SPISAK TABELA I GRAFIKA

SPISAK TABELA

Tabela 1. Trend rasta globalnog ukupnog duga 1970. -2024. godine (% BDP-a)	33
Tabela 2. Investicije u Crnoj Gori 2006-2024. godine (000 EUR).....	52
Tabela 3. Izvori finansiranja razvojnih finansijskih institucija.....	76
Tabela 4. Ključni atributi RFI / RB	104
Tabela 5. Analiza mandata srodnika	105
Tabela 6. Analiza vlasništva, uređenje i supervizija srodnika.....	111
Tabela 7. Pregled vršnjačkih aranžmana odbora i upravljanja	114
Tabela 8. Rukovođenje i upravljanje rizicima od strane srodnih institucija	116
Tabela 9. Analiza finansijskog učinka i održivosti vršnjaka.....	120
Tabela 10. Pregled poslovnog modela srodnih RFI.....	122
Tabela 11. Ključni atributi izabranih razvojnih banaka – sumarna tabela.....	125
Tabela 12. Kreditne linije IRF-a.....	134
Tabela 13. Uvezanost strategija, njihovih ciljeva i mjera, sa mandatom IRF-a.....	140
Tabela 14. Površina statističkih regija Crne Gore i promjene broja stanovnika 2011-2023. g.....	144
Tabela 15. Indeks razvijenosti jedinica lokalne samouprave.....	145
Tabela 16. Akcioni plan SRR 2023-2027. za 2023. godinu – kreditne linije IRF-a	152
Tabela 17. Granska struktura crnogorske ekonomije	157
Tabela 18. Kreditiranje privrede i zajmovi za održavanje likvidnosti	171
Tabela 19. Obim kredita privredi prema ročnosti (000 €).....	176
Tabela 20. Pogrešna procjena A2F projekta.....	185
Tabela 21. Kreditiranje privrede IRF-a i komercijalnih banaka u kriznoj 2020. godini	216
Tabela 22. IRF dodatnost u odnosu na oblike “fjaska” tržišta.....	220
Tabela 23. Saldo roba i usluga u BDP-u Crne Gore 2006 – 2024. godine.....	242
Tabela 24. Spoljnotrgovinski partneri Crne Gore: trgovina robama 2015-2024. godine	243
Tabela 25. Spoljna trgovina sa CEFTA zemljama.....	244
Tabela 26. Crna Gora, robni izvoz, 2023. godine (CN).....	245
Tabela 27. Robni izvoz Crne Gore po CPA klasifikaciji.....	247
Tabela 28. Neto izvoz i stepen pokrivenosti uvoza izvozom električne energije 2016-2025.	251
Tabela 29. ICT Indikator izvoznog potencijala, Crna Gora, 20 proizvoda.....	253
Tabela 30. Prikaz glavnih izvoznih i uvoznih proizvoda prehrambene industrije - region	255
Tabela 31. Podrška IRF poljoprivredi i proizvodnji hrane, i turizmu u Crnoj Gori 2010-2024.	263
Tabela 32. Plasmani u poljoprivredi 2010-2023. godine (kombanke).....	264
Tabela 33. Indirektna podrška izvozu IRF-a - Podrška konkurentnosti kompanija kroz smanjenje transfernih troškova	265
Tabela 34. Deskriptivna statistika.....	275
Tabela 35. Test jediničnog korijena.....	276

Tabela 36. Ocjene vektorske autoregresije.....	278
Tabela 37. Grejndžerov test uzročnosti	281
Tabela 38. Dekompozicija varijanse	310
Tabela 39. Ljung-Box Q-statistika za serijsku korelaciju	310
Tabela 40. Testovi heteroskedastičnosti	310
Tabela 41. Test stabilnosti	311
Tabela 42. Dekompozicija varijanse – obrnuti redosljed	311
Tabela 43. Johansenovi testovi kointegracije	312
Tabela 44. VECM Ocjene.....	312
Tabela 45. IRF tabela VECM-a	313
Tabela 46. VARX Ocjene	315
Tabela 47. Testovi jediničnih korena za egzogene promenljive.....	316
Tabela 48. IRF tabela VARx-a	316
Tabela 49. Procjene vektorske autoregresije – prije COVID-19	318
Tabela 50. IRF tabela VAR-a prije COVID-19.....	318

SPISAK ŠEMA

Schema 1. Hausmann-Rodrik-Velasco stablo odlučivanja o dijagnostici rasta u slučaju niskog nivoa privatnih investicija i nerazvijenog preduzetništva	38
Schema 2. Raznovrsnost tipologija razvojnih finansijskih institucija i razvojnih banaka	46

SPISAK GRAFIKA

Grafik 1. Kako povećanje troškova zaduženja usporava poslovni ciklus.....	34
Grafik 2: BDP i investicije u Crnoj Gori 2006-2024. godine	52
Grafik 3: Investicije u Crnoj Gori kao % BDP-a, 2006-2024.....	53
Grafik 4. Metodološki okvir za poređenje	71
Grafik 5. Atributi razvojnih finansijskih institucija za poređenje	72
Grafik 6. Targetirani klijenti razvojnih banaka	79
Grafik 7. Tipovi kredita koje razvojne banke nude svojim klijentima	82
Grafik 8. Udio razvojnih banaka koje nude ostale finansijske usluge	83
Grafik 9. HH indeks, tržišna učešća (%), 2006–2024	162
Grafik 10. Nekvalitetni plasmani (NPL) IRF-a naspram komercijalnih banaka (kreditu privredi)	168
Grafik 11. Neto rezultat (mil €) 2017-2024	170
Grafik 12. Kreditiranje za održavanje likvidnosti pravnih lica	172
Grafik 13. Kretanje ukupne kreditne aktivnosti i kreditiranja privrede (2010-2025Q3)	173
Grafik 14. Udio kredita privredi u ukupnim kreditima	173
Grafik 15. Kretanje kredita privredi u Crnoj Gori	175
Grafik 16. Kretanje kredita privredi prema ročnosti	177
Grafik 17. Ukupni krediti i depoziti ka nefinansijskom sektoru.....	192

Grafik 18. Racio kredita ka nefinansijskom sektoru / depoziti nefinansijskog sektora	193
Grafik 19. Racio ukupnih kredita / ukupne depozite, komercijalne banke u Crnoj Gori	193
Grafik 20. Likvidna aktiva i odnos kredita/depozita 2010-2024.....	195
Grafik 21. Prihodi komercijalnih banaka 2013-2024. godine	196
Grafik 22. Povećanje ročnosti kredita prema privredi – BDO istraživanje	206
Grafik 23. Stanje ročnosti portfelja kredita prema nefinansijskom sektoru: komercijalne banke	208
Grafik 24. Stanje ročnosti portfelja kredita prema nefinansijskom sektoru: IRF ..	209
Grafik 25. Prosta i ponderisana ročnost IRF-a nad novoodobrenim kreditima	210
Grafik 26. Kretanje kamatnih stopa mikro-kreditnih finansijskih institucija 2013-2024	214
Grafik 27. Kamatne stope na dug nefinansijskih institucija, %, 2013–2024.	228
Grafik 28. Prosječna efektivna pasivna kamatna stopa banaka 2007-2024.....	230
Grafik 29. Kamatne stope na finansijskom tržištu u Crnoj Gori ka privredi i ka fizičkim licima	232
Grafik 30. Saldo roba i usluga Crne Gore u % BDP-a - 2006 – 2024. godine	242
Grafik 31. Udio proizvodnih objekata u ukupnoj proizvodnji električne energije	249
Grafik 32. Plasmani poljoprivredi i proizvodnji hrane u Crnoj Gori 2010- 2024.	264
Grafik 33. IRF kamatnih stopa komercijalnih banaka prema IRF-u.....	279
Grafik 34. IRF obima kredita komercijalnih banaka IRF-u	280
Grafik 35. IRF kamatnih stopa komercijalnih banaka prema IRF-u (2012-2015)	281
Grafik 36. IFR kamatnih stopa komercijalnih banaka prema IRF-u – obrnuti redosljed	311
Grafik 37. IRF kamatnih stopa komercijalnih banaka prema IRF-u – VECM	314
Grafik 38. IRF obima kredita komercijalnih banaka IRF-u – VECM	314
Grafik 39. IRF kamatnih stopa komercijalnih banaka prema IRF-u – VARx	317
Grafik 40. IRF obima kredita komercijalnih banaka IRF-u – VARx	317
Grafik 41. IRF kamatnih stopa komercijalnih banaka prema IRF-u – prije COVID-19.....	319
Grafik 42. IRF obima kredita komercijalnih banaka IRF-u – prije COVID-19.....	319

SPISAK SLIKA

Slika 1. Logo SID Banke	95
Slika 2. Logo HBOR Banke	97
Slika 3. Logo Poljske razvojne banke	98
Slika 4. Logo Razvojne banke Sjeverne Makedonije.....	100
Slika 5. Logo Fonda za razvoj Republike Srbije.....	101
Slika 6. Organizaciona šema Fonda za razvoj Republike Srbije.....	102
Slika 7. Logo Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore	127
Slika 8. Organizaciona šema Investiciono-razvojnog fonda (2023).....	131
Slika 9. UN Ciljevi održivog razvoja	132
Slika 10. Strateški i operativni ciljevi SRR 2023-2027. godine	143
Slika 11. ICT mapa izvoznog potencijala Crne Gore – avgust 2024, 20 proizvoda	252

SKRAĆENICE

AADFI	Association of African Development Financial Institutions (Udruženje afričkih razvojnih finansijskih institucija)
ADA	Austrian Development Agency (Austrijska agencija za razvoj)
AFD	Agence Française de Développement (Francuska agencija za razvoj)
AfDB	African Development Bank
AIB	Asian Investment Bank
AIIB	Asian Infrastructure Investment Bank
BDO	Binder Dijker Otte (globalna mreža firmi za reviziju, računovodstvo, porez i konsultantske usluge)
BDP	Bruto domaći proizvod
BGK	Bank Gospodarstwa Krajowego (Poljska državna banka za razvoj)
CATI	Computer-assisted telephone interviewing (računarski potpomognuto telefonsko anketiranje)
CBCG	Centralna banka Crne Gore
CDB	China Development Bank
CEB	Council of Europe Development Bank (Banka za razvoj Savjeta Evrope)
CEFTA	Central European Free Trade Agreement
CN	Combined Nomenclature (kombinovana nomenklatura EU, carinska tarifa)
COSME	Competitiveness of Enterprises and SMEs (program EU za konkurentnost malih i srednjih preduzeća)
CPA	Classification of products by activities
DB	Development Banks
DBNM	Development Bank of North Macedonia (Razvojna banka Sjeverne Makedonije)
DFI	Development Financial Institutions (Razvojna finansijska institucija)
EaSI	Employment and Social Innovation (EU program zapošljavanja i socijalnih inovacija)
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (dobit prije poreza, kamate, amortizacije)
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development (Evropska banka za rekonstrukciju i razvoj)
ECA	Export Credit Agency (Izвозно-kreditna agencija)
ECB	European Central Bank
EIB	European Investment Bank (Evropska investiciona banka)
EIF	European Investment Fund (Evropski investicioni fond)
EPI	Export Potential Indicator (indikator izvoznog potencijala)
ESG	Environment, Society, Governance (životna sredina, društveno okruženje, način upravljanja organizacijom)
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate (referentna kamatna stopa banki u eurozoni)
EUROSTAT	European Statistical Office (Statistički zavod EU)

FDI	Foreign Direct Investment (strane direktne investicije)
FIRE	Finance, Insurance, Real Estate, (finansije, osiguranje i nekretnine, tj. troškovi stanovanja)
FIZ AN	Fundusz Ekspansji Zagranicznej (Fond za ulaganje u kapital)
FOREX	Foreign Exchange
GAFMA	Guidelines for MSME Access to Finance Market Assessments (Smjernice za procenu pristupa MMSP finansijskom tržištu)
GIZ	Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit GmbH (Njemačka agencija za saradnju i razvoj)
HBOR	Hrvatska banka za obnovu i razvoj
HE	Hidroelektrana
HHI	Hirschman-Herfindahl Index (IndexHiršman-Herfindalov indeks)
HKO	Hrvatsko kreditno osiguranje d.d.
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development
IDA	International Development Association
IFC	International Finance Corporation
IMF	International Monetary Fund (Međunarodni monetarni fond)
IPARD	Instrument for Pre-Accession Assistance for Rural Development
IRF	Investiciono-razvojni fond
ITC	International Trade Centre (Međunarodni trgovinski centar)
JLS	jedinice lokalne samouprave
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau (Kreditni institut - banka za obnovu)
kV	Kolovolt
MBDP	Macedonian Bank for Development Promotion (Makedonska banka za promociju razvoja)
mHE	mala hidro-elektrana
MIDAS	Montenegro Institutional Development and Agriculture Strengthening Project (World Bank)
MIGA	Multilateral Investment Guarantee Agency (Multilateralna agencija za garancije ulaganja)
MMSP	mikro, mala i srednja preduzeća
MSP	mala i srednja preduzeća
NACE	Statistical classification of economic activities in the European Community
NN	Narodne novine, Republika Hrvatska
NPL	Non-Performing Loan (nekvalitetni plasmani)
ODA	Official development assistance (zvanična razvojna pomoć)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj)
PCA	Principal Component Analysis (statistički metod analize glavnih komponenti)
PDB	Public Development Bank

PEPP	Pandemic Emergency Purchase Program
PIS	Poslovni izvozni servisi d.o.o.
RB	razvojne banke
RFI	razvojne finansijske institucije
SB	Svjetska banka (World Bank)
SDGs	Sustainable Development Goals (Ciljevi održivog razvoja UN)
SE	solarna elektrana
SID	Slovene Export and Development Bank (Slovenija - Slovenačka izvozna i razvojna banka)
SRR	Strategija regionalnog razvoja
SSSR	Savez sovjetskih socijalističkih republika
TE	termo-elektrana
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations (ciljane dugoročne operacije refinansiranja)
UN	United Nations (Ujedinjene nacije)
UNDP	United Nations Development Programme (UN program za razvoj)
UNFCCC	United Nations Framework Convention on Climate Change
UNSTAT	United Nation Statistical Office (Statistička kancelarija Ujedinjenih nacija)
UPCG	Unija poslodavaca Crne Gore
VE	vjetroelektrana
WFDFI	World Federation of Development Financial Institutions (Svjetsko udruženje razvojnih finansijskih institucija)
ZSIRB	Zakon o Slovenski izvozno razvojni banki (slovenački Zakon o izvozno-razvojnoj banci)

SADRŽAJ

APSTRAKT	4
ABSTRACT	6
SPISAK TABELA I GRAFIKA	8
SKRAĆENICE	11
<u>UVOD</u>	<u>16</u>
<u>1. PRISTUP RAZVOJNOJ POLITICI I FINANSIRANJU RAZVOJA</u>	<u>26</u>
1.1. DETERMINANTE I MODELI RAZVOJA KOJI PODSTIČU ULAGANJA I SMANJUJU TRGOVINSKI DEFICIT	26
1.2. FINANSIRANJE RAZVOJA SA FOKUSOM NA NACIONALNE RAZVOJNE FINANSIJSKE INSTITUCIJE	41
1.3. ULOGA RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA U FINANSIJSKOM SISTEMU	51
<u>2. KOMPARATIVNA ISKUSTVA RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA U IZABRANIM ZEMLJAMA</u>	<u>71</u>
2.1. PRISTUP KOMPARATIVNOJ ANALIZI.....	71
2.1.1. PRINCIPI DOBRIH PRAKSI UPRAVLJANJA RAZVOJNIM FINANSIJSKIM INSTITUCIJAMA	74
2.1.2. POSLOVNI MODELI RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA I IZVORI FINANSIRANJA	76
2.1.3. KLIJENTI RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA	78
2.1.4. MODALITETI KREDITIRANJA RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA	80
2.1.5. CENOVNA POLITIKA RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA	84
2.1.6. IZAZOVI U RADU RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA	85
2.2. KOMPARATIVNA ISKUSTVA RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA ZEMALJA EU I REGIONA.....	93
2.2.1. SLOVENAČKA IZVOZNA I RAZVOJNA BANKA	95
2.2.2. HRVATSKA BANKA ZA OBNOVU I RAZVITAK.....	97
2.2.3. POLJSKA RAZVOJNA BANKA	98
2.2.4. RAZVOJNA BANKA SJEVERNE MAKEDONIJE.....	100
2.2.5. FOND ZA RAZVOJ REPUBLIKE SRBIJE.....	101
2.2.6. PREGLED KLJUČNIH ATRIBUTA IZABRANIH RAZVOJNIH BANAKA	104
<u>3. INVESTICIONO-RAZVOJNI FOND CRNE GORE – CRNOGORSKA NACIONALNA RAZVOJNO-ORIENTISANA KREDITNA INSTITUCIJA</u>	<u>127</u>
3.1. INSTRUMENTI FINANSIJSKE PODRŠKE IRF-A	133
3.2. USKLAĐENOST SA STRATEŠKIM RAZVOJNIM DOKUMENTIMA CRNE GORE	136
3.3. PODRŠKA IRF-A REGIONALNOM RAZVOJU I REGIONALNOJ POLITICI CRNE GORE	142
3.3.1. STRATEŠKA DOKUMENTA REGIONALNOG RAZVOJA CRNE GORE.....	142
3.3.2. UTICAJ IRF-A NA REGIONALNI RAZVOJ CRNE GORE	149
3.4. UTICAJ KREDITIRANJA IRF-A NA FINANSIRANJE PRIVREDE I POVEĆANJE KONKURENTNOSTI	157
3.4.1. FINANSIJSKI SISTEM U CRNOJ GORI.....	160

3.4.2. KREDITIRANJE PRIVREDE I PRISTUP FINANSIJAMA	172
3.4.3. TRAŽNJA ZA KREDITIMA PRIVREDE I FINANSIJSKI JAZ	179
3.4.4. NEUSPJESI TRŽIŠTA.....	186
3.4.5. UTICAJ IRF-A NA PRISTUP FINANSIJAMA U CRNOJ GORI.....	203
3.5. UTICAJ KREDITIRANJA IRF-A NA JAČANJE IZVOZNE KOMPONENTE CRNOGORSKE PRIVREDE I SUPSTITUCIJU UVOZA	241
3.5.1. SPOLJNOTRGOVINSKI TRENDVI I POTENCIJAL RASTA IZVOZA	241
3.5.2. OLAKŠAVANJE PRISTUPA FINANSIJAMA ZA IZVOZNO ORJENTISANA PREDUZEĆA	256
3.5.3. PODRŠKA IRF-A ZA RAST KONKURENTNOSTI I ZA IZVOZNO ORJENTISANA PREDUZEĆA.....	259
<u>4. REZULTATI EMIRIJSKOG ISTRAŽIVANJA ANALIZE UTICAJA OPERACIJA INVESTICIONO-RAZVOJNOG FONDA NA POBOLJŠANJE EFIKASNOSTI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA</u>	<u>267</u>
4.1. Uvod.....	267
4.2. PODACI I METODOLOGIJA.....	272
4.2.2. OPIS PODATAKA	275
4.2.3. ANALIZE I REZULTATI	277
4.3. ZAKLJUČNE OCJENE EMPIRIJSKOG ISTRAŽIVANJA	284
<u>ZAKLJUČNE OCJENE I PREPORUKE</u>	<u>287</u>
<u>LITERATURA.....</u>	<u>295</u>
<u>PRILOZI.....</u>	<u>310</u>
PRILOG A: DODATNA VAR DIJAGNOSTIKA	310
PRILOG B: ANALIZA KOINTEGRACIJE	312
PRILOG C: EGZOGENO-PROŠIRENI MODEL	315
PRILOG D: PODUZORAK PRIJE COVID-A	318

UVOD

Crnogorska ekonomija značajno je promijenila model razvoja i svoju strukturu u periodu od dezintegracije Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije do kraja druge decenije XXI vijeka. Od nedovoljno razvijene jugoslovenske republike, koja je proizvodila pretežno sirovine i industrijske poluproizvode za finalizaciju (i izvoz) u drugim republikama tadašnjeg jedinstvenog jugoslovenskog tržišta, uz solidne kapacitete pomorske privrede i postepeno jačanje servisnih industrija vođenih turizmom, našla se u dubokoj razvojnoj recesiji posljednje dekade XX vijeka, snažno pogođena raspadom prethodne države, ratom u okruženju i ekonomskim sankcijama uvedenim od strane Savjeta bezbjednosti UN. Poslije razvojno „izgubljene“ decenije, uslijedio je oporavak, uz postepeno kreiranje sopstvenog ekonomskog sistema, kojeg je pratilo više generacija značajnih tržišnih reformi, izazovi makroekonomske stabilizacije, unilateralna eurizacija, liberalizacija cijena i trgovine, dinamičan rast stranih direktnih investicija, kao i privatizacija privrede i finansijskog sektora.

Postepeni ekonomski oporavak mijenjao je i model razvoja. Od pretežno industrijske, ali nedovoljno konkurentne i ekonomije orjentisane pretežno na unutrašnje jugoslovensko tržište, sa još uvijek značajnim učešćem primarnog sektora, struktura privrede dinamično se mijenjala. Crnogorska ekonomija sve više okrenuta sektoru usluga, postaje istovremeno veoma izložena promjenama eksterne tražnje, uz smanjenje industrije i primarnog sektora (usluge prosječno 83%, sekundarni sektor 12% i primarni sektor svega 5% u strukturi Bruto dodate vrijednosti u periodu 2015-2024²). Ova se struktura formirala uz snažan priliv stranih direktnih investicija i jačanje finansijskog sektora, istovremeno generišući visok stepen otvorenosti, te platnobilansnu neravnotežu. Pokretanje krupnih infrastrukturnih projekata, koji su decenijama odlagani, uz nedovoljnu konsolidaciju javne potrošnje, značajno je podiglo javni dug.

Posljedice ovog turbulentnog razvojnog perioda su nedovoljno iskorišćeni razvojni resursi, visoki regionalni razvojni gepovi, nepovoljne eksterne i interne migracije radne snage, nezaposlenost i strukturne disproporcije na tržištu rada, spoljnotrgovinski deficit, veoma niska izvozna orijentacija, visoka eksterna zavisnost i visoka zaduženost koja

² Monstat (2024), Nacionalni računi, godišnji podaci, <http://www.monstat.org/cg/page.php?id=20&pageid=20>

smanjuje manevar razvojne politike zemlje. Iako se u mnogim razvojnim dokumentima dobro prepoznaju razvojni prioriteti (poljoprivreda i ruralni razvoj sa prehrambenom industrijom, revitalizacija industrije kroz zeleni rast i opredjeljenje prema cirkularnoj ekonomiji, te konkurentniji sektor usluga sa fokusom na turizam i jačanje digitalne ekonomije), njihovo finansiranje nije značajnije podržavano od strane finansijskog sektora, čije su se odluke bazirale prvenstveno na profitabilnosti ponuđenih razvojnih projekata. Uostalom, nerealno je očekivati od privatnih banaka, kao institucija kojima je osnovni cilj maksimizacija profita i vrijednosti akcija svojih dioničara, da teže ka ostvarenju nacionalnih razvojnih ciljeva.

U savremenom svijetu nacionalne razvojne finansijske institucije (*Development Financial Institution, DFI*), u prvom redu, kao i agencije za promociju i kreditiranje izvoza, (*Export Credit Agency, ECA*) igraju ključnu ulogu u podsticanju izvoza i jačanju konkurentnosti u zemljama u kojima djeluju. U navedenom kontekstu, jedino se nacionalna razvojna finansijska institucija, kakav je Investiciono-razvojni fond (IRF), postavlja kao stožer finansiranja razvoja, podržavajući istovremeno i tržišno orjentisane razvojne projekte, ali i definisane razvojne prioritete zemlje, koje je neophodno podržati, kako bi se postepeno mijenjala privredna struktura ka višim stepenima bruto dodatne vrijednosti koja je sinonim za akumuliranje nacionalnog bogatstva. Ovaj pristup finansiranju razvoja od strane IRF-a uveden je sa ciljem boljeg iskorišćavanja postojećih resursa i rasta konkurentnosti, odnosno održivosti i otpornosti sektora malih i srednjih preduzeća (MSP), odnosno mikro, malih i srednjih preduzeća (MMSP) na sve izraženije eksterne ekonomske šokove. Sektor MMSP je glavni pokretač ekonomskog razvoja. On podstiče rast privatnog poslovanja i razvoj preduzetništva. MMSP su fleksibilna i mogu se u kratkom roku prilagoditi dinamičnoj tržišnoj potražnji i situaciji ponude; ona povećavaju zaposlenost, proširuju privrednu aktivnost i doprinose međunarodnoj trgovini³. U većini svjetskih privreda na sektor MMSP otpada 98-99% ukupnog broja preduzeća, uključujući i Crnu Goru.

IRF kao nacionalna razvojna finansijska institucija omogućava lakši pristup finansijama za sektor MMSP kroz ponudu posebnih finansijskih usluga i ekspertizu. U dugoročnoj poslovnoj politici IRF-a snažno je utkana razvojna komponenta crnogorske

³ Szabó, A., & Petrosyan, A. (2007). Small and medium-sized enterprises in the Caucasian countries in transition. *Asia Europe Journal*, 5(1), 115-132.

ekonomije i njeni definisani strateški razvojni prioriteti, koji se podržavaju lepezom podsticajnih mehanizama. Aktivnosti IRF-a utiču direktno i indirektno na proces restrukturiranja crnogorske ekonomije, povećanje konkurentnosti privatnog sektora i uslova za život i ekonomsku perspektivu na lokalnom nivou, smanjenje uvozne zavisnosti i jačanje izvozne orijentacije sektora MMSP, što u konačnom vodi smanjenju spoljnotrgovinskog deficita i snaženju ekonomije u cjelini. Anticiklična uloga IRF-a u finansiranju razvojnih prioriteta, uz očuvanje ekonomske supstance u vremenima recesija i kriza, postaje još značajnija u periodu post-pandemijskog oporavka i složenih geopolitičkih i geoekonomskih turbulencija uzrokovanim regionalnim sukobima, uz negativne šokove izazvane svjetskom nestabilnošću, kao što je visoki rast cijena osnovnih sirovina i energenata, generalno visoka inflacija, narušeni međunarodni odnosi, lanci snabdijevanja i slično.

Ova ključna anticiklična uloga razvojnih finansijskih institucija (DFI) se prevashodno ogleda u sprječavanju kreditne krize (*credit crunch*) ekspanzijom svojih aktivnosti u vremenima kada privatni akteri povećavaju svoju averziju prema riziku težeći razduživanju (*deleveraging*).⁴ Stoga je izazovna istraživačka oblast kako omogućiti razvojnim finansijskim institucijama da igraju značajnu ulogu u promovisanju pristupa finansijama kao instrumentu anticiklične politike, bez ugrožavanja njihove održivosti.

Osnovni *cilj istraživanja* je da na sistematičan način analizira kako mehanizam finansiranja razvoja, uz izbor adekvatne razvojne, odnosno spoljnotrgovinske strategije utiče na dinamiku privrednog rasta i strukturne promjene u savremenim ekonomijama sa fokusom na zemlje srednjeg dohotka, snažeći pritom konkurentnost privatnog sektora. Aplikativni dio istraživanja odnosi se na istraživanje navedenih aspekata razvoja na primjeru Crne Gore.

Crna Gora je otvoren, eurizovan i liberalizovan ekonomski sistem koji teži integraciji ka EU i njenom jedinstvenom tržištu. Crnogorska ekonomija, u kontekstu evropskih ekonomskih integracija, mora biti funkcionalna tržišna ekonomija, odnosno mora biti sposobna da se suoči sa izazovima konkurencije koji dolaze sa velikog tržišta Unije (*Single Market*). Evidentno je da je crnogorska ekonomija veoma uvozno zavisna (indikator sklonosti robnom uvozu je na nivou od 53% BDP-a u periodu 2009-2023),

⁴ Gyimah, A. G., & Agyeman, A. S. (2019). A Study on How Development Finance Institutions Support SMEs: A Case Study of International Finance Corporation. *International Journal of Financial Research*, 10(2), 29.

nedovoljno izvozno orjentisana (sklonost izvozu ne prelazi 11% BDP-a u istom periodu, sa tendencijom pada), sa visokim nivoima robnog trgovinskog deficita (prosječno 42% u BDP-u periodu 2009-2023.)⁵. Nivo neto stranih direktnih investicija je u istom periodu dostiže prosječno 12.9% u BDP-u, sa tendencijom smanjenja (svega 6.3% u 2023.), dok negativni saldo tekućeg i kapitalnog računa dostiže u istom periodu prosječno 16% BDP-a (11.6% u 2023.)⁶ Izabrana oblast istraživanja postaje još aktuelnija, u uslovima pandemije COVID-19, duboke zdravstvene krize koje je izazvala simetričnu ekonomsku krizu, kako na strani ponude, tako i na strani tražnje, a koja je posebno pogodila servisno orjentisane ekonomije kakva je Crna Gora. Svjedoci smo otežanog ekonomskog oporavka u uslovima multiplikovanih eksternih šokova.

Polazeći od prethodno navedenog, pretpostavka ostvarivanja osnovnih razvojnih ciljeva i projektovane razvojne politike Crne Gore, na njenom putu prema EU, treba da budu tzv. „zdrave“ javne finansije, koje omogućavaju razvoj na održivim osnovama i postepeno restrukturiranje i jačanje otpornosti crnogorske ekonomije na rastuće eksterne šokove. Istraživanje ima za cilj da doprinese boljem razumijevanju složenosti mehanizma ekonomskog upravljanja, u ključnom dijelu uticaja kreditne aktivnosti IRF-a na rast konkurentnosti i supstituciju uvoza u Crnoj Gori.

S obzirom da je izabrana oblast istraživanja u međunarodnim naučnim krugovima veoma aktuelna tema, ovaj naučni rad želi dati doprinos izučavanju uticaja nacionalnih razvojnih finansijskih institucija na rast konkurentnosti privrede i supstituciju uvoza u Crnoj Gori. Stoga je *predmet istraživanja* ovog rada analiza razvojnog okvira kao i podsticajnih mehanizama finansiranja razvoja od strane nacionalnih razvojnih finansijskih institucija, koje, uz izbor adekvatne razvojne i spoljnotrgovinske strategije, doprinose unaprjeđenju ukupne performanse savremenih tržišnih privreda i smanjenju spoljnotrgovinskog deficita.

U uslovima savremene ekonomske krize, eksternih šokova i rastuće neizvjesnosti, uloga IRF-a postaje još važnija i njegov doprinos oporavku crnogorske ekonomije moguće je kvalitativno i kvantitativno istražiti.

⁵ Monstat (2024). Spoljna trgovina, godišnji podaci. <http://www.monstat.org/cg/page.php?id=171&pageid=171>

⁶ Centralna banka Crne Gore (2024), Platni bilans. <https://www.cbcg.me/me/statistika/statisticki-podaci/ekonomski-odnosi-sa-inostranstvom/platni-bilans>

U cilju kritičkog ispitivanja ključnih faktora koji opredjeljuju dinamiziranje razvoja određene ekonomije uz izbor adekvatnih mehanizama finansiranja i spoljnotrgovinske strategije, faktora koji doprinose generisanju novih ekonomskih aktivnosti koje postaju nosioci razvoja i rasta konkurentnosti, u radu su postavljene tri hipoteze:

H1: *Nacionalne razvojne finansijske institucije omogućavaju lakši (efikasniji i efektivniji) pristup finansijama za sektor MSP kroz ponudu posebnih finansijskih usluga i ekspertizu.*

Osnovna uloga razvojnih finansijskih institucija je da što efikasnije podržavaju sektor MSP, odnosno MMSP i preduzetnike, u saradnji sa domaćim i međunarodnim finansijskim institucijama, i uz saradnju i podršku nacionalnih vlada. Ove institucije, kroz obezbjeđenje finansijske i nefinansijske podrške biznisu, koja je usmjerena ka ciljanim projektima u prioritetnim sektorima, posluju na principima održivosti. Drugim riječima, one obezbjeđuju sredstva na međunarodnom finansijskom tržištu, a plasiraju ih na domaćem, pod povoljnijim uslovima nego što su uslovi komercijalnih banaka i drugih finansijskih institucija, a u skladu sa definisanom ulogom „pratioca“ razvojnih prioriteta zemlje. Na primjer: IRF zaključuje ugovore sa Evropskom investicionom bankom, Bankom za razvoj Savjeta Evrope i drugim međunarodnim razvojnim i finansijskim institucijama, plasirajući ugovorena razvojna sredstva u crnogorsku privredu. Tako je IRF u periodu od 2010. do 2023. godine plasirao preko 1,9 mlrd € plasmana, zahvaljujući konstantnim naporima na usavršavanju modela finansiranja i širenju lepeze finansijskih instrumenata sa ciljem što veće podrške dinamiziranju razvoja crnogorske privrede. U cilju kreiranja uslova za povećanje konkurentnosti crnogorske ekonomije, prepoznate su mjere podrške koje su usmjerene na smanjenje sektorskih i strukturnih neravnoteža, ali i snaženje strateških ekonomskih sektora. Ova hipoteza biće dokazivana u drugom dijelu istraživanja, a biće temeljena na komparativnom metodu i statističkoj analizi koja u fokusu ima izabrane nacionalne razvojne finansijske institucije, uz osvrt na ključne međunarodne razvojne finansijske institucije u ovoj oblasti.

Ova hipoteza biće dokazivana i kroz empirijsko istraživanje u posebnom dijelu rada, formiranjem ekonometrijskog modela koji ima za cilj da dokaže da je upravo IRF glavni faktor uticaja poboljšanja uslova finansiranja u Crnoj Gori u periodu 2012-2022. godine, uz održivost Fonda, koja pokazuje da ovo djelovanje snaži efikasnost alokacije sredstava. Ovaj period se uzima u obzir zato što je u tom periodu počela saradnja IRF-a i EIB-a kroz pružanje povoljnih i dugoročnih finansija, a što je IRF transponovao na krajnje korisnike,

time im umanjujući finansijske troškove poslovanja i povećavajući im tržišnu konkurentnost. Iskustvo jedne od najvećih multilateralnih razvojnih finansijskih institucija na svijetu (*International Finance Corporation, IFC*) je pokazalo da je upravo ovakav modalitet poslovanja posebno koristan u zemljama u razvoju, čime se smanjuje finansijski gep odnosno jaz prema sektoru MSP i ostvaruje solidna prosječna ocjena kvaliteta finansiranih projekata⁷. Dodatno, ovaj model je čak i poboljšao kvalitet finansiranog portfelja⁸.

U postulatima neoklasičara, te aktuelnoj i dosta kritikovanoj neoliberalnoj agendi⁹ uzima se kao datost da razvojne banke treba da imaju ograničeno djelovanje na tržištu pružanja finansija MMSP sektoru, jer postoji mogućnost „narušavanja konkurencije“, ali ovaj rad, između ostalog, ima za cilj da ukaže upravo na suprotno, da na tržištu pružanja finansijskih usluga privredi, razvojna finansijska institucija kao IRF ima snažnu ulogu u jačanju konkurencije, a pogotovu na malim kreditnim tržištima kao što je crnogorsko, gdje je visoka koncentracija prirodna, koja je upravo razlog narušavanja tržišne efikasnosti.

H2: *IRF je kreditna institucija u Crnoj Gori koja ima razvojnu komponentu u svojoj dugoročnoj poslovnoj politici i koja podsticajnim mehanizmima prati definisane razvojne prioritete Crne Gore.*

Osnivanjem Investiciono-razvojnog fonda, Vlada Crne Gore je obezbijedila efikasan mehanizam za podršku privrednom razvoju, u skladu sa definisanim razvojnim prioritetima. Djelatnost Fonda definisana je kroz odobravanje kredita i izdavanje garancija, obavljanje poslova vezanih za prodaju kapitala u portfelju Fonda, kao i vršenje ostalih poslova kojima se obezbjeđuje podrška privrednom razvoju zemlje. Investiciono razvojni fond Crne Gore je u proteklom periodu razvio respektabilan broj kreditnih linija, koje sadrže i brojne podsticajne mjere. Kreditne linije IRF-a, poslednjih godina, odnose se na sljedeće oblasti: 1. Preduzetništvo; 2. Poljoprivreda; 3. Turizam; 4. Proizvodnja; 5. Usluge; 6. Likvidnost; 7. Podsticaj konkurentnosti; 8. Green i brown field investicije; 9. Infrastrukturni projekti i projekti obnovljivih izvora energije; 10. Garantne šeme.

⁷ IFC (2023). IFC Annual Report 2022, Stepping Up in a Time of Uncertainty ([ifc.org/AnnualReport](https://www.ifc.org/AnnualReport)); 52;

⁸ Gyimah, Agyeman, 2019, op.cit., 28;

⁹ Ostry D.J., Loungani P., Furceri D (2016). Neoliberalism: Oversold? *IMF series: Finance & Development*, June 2016, Vol 53, No. 2;

Dopunama srednjoročnog plana u maju 2020. godinu kreirane su još tri nove kreditne linije za likvidnost, kao dio ukupnih mjera za prevazilaženje ekonomske krize izazvane zdravstvenom krizom COVID-19. Nastavlja se sa kreiranjem novih kreditnih linija i narednih godina sa ciljem odgovaranja na potrebe crnogorske razvojne ekonomske politike. Za aplikativni dio istraživanja koristiće se baza podataka o kreditnim plasmanima IRF-a, koja se analizira po vrstama kreditnih linija, po regionalnoj strukturi investicija, po sektorskom pristupu i drugim aspektima uticaja na rast, zaposlenost i smanjenje uvozne zavisnosti, odnosno jačanje izvoza i ukupne konkurentnosti sektora MSP u Crnoj Gori. IRF nudi čitav niz podsticajnih mjera, od nižih kamatnih stopa, grejs perioda, dugih rokova otplate kredita kao preduslova za investicionu aktivnost, mjera podsticanja regionalnog razvoja i finansiranja klijenata koji imaju ograničen pristup finansijskim resursima, ali i nudeći predvidljive fiksne kamatne stope što posebno ima značaj u vremenima tržišnih turbulencija koje su evidentne poslednjih godina. Ova hipoteza biće dokazivana na primjeru IRF-a, prvenstveno istorijskim metodom, analizom sadržaja i statističkim metodom.

***H3:** Operacije IRF-a imaju direktne i indirektne efekte na restrukturiranje crnogorske ekonomije u cilju rasta konkurentnosti sektora MSP, rasta zaposlenosti i smanjenja spoljnotrgovinskog deficita kroz supstituciju uvoza.*

Pored analize instrumenata monetarne i fiskalne politike i modela predviđanja, kreditna politika IRF-a, koja ima obavezu da prati razvojne prioritete države, omogućava kreatorima ekonomske politike da utiču na obim agregatne tražnje, BDP, stopu nezaposlenosti, kao i obim spoljnotrgovinskog deficita, odnosno na rast ukupne konkurentnosti crnogorske ekonomije i postepeno prilagođavanje njene privredne strukture većem balansu između proizvodnog i uslužnog sektora sa akcentom na jačanje otpornosti privrede. S obzirom da odnos inflacije i kamatnih stopa ima uzročno-posljedičnu vezu, važno je istaći da kroz povećanje konkurencije na kreditnom tržištu IRF ima indirektan uticaj i na stabilnost cijena. Aktuelna granska struktura BDP-a Crne Gore, postepeno se treba mijenjati, u korist revitalizacije industrije, prvenstveno prerađivačke, i to na osnovama održivog razvoja¹⁰ pritom afirmišući one djelatnosti koje donose najveću bruto dodatu vrijednost odnosno doprinose očuvanju i rastu ukupnog

¹⁰ Zeleni, digitalni i inkluzivni razvoj;

nacionalnog bogatstva. U narednom razvojnom periodu potrebno je da IRF postepeno uvodi i podsticajne mjere koje će afirmisati jačanje onih ekonomskih djelatnosti koje pored ekonomskih, ispunjavaju i ekološke i socijalne odnosno društvene ciljeve razvoja. To znači da IRF treba da podržava projekte koji pored direktnih ekonomskih koristi, proizvode i indirektnu korist, odnosno projekte koji štite životnu sredinu, povećavaju energetske efikasnost, afirmišu upotrebu obnovljivih izvora energije, smanjuju emisije gasova sa efektom staklene bašte, štite vodne resurse i čuvaju postojeći ekosistem. Ovo je od posebne važnosti u Crnoj Gori koja većinski dio svoje ekonomske aktivnosti bazira na iskorišćavanju prirodnih dobara odnosno prostora kao razvojnog resursa. Iz ovih razloga, IRF treba da uvede nove programe i podsticajne mjere subvencija za kredite na bazi ostvarenja klimatsko-energetskih ciljeva, uz uvođenje tzv. modela plaćanja na bazi učinaka.

Glavnu dokumentacionu osnovu istraživanja čine noviji naučni radovi u oblasti finansiranja razvoja, objavljeni u referentnim časopisima, pregledani radovi, kao i knjige i udžbenici koji se bave razvojnom problematikom, međunarodnim i nacionalnim razvojnim institucijama i modalitetima finansiranja razvoja, kao i međunarodnom trgovinom. Važan izvor su i dokumenti crnogorske Vlade po pitanju razvojne i spoljnotrgovinske politike, sektorskih strategija i modaliteta finansiranja razvoja, kao i dokumenti međunarodnih finansijskih institucija. Korišćeni su i naučni članci koji se bave razvojnom problematikom nedovoljno razvijenih zemalja, zemalja u tranziciji (zemlje srednjeg dohotka), kao i zemalja proširenja EU, kojima pripada i Crna Gora, a koji se nalaze u bazama kao što su: EBSCO, Wiley, JSTOR, ScienceDirect, SpringerLink i sl. Korišćene su i analize Svjetske banke, IMF-a, UNSTAT-a, kao i glavnog proizvođača statistike za Evropsku uniju – EUROSTAT-a, te Uprave za statistiku Crne Gore. Drugim riječima, prikupljanje podataka realizovalo se korišćenjem dostupnih baza podataka i literature, kao i pretraživanjem velikog broja internet stranica. Obrada podataka vršena je korišćenjem ekonometrijskih i statističkih programa.

Hipoteze su testirane adekvatnim naučno-istraživačkim metodama. Uzimajući u obzir teorijsko-empirijski aspekt istraživanja, u procesu izrade doktorske disertacije korišćene su metode karakteristične za istraživanja u domenu društvenih odnosno ekonomskih nauka.

Polazeći od prethodno navedenog, rad je strukturiran u četiri tematski povezane cjeline, koje čine logičan slijed analize. U uvodnom dijelu rada pored definisanog predmeta i cilja istraživanja, objašnjene su i naučne metode koje su primijenjene u istraživanju, pregled sadržaja disertacije, kao i naučni doprinos.

Prvi dio rada, pod naslovom „**Pristup razvojnoj politici i finansiranju razvoja**“ u fokusu ima analizu determinanti i modela razvoja koji podstiču ulaganja, te analizu mehanizma finansiranja razvoja sa fokusom na nacionalne razvojne finansijske institucije. U ovoj fazi istraživanja, koja je teorijskog karaktera, prikupljena je relevantna naučna literatura na osnovu koje je, primjenom deskriptivne metode i metoda analize i sinteze, te analize sadržaja objašnjen mehanizam finansiranja razvoja putem nacionalnih razvojnih finansijskih institucija, koje za cilj imaju rast konkurentnosti, kao i smanjenje spoljnotrgovinskog deficita u manje razvijenim ekonomijama, pri čemu je istraživačka pažnja usmjerena na grupaciju tranzicionih ekonomija (zemlje srednjeg dohotka) i zemlje proširenja EU, kojima pripada i Crna Gora.

U drugom dijelu rada, pod naslovom „**Komparativna iskustva razvojnih finansijskih institucija u izabranim zemljama**“, predstavljena su iskustva istih u izabranim zemljama Evropske unije i zemljama regiona. U prvom dijelu poglavlja analizirana je uloga razvojnih finansijskih institucija u finansijskom sistemu, principi dobrih praksi upravljanja, poslovni modeli i izvori finansiranja, klijenti razvojnih finansijskih institucija, modaliteti kreditiranja, cjenovna politika, kao i izazovi u radu razvojnih finansijskih institucija u narednom periodu. Primjenom komparativnog i istorijskog metoda poseban fokus je na izabranim zemljama EU (Slovenija, Hrvatska i Poljska) i zemljama regiona (Sjeverna Makedonija i Srbija), gdje su prepoznate sličnosti primjenjenih modela, kao i specifičnosti pojedinih izabranih zemalja i dobre prakse.

U trećem dijelu rada pod naslovom „**Investiciono-razvojni fond Crne Gore – nacionalna razvojno-orjentisana kreditna institucija**“, korišćenjem *case study* metode, analizira se mehanizam finansiranja razvoja kroz aktivnosti nacionalne razvojne finansijske odnosno kreditne institucije kakav je IRF u Crnoj Gori. Analiziraju se instrumenti finansijske podrške IRF-a i njihova usklađenost sa strateškim razvojnim dokumentima Crne Gore, sa posebnim fokusom na podršku operacija IRF-a smanjenju regionalnih razvojnih gepova u zemlji. U posebnom dijelu rada analizira se uticaj kreditiranja IRF-a na jačanje izvozne komponente crnogorske privrede i supstituciju

uvoza, a u posljednjem dijelu ovog poglavlja sumira se i kritički analizira uticaj kreditiranja IRF-a na finansiranje privrede i povećanje konkurentnosti. Fokus istraživanja je uloga instrumenata finansijske podrške IRF-a na rast dostupnosti finansija sektoru MMSP u Crnoj Gori.

U četvrtom dijelu rada pod naslovom ***„Rezultati empirijskog istraživanja o uticaju operacija IRF-a na razvojnu performansu privrede, supstituciju uvoza i rast konkurentnosti sektora MSP“*** dat je metodološki okvir, ekonometrijski rezultati i ekonomska interpretacija sprovedenog empirijskog istraživanja, uz primjenu vektorskog regresionog modela, VAR, gdje su ključne varijable efektivne aktivne kamatne stope IRF-a i komercijalnih banaka, uz obuhvat ključnih makroekonomskih agregata kao što su rast BDP-a, EURIBOR i inflacija radi kontrole spoljnih uticaja na kamatne stope.

U zaključku se sažeto predstavljaju rezultati i doprinos sprovedenog istraživanja, od teorijskih i konceptualnih problema, te metodoloških ograničenja, do rezultata empirijskog istraživanja, iz kojih proizilaze zaključne ocjene i preporuke za kreatore ekonomske i razvojne politike u zemlji, u kontekstu uloge i uticaja IRF-a, kao nacionalne razvojne finansijske institucije na rast konkurentnosti i supstituciju uvoza u Crnoj Gori. U posebnom dijelu zaključnih ocjena daje se osvrt na dokazanost postavljenih istraživačkih hipoteza, sa fokusom na studiju slučaja Crnu Goru.

1. PRISTUP RAZVOJNOJ POLITICI I FINANSIRANJU RAZVOJA

“Zaključujem da se dužnost naručivanja trenutnog obima ulaganja ne može bezbjedno ostaviti u privatnim rukama.”

Keynes 1936¹¹

Razvojna politika i analiza eksternih i internih instrumenata i mehanizama finansiranja i podsticanja razvoja, podrazumijeva trostruki pristup. Pored analize institucionalnog okvira i izabranog modela razvoja, potrebno je kritički pristupiti i analizi odnosa koji povezuju privredni razvoj zemlje sa njenim instrumentima *finansiranja razvoja* (sa posebnim fokusom na nacionalne razvojne finansijske institucije), kao i sa trgovinom, odnosno spoljnotrgovinskim profilom zemlje.

1.1. Determinante i modeli razvoja koji podstiču ulaganja i smanjuju trgovinski deficit

Privredni razvoj je kompleksna kategorija koja obuhvata čitav spektar, u kvalitativnom smislu vrlo različitih društveno-ekonomskih promjena, karakterističnih za proces kontinuiranih transformacija privrede i društva¹². Odnosi se na dugoročne promjene u sistemima proizvodnje i distribucije roba i usluga koje utiču na dobrobit ljudi. Za razliku od privrednog rasta, koji se može posmatrati kao komponenta privrednog razvoja¹³, razvoj uključuje promjene u obliku, kao i u obimu ekonomske aktivnosti¹⁴. Drugim riječima, obuhvata i složene strukturne, institucionalne, organizacione i tehnološke promjene u jednoj ekonomiji¹⁵, koje omogućavaju da se robe i usluge realizuju, kako na domaćem, tako i na međunarodnom tržištu.

¹¹ Keynes, John Maynard (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money, Macmillan Cambridge University Press; 320;

¹² Cvetanović, S. (1997). Teorija privrednog razvoja. Beograd: Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, str. 2;

¹³ Rosić, I. (2002). Rast, strukturne promene i funkcionisanje privrede. Kragujevac: Ekonomski fakultet, str. 3.

¹⁴ Copstake J. (1999). Teories of Economic Development, UNESCO Encyclopedia of the Life Sciences, 2nd draft (<https://personal.utdallas.edu/~mjleaff/Copstakeunesco.html>);

¹⁵ Todaro M., Smith S. (2015). Economic development, Pearson, 11th ed., str. 8-9;

Razvojna ekonomija, kao jedna od najmlađih grana ekonomske nauke, u fokusu ima izučavanje fenomena razvoja i rastućih razlika u razvijenosti koje karakterišu savremene ekonomske sisteme, sa fokusom na zemlje srednjeg i nižeg dohotka. Ona izučava institucije, rast, nejednakost i siromaštvo, spajajući ekonomsku teoriju, ekonometrijske modele, sociologiju, antropologiju, političke nauke, biologiju i demografiju¹⁶. Dinamiziranjem razvoja, kroz rast ulaganja kojim se privredna struktura postepeno mijenja, uz rast otvorenosti, manje razvijene zemlje jačaju svoju ekonomsku „otpornost“ i međunarodnu konkurentnost.

Klasične teorije privrednog razvoja koje su preovladavale u drugoj polovini XX vijeka, Todaro i Smith¹⁷ strukturiraju u četiri osnovna pravca: teorije etapa privrednog razvoja koju svaka zemlja mora proći, tražeći optimalni odnos domaće štednje, investicija i međunarodne pomoći (Rostov, 1960¹⁸; Harrod, 1939¹⁹; Domar, 1946²⁰), teoriju strukturnih promjena (Lewis, 1954²¹; Chenery, 1979²²), teorije međunarodne zavisnosti (model neokolonijalne zavisnosti, model pogrešne paradigme i teza dualnog razvoja), i nove neoklasične teorije privrednog razvoja, (tzv. „neoklasična odnosno neoliberalna kontrarevolucija“ ili „tržišni fundamentalizam“), koje polaze od neoklasične teorije privrednog rasta Solow-a²³, potencirajući korisnu ulogu slobodnog tržišta, otvorenost ekonomije, minimalnu vladinu intervenciju i regulisanje ekonomije, kao i privatizaciju neefikasnih preduzeća javnog sektora.

Nova neoklasična teorija privrednog razvoja obuhvata pristup slobodnog tržišta, teoriju javnog izbora i pristup neškodljivog tržišta (Bauer, 1984²⁴; Lal, 1985²⁵; Little,

¹⁶ Ray D. (2008), Development economics, in: L. Blume, S. Durlauf (Eds.), The New Palgrave Dictionary of Economics, Palgrave, (<https://debrajray.com/wp-content/uploads/2017/12/SympIntro.pdf>);

¹⁷ Todaro M., Smith S. (2015). Economic development, Pearson, 11th ed., str. 110;

¹⁸ Rostov, W.W. (1960). The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto, Cambridge University Press, Chapter 2, the Five Stages of Growth, 4-16;

¹⁹ Harrod R.F. (1939). An Essay in Dynamic Theory, The Economic Journal, 49(193): 14-33, doi: 10.2307/2225181;

²⁰ Domar E. (1946), Capital Expansion, Rate of Growth and Employment, Econometrica, 14(2): 137-147. doi: 10.2307/1905364;

²¹ Lewis, A. (1954). Economic Development with Unlimited Supplies of Labour, the Manchester School, Vol. 22, Issue 2, 139-191;

²² Chenery, H. (1979). Structural change and development policy, Oxford University Press;

²³ Solow, R.M.(1956). A contribution to the theory of economic growth, Quarterly Journal of Economics, 70: 65-94.

²⁴ Bauer, P.T. (1984). Reality and Rhetoric: Studies in the Economics of Development, London: Weidenfield & Nicolson, London;

²⁵ Lal D. (1985). The Poverty of Development Economics, Cambridge, Mass.: Harvard University Press;

1982²⁶; Johnson, 2013²⁷; Balassa, 1988²⁸; Bhagwati, 1988²⁹; Buchanan, 1954³⁰; Krueger, 1990³¹). Solou je pokazao da ekonomski rast premašuje intenzitet uvećanja kapitala i povećanja radne snage, zaključivši da, za rast proizvodnje, daleko snažniji uticaj imaju nematerijalni proizvodni faktori koji povećavaju produktivnost rada i dovode do stvaranja novih i unaprjeđenja postojećih tehnologija kao što su istraživanje i razvoj, obrazovanje, organizacija rada i slično. Te faktore Solou je nazvao rezidualom³², a u konvencionalnom smislu njih je moguće označiti tehnološkim promjenama, odnosno inovacijama. Drugačije kazano, iako su neoklasičari u inovacijama i preduzetništvu prepoznali najznačajniji generator ekonomskog rasta, oni nijesu ponudili konkretna praktična rješenja za unaprjeđenje inovativnosti na mikro i makro planu. Neoklasični pristup nije objasnio razlike u rezidualima zemalja čije privrede imaju približno iste koeficijente tehničke opremljenosti rada, odnosno zašto se razlike u razvijenosti zemalja povećavaju.

Polazeći od navedenog, Todaro i Smith u svojoj klasifikaciji teorijskih pristupa pojašnjenju faktora i modela razvoja, pored klasičnih teorija, prepoznaju i *endogene, odnosno nove teorije rasta* (Romer 1986³³; Lucas 1988, 1990³⁴), koje obuhvataju tri pristupa: endogenizaciju tehnoloških promjena, teoriju ljudskog kapitala (Schultz, 1961³⁵; Mankiw, Romer, and Weil, 1992³⁶; Hall, Jones, 1999³⁷; Breton, 2014³⁸), i neoinstitucionalne teorije (March, Olsen, 1989³⁹). Endogene teorije objašnjavaju fenomen razlika u razvijenosti uvodeći varijable koje se vezuju za privredno-sistemske

²⁶ Little I. (1982). *Economic Development: Theories, Policies, and International Relations*, New York: Basic

²⁷ Johnson H. (2013). *International Trade and Economic Growth*, (Collected Works of Harry Johnson), Routledge, Taylor and Francis Group;

²⁸ Balassa, B. (1988). The lessons of East Asian development: An overview. *Economic Development and Cultural Change*, 36: 273–290.

²⁹ Bhagwati, N.J. (1988). Poverty and public policy, *World Development*, 16: 539–555;

³⁰ Buchanan, J.M. (1954). Social choice, democracy and free markets, *Journal of Political Economy*, 62: 114–123;

³¹ Krueger O.A. (1990). Government Failures in Development, *Journal of Economic Perspectives*, 4(3), 9–23;

³² Todaro M., Smith S. (2015). *Economic development*, Pearson, 11th ed., str. 150–151;

³³ Romer, P.M. (1986). Increasing returns and long run growth, *Journal of Political Economy*, 94: 1002–1037;

³⁴ Lucas R.B. (1988). On the mechanics of economic development, *Journal of Monetary Economics*, 22 (1988): 3–42;

Lucas R.B. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries?, *AEA Papers and Proceedings*, 80: 92–96;

³⁵ Schultz, T. W. (1961). Investment in Human Capital, *American Economic Review*, v51, n1, 1–17;

³⁶ Mankiw, N. G., Romer, D., and Weil, D. N. (1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth, *Quarterly Journal of Economics*, v107, Issue 2, 407–437;

³⁷ Hall, R. E., and Jones, C. I. (1999). Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?" *Quarterly Journal of Economics*, v114, n1, 83–116;

³⁸ Breton, R. (2014). A Human Capital Theory of Growth: New Evidence for an Old Idea, Vol 14-13, Center for Research in Economics and Finance (CIEF), doi:10.2139/ssrn.2456903;

³⁹ March, J., Olsen J.P. (1989). *Rediscovering Institutions: The Organizational Basis of Politics*, Free Press, New York;

odrednice zemlje i kvalitet ekonomske politike, odnosno ulaganja u proizvodni, humani, društveni, ekološki i kreativni kapital zemlje.

U svojoj klasifikaciji teorijskih pristupa pojašnjenju faktora i modela razvoja, Todaro i Smith, predstavljaju i savremene teorije, tzv. *nove modele ekonomskog razvoja* koji izučavaju razvoj i nerazvijenost kao globalne fenomene današnjice, gdje se pred manje razvijenim i otvorenim ekonomijama postavljaju složene razvojne barijere, čiji broj raste u uslovima sistemske neizvjesnosti koju karakterišu savremeni međunarodni ekonomski odnosi. Mnoge nove teorije privrednog razvoja koje su postale uticajne na pragu ovoga stoljeća, potenciraju *komplementarnost* između više uslova koji su neophodni za uspješan razvoj zemlje, kao i problem koordinacije između različitih ekonomskih agenata (kompanija, zaposlenih, potrošača, vladine politike). Fenomen nerazvijenosti u zemljama u razvoju u značajnom dijelu objašnjava se kao posljedica neuspjeha tržišta⁴⁰ na kom ekonomski agenti nijesu sposobni da koordiniraju ponašanje i izbore, što vodi do krajnjeg ekvilibrijuma (rezultata) koji je značajno ispod očekivanog. U navedenom kontekstu, predmet istraživačke pažnje u ovom radu je i analiza ograničene efikasnosti kreditnog tržišta u Crnoj Gori da odgovori na rastuće potrebe privrede, kao i uticaj koji IRF ima na unaprjeđenje pristupa sektora MSP neophodnim finansijskim sredstvima, čime se istovremeno doprinosi i pravovremenoj i efikasnijoj alokaciji resursa ka strateški važnim sektorima crnogorske ekonomije.

Novi modeli ekonomskog razvoja bave se fenomenom *zamke nerazvijenosti* (*underdevelopment trap*), začaranog kruga siromaštva koji se obnavlja usljed niskog nivoa dohotka i investicija, uz izostanak komercijalizacije potencijala poljoprivrede⁴¹, kao i zamkom srednjeg dohotka (*middle-income trap*), situacijom kada zemlja počinje razvoj dostizanjem statusa srednjeg nivoa dohotka, gdje se zadržava, što se najčešće vezuje za nizak nivo inovacija, nizak nivo apsorpcije napredne tehnologije, te rast nejednakosti u raspodjeli⁴².

⁴⁰ Termin se koristi da obuhvati sve okolnosti koje sprječavaju tržište da finansira društveno korisne projekte. Pod društveno korisnim projektima se podrazumjevaju oni koji uvećavaju ukupno društveno bogatstvo.

⁴¹ Todaro M., Smith S. (2015). *Economic development*, Pearson, 11th ed., str. 187-188;

⁴² Paus, E. (2012). *Confronting the Middle Income Trap: Insights from Small Latecomers*. *Studies in Comparative International Development*, 47(2), 115–138. doi:10.1007/s12116-012-9110-y; i Sen A. (2013). *Inequality Re-examined*, Oxford Scholarship Online, DOI:10.1093/0198289286.001.0001;

Neki autori posljednjih godina objašnjavaju razlike u razvijenosti zemalja usljed koncentracije u društvenim konvencijama i institucijama, a koje su ekonomske, pravne i političke. Prema ovoj teoriji, kako ističu Robinson i Acemoglu⁴³, razlike nastaju usljed različitih faktora koji mogu učiniti određene institucije odnosno set pravila društva ekstraktivnim, odnosno da isti podvlađuju samo određenom broju ljudi. Nasuprot njih stoje inkluzivna odnosno sveobuhvatna pravila odnosno institucije sistema koje čine ovakve sisteme i društva razvijenijim u relativnom smislu. Polazeći od činjenice da politički sistem snažno utiče na ekonomske performanse privrede, rađa se nova ekonomska disciplina – *politička makroekonomija*, koja se oslanja na istraživanja iz makroekonomije, teorije izbora i teorije igara. Autori ističu da se politička makroekonomija bavi odnosom politike i ekonomije povodom poslovnih ciklusa, inflacije, nezaposlenosti, te stabilizacije politike. U njenom fokusu su i sljedeća pitanja: odnosa diktature, demokratije, nejednakosti i privrednog rasta, kao i nestabilnost privrede u vezi sa raznim društvenim konfliktima, te mogućnosti ekonomske integracije zemalja u globalne tokove. Politička makroekonomija ukazuje na snažan uticaj društvenih i državnih snaga i interesnih grupa, na nosioce politike, koji često nadmašuje ulogu ekonomskog pristupa i samih ekonomista. Na osnovu toga, država se zapravo nalazi u centru, izložena uticajima kako politike, tako i ekonomije. Stoga se kao ključno pitanje postavlja prepoznavanje faktora koji određuju institucije kolektivnog donošenja odluka (odnosno političke institucije).

Sa druge strane, u novoj ekonomskoj misli, pojavljuju se i oštri kritičari ukupnog kreditnog tržišta, u uslovima geo-ekonomskih turbulencija i krize savremenog multipolarnog svijeta. Tako profesor Majkl Hadson sa univerziteta u Misuriju, nadovezujući se na klasičnu ekonomsku misao, navodi da: „*Ekonomska, najvažnija usluga koja je potrebna svim privredama za nesmetano funkcionisanje jeste obezbjeđivanje novca i bankarskih kredita. Kada se privatizuje, postaje instrument za izvlačenje rente. Zato su ekonomisti XIX vijeka, koji su razvijali logiku industrijskog kapitalizma, zaključili da novac i bankarstvo treba da budu od javne koristi, kako bi se minimizirali finansijski troškovi*

⁴³ Acemoglu, D., and James A Robinson, J. A. (2012). Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty, New York: Crown, 529;

*nepotrební za industrijsku proizvodnju.*⁴⁴“ Hadson podsjeća da je u klasičnoj političkoj ekonomskoj misli efikasna, pravovremena i alokacija sredstava adekvatnog obima, smatrana za javni interes. On navodi da, nasuprot neoliberalnoj misli čikaške ekonomske škole⁴⁵, klasična ideja slobodnog tržišta se nije odnosila na tržište slobodno od upliva države, već na tržište slobodno od zemljoposjednika, monopolista i kreditora da naplaćuju koliko god žele, bez obzira na trošak proizvodnje, odnosno tržište slobodno od *rentijerske, nezarađene dobiti*, koja se definiše kao višak cijene iznad društveno neophodnog troška proizvodnje koji uključuje i srazmjernu dobit privređivača. Ideja klasične ekonomske misli je bila upravo kako se izboriti sa nasljednim imovinskim pravima, poreskim favoritizmom i specijalnim društveno-ekonomskim privilegijama krupnih zemljoposjednika na prelasku iz feudalnog u industrijsko društvo, sa centralnom idejom umanjenja prihoda od kamate i rente u ekonomskom sistemu, kako bi on bio što efikasniji i u krajnjem - pravedniji. Isto tako, niži nivoi rente i kamate i u ekonomiji znače i niže troškove proizvodnje odnosno pružanja usluga, a što je i preduslov za industrijalizovanu razvijenu privredu, spremnu da se uhvati u koštac sa konkurencijom na domaćem ali i na međunarodnim tržištima. Hadson ističe da je savremeno kreditno tržište *sui generis* tip tržišta, sa sopstvenim specifičnostima, te je od velike važnosti za dinamiziranje rasta i razvoja, jer predstavlja sponu između štednje i investicija (alokator sredstava). Uzevši u obzir da je alokacija sredstava strateška ekonomska aktivnost, od posebne važnosti je učešće državnog sektora u istoj, kako bi se povećala efikasnost u alokaciji ograničenih finansijskih resursa prema privredi, što nadalje pozitivno utiče na rast konkurentnosti zbog nižih finansijskih troškova, kao i bolje ročne usklađenosti priliva i odliva, odnosno boljim tokovima gotovine u kompanijama. Ako država nema uticaj na ovom tržištu i na njemu nastane koncentracija, ona ima znatno veće negativne efekte nego na ne-strateškim robno-novčanim tržištima. U prilog tezi o specifičnostima finansijskog tržišta, a u kontekstu ovog rada, su i istraživanja koja ukazuju da privatizacija

⁴⁴ Hadson, M. (2022). Sudbina civilizacije: Finansijski kapitalizam, Industrijski kapitalizam ili Socijalizam, Baskervil, Predgovor str. 4;

⁴⁵ Knight, K.Frank (1934). Capital, Time and Interest rate, *Economica*, New Series, Vol. 1, No. 3, pp. 257-286; <https://cooperative-individualism.org/knight-frank-capital-time-and-the-interest-rate-1934-aug.pdf>

razvojnih banaka doprinosi rastu profitabilnosti i vrijednosti akcija, ali u manjem obimu u odnosu na privatizaciju nefinansijskih kompanija⁴⁶.

U navedenom kontekstu, uloga razvojno-orjentisanih finansijskih institucija je od posebne važnosti na manjim kreditnim tržištima gdje je uvećan rizik od koncentracije,⁴⁷ ali i u zemljama u razvoju odnosno tranziciji (zemlje od niskog ka srednjem dohotku) koje zbog uvećanog rizika zemlje, ali i niza drugih strukturnih specifičnosti, imaju više troškove finansiranja, što u kombinaciji sa niskom ekonomijom obima, ima značajne implikacije na sveukupnu konkurentnost privrede i potencijal izvoza roba i usluga na druga tržišta, gdje se izvoznici suočavaju sa snažnom konkurencijom. Kao i u većini tranzicionih ekonomija, mikro, mala i srednja preduzeća (MMSP) pate od niske konkurentnosti, teškog pristupa finansiranju, nedostatka vještina i loše integracije u globalne lance snabdijevanja.

Za stabilnost privrede je od velike važnosti da su uslovi finansiranja privrede u ravni sa rastom BDP-a ili niži, odnosno da privreda raste brže od rasta duga, a što u većini savremenih ekonomija danas nije slučaj, što vodi njihovoj finansijalizaciji odnosno sve većem učešću neproizvodnog finansijskog sektora u ukupnom ekonomskom autputu. Globalni dug raste znatno brže od globalnog rasta BDP-a u decenijama iza nas, kao što je prikazano u sljedećem tabelarnom pregledu, koji je objavio IMF u redovnom izvještaju o globalnom dugu za 2025. godinu⁴⁸. Kako je prikazano u narednoj tabeli, u strukturi BDP-a, globalni ukupni dug se u odnosu na BDP više nego udvostručio. I javni i privatni dug su znatno porasli kao udio u globalnom BDP-u tokom proteklih pet decenija. Privatni dug je porastao sa 82% na 143 % BDP-a, dok je javni dug skočio sa 33 % na 93 % BDP-a. Slika nakon COVID-a pokazuje skroman pad obima javnog duga prema BDP-u, uz znatno smanjenje učešća privatnog duga prema BDP-u. Globalno gledano, javne obaveze su se smanjile sa cca 100 % na ispod 93 % BDP-a tokom ovih godina, dok je privatni dug pao još primjetnije: sa 158 % na ispod 143 % BDP-a.

⁴⁶ Vidjeti: Meggison L.W. (2005). The Financial Economics of Privatization, Oxford University press; i Clarke, G.R., Cull, R.J., & Shirley, M.M. (2005). Empirical Studies of Bank Privatization: An Overview, November, 2003. <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:174793411>

⁴⁷ Samim tim je i renta (renterijerska dobit) veća na ovakvim tržištima odnosno manja je efikasnost tržišta.

⁴⁸ IMF, Global Debt Database (2025); <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD>

Tabela 1. Trend rasta globalnog ukupnog duga 1970. -2024. godine (% BDP-a)

UKUPNI DUG	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010-2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Svijet	115	144.3	180.1	196.8	220.35	229/6	258.0	248.1	238.1	237.2	235.5
Napredne ekonomije (37)	133.6	165.4	202	229.5	268.35	271.4	301.3	290.1	277.9	270.2	266.6
Brzorastuće ekonomije (81)	39.5	65.5	87.2	101.6	149.65	176.8	201.2	195.3	191.2	197.1	191.8
ZUR, niski dohodak (70)	20.2	43.6	73.7	61.9	62.5	77.3	85.3	87.4	87.8	88.3	n.a.
JAVNI DUG, % BDP-a	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010-2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Svijet	33.1	47.6	62	66.5	80.95	84.9	100.4	96	92.4	93.8	92.8
Napredne ekonomije	36.1	50.7	66.4	75.3	104.9	105.4	124.4	118.7	113.5	112.0	109.7
Brzorastuće ekonomije	21.4	35.6	41.5	40.9	43.8	55.7	65.8	64.8	65.2	69.0	69.0
ZUR, niski dohodak	15.6	36.2	64.8	45.8	34.8	42.9	48.5	48.5	48.4	50.3	n.a.
PRIVATNI DUG, % BDP	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010-2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Svijet	81.9	96.7	118.1	130.3	139.4	144	157.6	152.1	145.7	143.4	142.7
Napredne ekonomije	97.5	114.6	135.6	154.1	163.45	163.4	177	171.4	164.4	158.2	157.0
Brzorastuće ekonomije	18.1	29.9	45.7	60.7	105.85	121.2	135.4	130.5	126.8	128.1	122.7
ZUR, niski dohodak	4.7	7.4	8.8	16.1	27.7	34.5	36.9	38.9	39.3	38.1	n.a.

Izvor: IMF Global Debt Database, Global Debt Monitor, 2025;

Visok globalni fiskalni deficit, u prosjeku oko 5 % BDP-a, jedan je od glavnih pokretača rasta javnog duga — dinamika koju sada pogoršava rastući razmak između kamatne stope i rasta. Troškovi naslijeđeni iz perioda COVID-a — kao što su subvencije i socijalna davanja — u kombinaciji sa rastućim neto kamatnim troškovima guraju fiskalne deficite naviše.⁴⁹

Prema procjenama Instituta za međunarodne finansije iz Vašingtona, sredinom 2024. godine ukupni dug procjenjuje se na rekordnih 318 triliona \$.⁵⁰

Prema analizama UNCTAD-a, od 2010. godine dug zemalja u razvoju rastao je dvostruko brže od duga naprednih ekonomija. Danas 3,4 milijarde ljudi živi u zemljama koje troše više na otplatu kamata na dug nego na zdravstvo ili obrazovanje. Javni dug u tim zemljama može biti snažan instrument razvoja. Vlade ga koriste da bi ulagale u svoje stanovništvo i ekonomije – i time trasirale put ka boljoj budućnosti. Međutim, kada dug

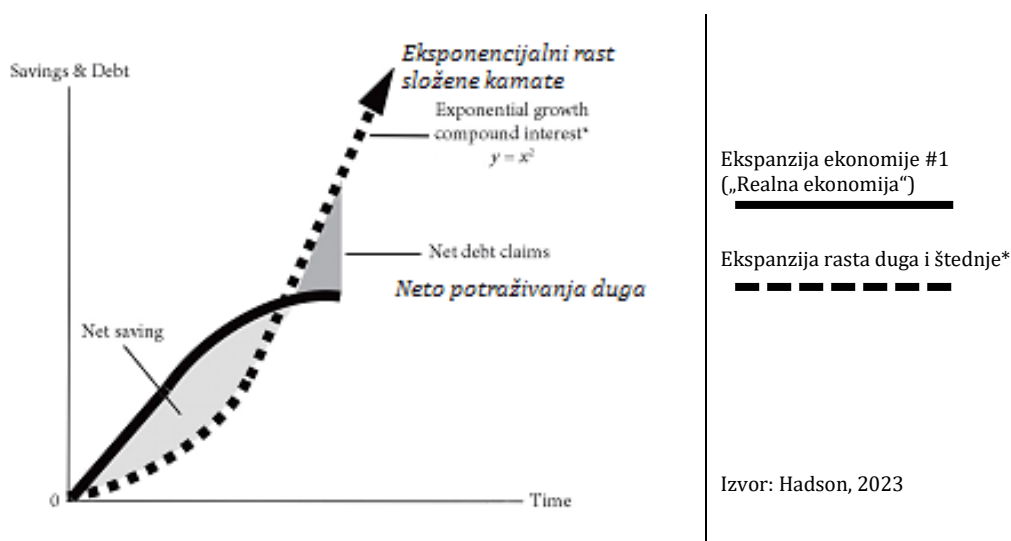
⁴⁹ IMF; Global Debt Monitor 2025; <https://www.imf.org/external/datamapper/GDD/2025%20Global%20Debt%20Monitor.pdf>

⁵⁰ Institute of International Finance (2025). Global Debt Monitor, February 2025; https://www.iif.com/portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_February2025_vf.pdf

postane prevelik ili previše skup, on se pretvara u teret. To je sadašnja stvarnost za veliki dio zemalja u razvoju⁵¹.

Rast ukupnog duga u BDP-u⁵² potvrđuje da je navedeno istovremeno globalni trend, problem i na svjetskom nivou, odnosno da sve veće učešće u BDP-u ima finansijski sektor, što vodi procesu koji se u literaturi naziva i dugovna deflacija⁵³. Hadson ističe da je, tokom historije, nagomilavanje duga imalo tendenciju da nadmašuje sposobnost dužnika da plate, jer kamatna stopa značajno povećava dug tokom vremena kada se u vremenima neredovne otplate kamata pripisuje glavnici (složen kamatni račun). Plaćanje tekućih troškova na rastući opšti nivo duga usporava ekonomiju, a time i njenu sposobnost plaćanja odnosno servisiranja duga. Kako zaostala dugovanja i neplaćanja rastu, raste prenošenje troškova odražavajući rastući rizik od neplaćanja. Realna (nefinansijska) ekonomija proizvodnje i potrošnje raste sporije, sužavajući se u S-krivi kako se, umjesto u nova ulaganja, prihod preusmjerava za pokrivanje duga⁵⁴.

Grafik 1. Kako povećanje troškova zaduženja usporava poslovni ciklus



⁵¹ <https://unctad.org/news/global-public-debt-hit-record-102-trillion-2024-striking-developing-countries-hardest#:~:text=Global%20public%20debt%20reached%20an,Explore%20World%20of%20Debt%20Dashboard> (pristup 12.11.2025.);

⁵² Ukupni dug čini javni dug i privatni dug (dug nefinansijskog sektora i domaćinstava). IMF prati kretanja globalnog duga, na bazi raspoloživih podataka za 190 ekonomija svijeta. (Mbaye, S., Moreno-Badia, M., and K. Chae. 2018. "Global Debt Database: Methodology and Sources," *IMF Working Paper* 2018/111, International Monetary Fund, Washington, DC, p.49;)

⁵³ Termin deflacija duga prvi je pojasnio Irving Fisher (1933), a odnosi se na način na koji dug i pad opšteg nivoa cijena destabilizuju jedno drugo. Pitanje stabilnosti se nameće zato što se odnos odvija na oba načina: deflacija izaziva finansijske probleme, a oni zauzvrat pogoršavaju deflaciju. Količina novca se endogeno smanjuje kroz otplatu duga, a deflacija redukuje sposobnost otplate nominalno fiksnog duga. Višegodišnja ekonomska stagnacija, uz deflaciju, vodi zemlju u fazu ekonomske depresije i rizika ulaganja u tzv. deflacionu spiralu. (Goetz von Peter. (2005). Debt-deflation: concepts and a stylised model, *BIS working Papers*, no. 176, (<https://www.bis.org/publ/work176.pdf>) ;

⁵⁴ Hudson, M. (2023). The US Financial Quandary: ZIRP'S Only Exit Path is a Crash. *Investigación Económica*, 82(325), 3–20. <https://doi.org/10.22201/fe.01851667p.2023.325.86133>

Za razliku od realne ekonomije proizvodnje i potrošnje, kamate i servisiranje duga rastu bez ograničenja na nivou cijele privrede – i obično izvan sposobnosti mnogih dužnika da plate (eksponencijalan nasuprot linearnom rastu). Teško da je ikada stopa rasta privrede bila tako visoka kao kamatna stopa koja određuje stopu rasta dugova i finansijske štednje. Ovaj neumoljivi rast znači da se na kraju dugovi otežano servisiraju i za mnoge finansijski ciklusi završavaju krahom. Krah može biti onakav kakav se dešava u poslovnom ciklusu (obično jedanaest ili više godina), ili kao hronična insolventnost i deflacija duga podstaknuta periodom jeftinih kredita koji se desio u periodu kvantitativnog popuštanja 2008-2020.⁵⁵

Sa druge strane, *deindustrijalizacija* privrede i njena *finansijalizacija* se ne odslikavaju u dovoljnoj mjeri negativno na glavne ekonomske indikatore kao što je BDP, jer svaka aktivnost ulazi u obračun BDP-a,⁵⁶ pa i uvećane bankarske provizije koje ne doprinose rastu i razvoju privrede, već samo uvećavaju opšte troškove, te samim tim doprinose manjoj konkurentnosti same privrede, koja ima manje sredstava za ulaganje u osnovna sredstva i obrtni kapital, zbog većih odvajanja za plaćanje sve veće glavnice i pripadajuće kamate, te različitih vrsta naknada i provizija. Međutim, metodologija za obračun BDP-a ne pravi distinkciju između proizvodnog i neproizvodnog rada, glavnih i pomoćnih ekonomskih aktivnosti, ali ni između zarađenog prihoda preduzetničkom umjesnošću i radom, i ekonomske rente kao nezarađenog prihoda, a što je bila fokalna tačka ekonomske diskusije klasične političke ekonomske misli. Hadson predlaže reviziju metodologije obračuna BDP-a, pritom navodeći sljedeće: „*Tretiranjem kamata, povezanih finansijskih troškova i drugih ekonomskih renti kao opštih troškova, takvi nacionalni računi bi izolovali bogatstva dobijena nultim iznosom transfera za rastuću procjenu zakupnine zemljišta, prirodnih resursa i osnovnih infrastrukturnih monopola*“⁵⁷.

Svaki ekonomski ciklus započinje sa višim nivoom duga, čime je i sve veći udio ukupnog nacionalnog bogatstva u rukama finansijskog sektora, koji ne čini industrijsku ekonomiju već samo služi kao *pomoćni, servisni sektor realne ekonomije, sui generis*

⁵⁵ Hadson, M. (2022). Sudbina civilizacije: Finansijski kapitalizam, Industrijski kapitalizam ili Socijalizam, Baskervil, str. 91 & 92;

⁵⁶ Ne postoji podjela na proizvodne i neproizvodne odnosno pomoćne industrije.

⁵⁷ Hadson, M. (2022). Sudbina civilizacije: Finansijski kapitalizam, Industrijski kapitalizam ili Socijalizam, Baskervil, str. 104.

ekonomska aktivnost kao takva sa određenim tržišnim odlikama, ali i mnoštvom neuspjeha tržišta (*market failures*).

Ekspanzija finansijskog sektora, praćena eksponencijalnim rastom duga koji nadmašuje realni privredni rast, dovodi do finansijalizacije ekonomije. U takvom okruženju, finansijsko-transferni sloj postaje sve značajniji u strukturi cijene koštanja proizvoda i usluga, što ukazuje na pomjeranje težišta stvaranja vrijednosti sa realne proizvodnje na finansijske tokove.

Na ovo ukazuje i prethodno navedena procjena Međunarodnog instituta za finansije o stanju globalnog duga u 2024. godini, koji premašuje 318 triliona \$⁵⁸. Visoki finansijski troškovi čine da kompanije uvećavaju svoje cijene, kako bi nadoknadile izgubljeno, ili uopšte bile u mogućnosti da vrate preuzete kredite, što se dalje prelijeva na uvećanu cijenu rada i u krajnjem na nižu konkurentnost privrede. Dakle, da bi privreda bila konkurentna, neophodno je smanjiti rentu u svakoj oblasti ekonomije, pa tako i finansijsku rentu, koja čini dobit komercijalnog sektora iznad troškova poslovanja i uobičajene profitne marže na konkurentnom tržištu.

Analogno prethodno navedenom, ključno istraživačko polazište jeste da Investiciono-razvojni fond *ima uticaja* na smanjenje finansijske odnosno kreditne rente. U ovom radu će se empirijskim istraživanjem ispitati da su aktivnosti IRF-a uticale na značajno povećanje konkurentnosti i efikasnosti kreditnog tržišta u Crnoj Gori i samim tim smanjile finansijske troškove poslovanja privrede, snažeći konkurentnost.

Pored ovog mjerljivog doprinosa konkurentnosti koji se može okarakterisati kao *efikasnost*, IRF kroz svoj tzv. *taylor-made* pristup finansiranju crnogorske privrede (pristup po mjeri potreba ostvarivanja razvojnih ciljeva države), utiče i na *efektivnost* nudeći tačno one finansijske proizvode koji najbolje odgovaraju strateškoj orijentaciji crnogorske privrede. Nadalje, IRF nudi privrednicima i neophodnu ekspertizu za uspostavljanje, održavanje i razvoj poslova. Ovo su postulati iz prve i druge hipoteze ovog rada o kojima će u daljem radu biti više riječi.

Na kraju ovog poglavlja, koje je posvećeno analizi determinanti i modela razvoja koji prvenstveno podstiču ulaganja, a time posredno utiču i na smanjenje trgovinskog deficita, vrijedno je osvrnuti se i na savremene modele analize *uzroka* u zaostajanju u razvoju.

⁵⁸ Institute of International Finance (2025). Global Debt Monitor, February 2025; <https://www.iif.com/Products/Global-Debt-Monitor> ;

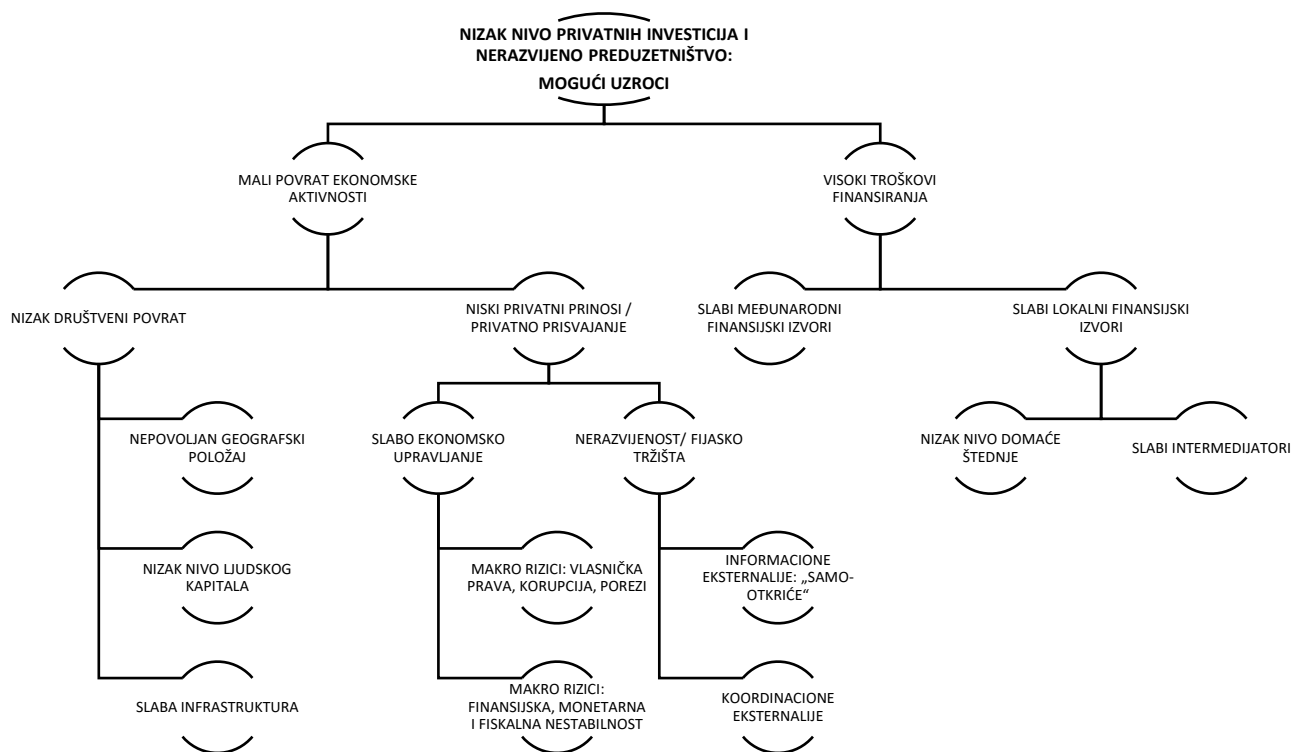
Podsticanje efikasnog investiranja i preduzetništva igra važnu ulogu u dinamiziranju rasta i promociji razvoja. Ali nekada popularna ideja da „jedan model odgovara svima“ u razvojnoj ekonomiji postaje mit. Različite zemlje suočavaju se sa različitim razvojnim barijerama u pronalaženju putanja bržeg rasta i odgovarajućih strukturnih promjena u ekonomiji. Ključna uloga razvojne ekonomije jeste da prepozna ta razvojna ograničenja u konkretnom slučaju. Hausmann, Rodrik i Velasco (HRV) predlažu poseban model⁵⁹, tzv. *okvir dijagnoze rasta (HRV Growth Diagnostic Framework)* koji, kako sama riječ kaže, dijagnostikuje uzroke zaostajanja u razvoju, što je ključno u prepoznavanju adekvatnih mjera razvojne politike određene zemlje. Ukoliko se može konstatovati da je u jednoj zemlji nizak nivo privatnih investicija i nedovoljno razvijeno preduzetništvo, mogući uzroci mogu se po HRV okviru predstaviti kao na Shemi 1⁶⁰.

Stablo odlučivanja o uzrocima nedovoljnog rasta će pomoći da se identifikuju najveća ograničenja rasta u konkretnoj ekonomiji. Neophodno je usredsrediti se na najizraženija ograničenja rasta u konkretnoj zemlji i kratkoročnim targetiranim mjerama ublažiti najsnažnije faktore. U ovom slučaju polazi se od prepoznatog problema da je zemlja ograničena niskim nivoom privatnih investicija i nedovoljno razvijenim preduzetništvom. Međutim, poznato je da u razvojnoj ekonomiji jedan set prijedloga ne odgovara svim zemljama (*no „one size fits to all“*). Stoga, stablo odlučivanja identifikuje kako da se problem riješi u svakom pojedinačnom slučaju, koji uvažava specifičnosti zemlje. U zemlji sa niskim dohotkom, ekonomska aktivnost ograničena je sa najmanje jednim od sljedeća dva faktora: ili je trošak finansiranja previsok, ili je privatni povrat ulaganja prenizak. Ako je problem sa niskim privatnim prinosima, to zauzvrat mora biti zbog niskih ekonomskih (socijalnih) prinosa ili velikog jaza između društvenih i privatnih prinosa (ono što nazivamo niskom adekvatnošću privatnog sektora, tj. niskim privatnim prisvajanjem). Prvi korak u dijagnostičkoj analizi je da se utvrdi koji od ovih stanja tačnije karakteriše ekonomiju o kojoj je riječ.

⁵⁹ Hausmann R., Rodrik D. and Velasco A. (2006). Getting the diagnosis right, *Finance and Development*, str. 43;

⁶⁰ Op.cit.

Shema 1. Hausmann-Rodrik-Velasco stablo odlučivanja o dijagnostici rasta u slučaju niskog nivoa privatnih investicija i nerazvijenog preduzetništva



Niske investicije u jednoj zemlji mogu biti posljedica distorzija koje privatne prinose održavaju niskim uprkos visokim društvenim prinosima, posebno ako se društveni prinosi ne prenose lako na nivo pojedinca. Nedovoljno stimulansa za individualno preuzimanje rizika može imati mnogo uzroka u konkretnom poslovnom ambijentu. Visoki porezi, makroekonomski disbalansi, slabo sprovođenje ugovora i zaštita imovinskih prava, kao i politička neizvjesnost – prepoznaju se kao najčešći uzroci. Investicije i rast takođe mogu biti ograničene nedostacima u infrastrukturi, politici zapošljavanja i nedovoljnim ulaganjima u obrazovanje i ostale javne usluge. Štaviše, pojedini autori⁶¹ smatraju da su javne usluge peti faktor proizvodnje, jer one dovode do jeftinije radne snage što rezultira povećanjem konkurentnosti privrede.

U pojedinim zemljama, veliko ograničenje predstavlja nedostatak inovacija i potražnje za investicijama. U nedovoljno razvijenim zemljama, u ovom kontekstu, inovacija se

⁶¹ Hadson, M. (2022). Sudbina civilizacije: Finansijski kapitalizam, industrijski kapitalizam ili socijalizam, ISLET 2022;

posmatra kao sposobnost razvoja ekonomskih aktivnosti veće produktivnosti i netradicionalnih proizvoda koji se mogu proizvesti profitabilno na lokalnom nivou. Nedostatak inovativnosti u nalaženju novih izvora rasta poistovjećuje se sa situacijom kada zemlja doživi oštar pad u svojim tradicionalnim sektorima (npr. proizvodnja šećera), ali to ne uspije da nadoknadi novim idejama u drugim oblastima. Odsustvo takvih ideja objašnjava zašto su rast, investicije i očekivani prinosi na ulaganja niski. To dalje znači da se i nesavršenost tržišta i njegovih impulsa može pojaviti kao ograničenje, kroz nedostatak informacija i koordinacije. Čini se da je nedostatak „samootkrivanja” obavezujuće ograničenje za rast u mnogim nedovoljno razvijenim zemljama. Podsticanje većeg preduzetništva i razvoj novih poslovnih mogućnosti bi stoga trebalo da bude u centru njihove razvojne strategije, sa glavnim fokusom na kretanje ka industrijama sa većom bruto dodatom vrijednošću odnosno bogatstvom. U drugim zemljama, može postojati mnogo dobrih ideja i inovativnih rješenja, ali nedovoljno sredstava za njihovo finansiranje. U ovom slučaju, investicije su ograničene nesposobnošću zemlje da mobilise dovoljno domaće i strane štednje za finansiranje investicija po razumnim stopama⁶².

Značajan je broj istraživanja koja se bave pitanjem komplementarnosti i koordinacije tržišta na primjeru *tržišta rada i tržišta obrazovanja*. Kompanije nijesu spremne da investiraju na tržište ili određenu lokaciju, ako tamo ne postoje radnici sa adekvatnim kvalifikacijama, dok istovremeno ti radnici ne ulažu u svoje kvalifikacije i vještine, a nema kompanija koje im postojeće kvalifikacije traže, pa često dolazi i do odliva radne snage u druge regione ili zemlje. Problem komplementarnosti i lokacije rješava se ciljanim mjerama politika koja povezuju ova tržišta, posebno kada se u problem koordinacije uključi i *tržište kapitala* i pristup finansijama⁶³.

Pored različitih modela analize fijaska tržišta u savremenim ekonomskim sistemima (*market failure*), posebno zemljama u razvoju, tema razvojne ekonomije su i *modaliteti (ne)uspjeha vladinih politika* koji se često vezuju za ograničenja u vezi sa *fijaskom koordinacije* prikazanom u stablu odlučivanja⁶⁴. Razvoj se više ne posmatra samo kao

⁶² Hausmann, R., Rodrik D., and Andrés Velasco A. (2005). Growth Diagnostics, A new approach to economic reform. John F. Kennedy School of Government, Harvard University (Cambridge, Massachusetts). Dostupno na : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2006/03/hausmann.htm> ;

⁶³ Achemoglu D. (1997). Training and innovation in an imperfect labour market, Review of Economic Studies, 64: str. 445-464;

⁶⁴ Hoff K., Stiglitz E. J. (2001). Modern Economic Theory and Development, ch.11 in the book: Frontiers of the Development Economics (eds Stiglitz J., Meier G.), World Bank, Oxford University Press; str. 389-443;

proces akumulacije kapitala, već i kao proces organizacionih promjena. Zato je analiza vladinih politika od posebne važnosti, i ona se fokusira na analizu institucija, raspodjelu bogatstva, istorijski kontekst i sam ambijent u kome ekonomski agenti funkcionišu i gdje dolazi do efekta preliivanja njihovih međusobnih akcija i odluka.

Crna Gora pripada onoj grupaciji zemalja (male, otvorene, uvezno zavisne i servisno orjentisane ekonomije) kojima je značajno razvojno ograničenje *spoljnotrgovinski deficit* u kombinaciji sa visokom otvorenošću ekonomije odnosno manjkom zaštitnih mehanizama za rast i razvoj industrija u povelju (*infant industries*) što dodatno otežava nacionalne razvojne napore.

Predmetni deficit je jedan od hroničnih, strukturnih problema ograničenja razvoja crnogorske ekonomije, i on se mora postepeno ublažavati u funkciji vremena, jer su i sami procesi promjene strukture privrede - dugoročni procesi. Jedan od snažnih mehanizama su instrumenti koji stoje na raspolaganju razvojnim finansijskim institucijama.

Dvije decenije XX vijeka crnogorsku ekonomiju obilježava period razvoja vođen dinamičnom liberalizacijom, unaprjeđenjem investicionog ambijenta i smanjenjem carinskih i necarinskih barijera trgovini (prvenstveno uvozu). Preovlađujući *model razvoja* bazirao se na privlačenju stranih direktnih investicija (*FDI led growth*), koje su se u najvećoj mjeri koncentrisale na sektor usluga, uz rast svih oblika robnog uvoza, i nije značajnije uticao na rast konkurentnosti crnogorske ekonomije, posebno u smislu manje izloženosti eksternim šokovima i smanjenju spoljnotrgovinskog deficita. Sa druge strane, *model razvoja vođen konkurentnim izvozom (Export led growth)*, sa snažnijim fokusom na robni izvoz⁶⁵, kao i supstituciju nekih oblika uvoza, a koji bi povećao konkurentnost crnogorske ekonomije, zaposlenost i njenu otpornost na promjenu međunarodne tražnje – nije postao centralna razvojna paradigma. Stoga je neophodno snažnije djelovati instrumentima finansiranja razvoja preko nacionalnih razvojnih i finansijskih institucija, kako bi se gep između ova dva modela razvoja smanjio, a snažnijim i ciljanim ulaganjem u sektor MMSP u Crnoj Gori, dolazilo postepeno do promjene privredne strukture uz revitalizaciju, ozelenjavanje i digitalizaciju industrije, do rasta zaposlenosti i smanjenja uvezne zavisnosti.

⁶⁵ Uvalić, M. (2014). Structural problems of the Western Balkan economies, in book: EU enlargement between conditionality, progress and enlargement fatigue, Aspen Institute, German: str. 83-86;

1.2. Finansiranje razvoja sa fokusom na nacionalne razvojne finansijske institucije

Vlade savremenih tržišnih privreda podstiču ukupni ambijent za ulaganja i finansiranje privrednog razvoja, te koordiniraju aktivnosti javnog i privatnog sektora kroz proces donošenja odluka i upravljanje javnim finansijama, u cilju dinamiziranja ukupne privredne aktivnosti. Ostvarivanje privrednog rasta i razvoja zavisi od izvora finansiranja, koji mogu biti domaći i/ili međunarodni (eksterni). Jedna od podjela izvora finansiranja je na: 1) akumulaciju i alokaciju kapitala, 2) domaću štednju i 3) eksterne izvore finansiranja⁶⁶.

Uvećanje kapitala i njegovo efikasno korišćenje, bez obzira na njegov oblik (finansijski kapital, robe i usluge, prirodni resursi, kao i sam ljudski kapital), preduslov je ostvarivanja ekonomskog rasta i razvoja. Povećanje kapitala je investicija koja je uslov povećanja proizvodnje, produktivnosti i rasta⁶⁷. Efikasno alociranje kapitala omogućava da se u dugom roku ostvare dobre ekonomske performanse i progres. Domaća štednja (javna i privatna) je značajan izvor finansiranja investicija na nivou pojedinačnih ekonomija, jer podrazumijeva veću stabilnost privrede i manju zavisnost od inostranog kapitala. U slučaju nedovoljnog nivoa domaće štednje, zemlje se opredjeljuju da taj izvor nadoknade inostranom štednjom, odnosno, inostranim/eksternim izvorima finansiranja ekonomskog rasta i razvoja. Eksterni, odnosno, međunarodni izvori finansiranja su: 1) strane direktne investicije, 2) portfolio investicije⁶⁸, 3) zajmovi banaka, 4) javni međunarodni kapital, 5) međunarodna pomoć i 5) doznake⁶⁹.

Polazeći od navedenih izvora finansiranja, evidentan je trend objedinjavanja sredstava za investicije iz domaćih i inostranih izvora, kako bi se podstakao privredni razvoj, usmjeravajući ga prema željenom modelu i postavljenim razvojnim ciljevima. Crnogorski *FDI led growth* model ekonomskog razvoja se u smislu izvora finansiranja, pored stranih direktnih investicija, oslanjao i na eksterne izvore finansiranja u čemu je jednu od

⁶⁶ Dragutinović, D., Filipović, M., Cvetanović, S. (2005). Teorija privrednog rasta i razvoja, Ekonomski fakultet, Beograd; 567-587;

⁶⁷ Kemal, A. (2000). Financing Economic Development. *The Pakistan Development Review*, 39(4), 293-311. Dostupno na: <http://www.jstor.org/stable/41261111>;

⁶⁸ Primarno strateške.

⁶⁹ Jednak, S., Parežanin M., Kragulj D. (2016), Domestic and International Sources of Funding Economic Development of Serbia, InfoM, Faculty of Organisational Sciences, Vol. 59/2016: 4-11. (<https://infom.fon.bg.ac.rs/index.php/infom/article/view/2075/2047>);

vodećih institucionalnih uloga imao IRF kao državna razvojno-orjentisana finansijska institucija. IRF je ovu ulogu prevashodno obavljao ugovarajući povoljne, subvencionisane i razvojno-orjentisane kredite sa međunarodnim finansijskim institucijama, te takve povoljne razvojne resurse transponovao ka crnogorskim privrednicima.

Ovaj trend dovodi nas do samog predmeta istraživanja ovoga rada, a to su državne **razvojne finansijske institucije** (*Development Financial Institutions* – **DFI**, odnosno razvojne finansijske institucije – **RFI**), koje u komparativnoj analizi prepoznavamo kao državne **razvojne banke** (*Development Banks*, **DB**, tj. razvojne banke – **RB**), koje pored nacionalnog, mogu biti kreirane i na regionalnom i globalnom nivou, kada govorimo o međunarodnim razvojnim institucijama/bankama. Griffith-Jones, Marodon, Rochon i Xu ističu da javne odnosno državne razvojne banke i razvojne finansijske institucije, bilo na lokalnom, nacionalnom, kontinentalnom ili međunarodnom nivou, predstavljaju ključne instrumente koji pomažu vladama da, na primjer, finansiraju brzi oporavak od krize COVID-19 i postignu dugoročnu transformaciju postojećih ekonomskih modela u one koji služe ljudima i planeti mnogo bolje⁷⁰.

Pregledom referentne literature može se zaključiti da ne postoji međunarodno dogovorena terminologija koja bi se odnosila na javne finansijske institucije koje finansiraju razvoj u ime vlada. Ukratko, sve su to „institucije vođene misijom“, koje koriste finansijske instrumente da izvrše javni mandat u ime svojih vlada. Ove misije su veoma raznovrsne, ali sve, na ovaj ili onaj način, snose odgovornost da pretvore u stvarnost UN ciljeve održivog razvoja, koje su usvojile sve zemlje članice UN kao razvojnu agendu do 2030. godine. U Evropi je termin „razvojne banke“ najopštiji (što je i predstavljeno u poglavlju u kom se analiziraju komparativna iskustva evropskih zemalja), dok se institucije koje uglavnom finansiraju aktivnosti privatnog sektora u razvoju zemlje često nazivaju i „razvojnim finansijskim institucijama“. Sa druge strane, termin RFI se takođe koristi u mnogo širem smislu od strane Svjetskog udruženja institucija za finansiranje razvoja (*The World Federation of Development Financial Institutions*, *WDFI*⁷¹), koje se odnose na širi spektar specijalizovanih finansijskih institucija u ostvarivanju ciljeva javne politike. Članice su uglavnom razvojne banke,

⁷⁰ Griffith-Jones, s., Marodon, r., Rochon, l., & Xu, l. (2023), *Development and public banks*, Routledge, str. 3;

⁷¹ <https://wdfi.org/>

mada je članstvo otvoreno i za nebankarske finansijske institucije koje obezbjeđuju ulaganje u kapital, grantove, garancije ili druge oblike osiguranja za postizanje ciljeva javne politike⁷².

Razvojne finansijske institucije su institucije koje su obično povezane sa nacionalnim vladama koje ulažu u projekte u privatnom sektoru sa dvostrukim ciljem, da stimulišu razvoj u zemljama u razvoju, a da pritom ostanu finansijski održive. RFI odnosno RB su prethodno uspostavljene u razvijenom svijetu, gdje su njihovo poslovanje i istorija utemeljeni. RFI ulažu u kompanije i projekte privatnog sektora sa ciljem da generišu razvojni uticaj, dok istovremeno teže povratu finansijskih sredstava. One nastoje da ulažu i u projekte koji ne bi dobili sredstva bez njihovog učešća i da privuku suinvestitore iz privatnog sektora koji inače ne bi investirali u te projekte ili zemlje. RFI takođe nastoje da promovišu odgovorno korporativno upravljanje i da podrže društvene i ekološke standarde u projektima u koje su uključeni⁷³.

Istorijski, javne razvojne banke i razvojne finansijske institucije odigrale su ključnu ulogu u ubrzavanju industrijalizacije Evrope sredinom XIX vijeka, kao i u rekonstrukciji Evrope i Japana nakon II svjetskog rata. Nastanak ovih institucija vezuje se za Evropu i sredinu XIX stoljeća. Brza industrijalizacija kontinentalne Evrope u XIX vijeku bila je podsticana prototipovima savremenih razvojnih finansijskih institucija, koje su obezbjedile velike investicije i dugoročne modele finansiranja. Jedan primjer je *Credit Mobilier*, osnovana 1852. godine u Francuskoj, opisana kao "moćna sila za ekonomski razvoj" u Evropi, za obezbjeđivanje prijeko potrebnog finansiranja infrastrukturnih projekata. Kasnije je to postao model za slične vladine finansijske institucije širom Evrope⁷⁴. U navedenom kontekstu, najdugovječnije banke, koje su aktivne i danas su *Caisse des Depots et Consignations* (Francuska, 1816); zatim *Cassa Depositi e Prestiti* (Italija, 1850) i *KommuneKredit* (Danska, 1898)⁷⁵.

⁷² Xu Jiajun, Marodon Régis, and Ru Xinshun (2021). Mapping 500+ Development Banks: Qualification Criteria, Stylized Facts, and Development Trends. The Institute of New Structural Economics at Peking University, INSE and French Development Agency, AFD, str. 2-3.

⁷³ Dalberg. (2010). *The Growing Role of the Development Finance Institutions in International Development Policy*, Dalberg Global Development Advisors – Copenhagen, str.

⁷⁴ Cameron, Rondo E. (1953). The Crédit Mobilier and the Economic Development of Europe. *Journal of Political Economy* 61, no. 6: 461–88.

⁷⁵ Xu, Jiajun, Xiaomeng Ren, and Xinyue Wu. (2018). Mapping Development Finance Institutions Worldwide: Definitions, Rationales, and Varieties. *New Structural Economic Development Financing, Research Report*, no. 1, <https://www.nse.pku.edu.cn/docs/20190530090006692126.pdf>.

Broj novoosnovanih javnih razvojnih banaka i razvojnih finansijskih institucija (uključujući i nacionalni i nadnacionalni nivo) - dinamično raste, posebno poslije II svjetskog rata, kada su tom trendu doprinosile zemlje Azije, Afrike i Latinske Amerike, željne brže industrijalizacije i stvaranja sopstvenih nacionalnih razvojnih institucija nakon dobijanja političke nezavisnosti. Ali ovaj zamah je zastao 1980-ih godina, u kontekstu tada preovlađujuće neoliberalne agende i koncepta slobodnog tržišta. Ovaj trend trajao je do polovine 1990-ih kada su i zemlje Centralne i Istočne Evrope počele osnivati RFI i RB, kako bi, nakon raspada SSSR-a i okretanja Evropskoj uniji, mogle kanalisati međunarodnu finansijsku podršku i generisati rast. Posljednjih godina svjedočimo renesansi RFI i RB, kako na nacionalnom, tako i na međunarodnom nivou, zbog potrebe popunjavanja ogromnog jaza u finansiranju infrastrukture u zemljama u razvoju i potrebe redefinisavanja međunarodnog sistema finansiranja razvoja⁷⁶.

Kina je preuzela vodeću ulogu u stvaranju Azijske infrastrukturne investicione banke (*the Asian Infrastructure Investment Bank, AIIB*) i Nove razvojne banke (*The New Development Bank*). Kako razvijene ekonomije, tako i zemlje u razvoju, uspostavile su ili planiraju da uspostave RFI i RB. S obzirom da kreatori politika pridaju sve veći značaj ovim javnim finansijskim institucijama, od presudne je važnosti da se obezbijedi da one doprinesu prevazilaženju tzv. *fijaska tržišta*, da omoguće bolji pristup finansijskim sredstvima za razvoj pod povoljnijim uslovima, te da budu dobro osmišljene tako da mogu da se izbjegnu eventualne krize vlade, zamke prošlih neuspjeha, kao i da ostvare svoj puni potencijal u finansiranju razvoja i ostvarenju nacionalnih razvojnih ciljeva.

Pojam **razvojne banke** povezuje se sa finansijskom institucijom koja se bavi finansiranjem postojećih, i posebno, novih projekata, obezbjeđivanjem sredstva za učešće u kapitalu i/ili obezbjeđivanjem kredita za povećanje kapitala. Polazeći od činjenica da razvojna banka obezbjeđuje sredstva kako iz domaćih, tako i iz inostranih izvora, u literaturi se pod domaćim izvorima podrazumijevaju prije svega budžet, odnosno fondovi države, kao i prihodi koje ostvaruje sama razvojna banka, ali i krediti poslovnih banaka iz iste zemlje. Pod *stranim izvorima* se podrazumijevaju sredstva obezbijeđena od međunarodnih finansijskih institucija koje podstiču razvojne aktivnosti,

⁷⁶ Op. cit. str.2-6.

kao i od stranih komercijalnih banaka⁷⁷. U nekim državama razvojne banke imaju isti pravno-regulatorni status kao komercijalne finansijske institucije i rade pod bankarskom licencom, dok sa druge strane rade kao specijalizovane finansijske institucije pod posebnim setom propisa koji definišu opseg njenog djelovanja. Analogno navedenom, može se zaključiti da se pod terminom „razvojne banke“ podrazumijeva bilo koja vrsta finansijske institucije koju nacionalna vlada u potpunosti ili dijelom posjeduje ili/i kontroliše i kojoj je dodijeljen eksplicitan pravni mandat za ostvarivanje određenih socio-ekonomskih ciljeva u regionu, sektoru ili na nekom tržišnom segmentu odnosno tržišnoj niši.

Xu, Regis i Xinshun (2021) predlažu **klasifikaciju razvojnih finansijskih institucija odnosno javnih razvojnih banaka** po osnovu sljedećih kriterijuma:

- pravni subjektivitet (samostalnost u radu),
- finansijski instrumenti i usluge pružaju se uz obezbjeđenje povrata sredstava,
- izvori finansiranja mogu ići i preko eventualnih periodičnih budžetskih transfera,
- posjeduju proaktivan mandat koji je orjentisan na javne politike (jasan mandat da popune nedostatke u finansiranju gdje privatna tržišta kapitala i poslovne banke ne žele ili ne mogu ponuditi finansijsku podršku), i
- država nadgleda korporativnu strategiju.

Da bi se neka institucija kvalifikovala kao razvojna finansijska institucija mora zadovoljiti svaki od navedenih pet kriterijuma.

Sa druge strane, Hu, Schlarek, Xu i Yan (2022) predlažu sljedeće kriterijume kako bi se napravila razlika između javnih razvojnih banaka i sličnih institucija⁷⁸:

1. RB su samostalni entiteti;
2. koriste zajmove ili druge finansijske instrumente čiji poslovni modeli dozvoljavaju neki oblik otplate, kapitalne dividende ili premije za rizik;
3. njihovi izvori finansiranja prevazilaze periodične budžetske transfere, što razlikuje nacionalne RB od agencija za pomoć;

⁷⁷ Termin „razvojna banka“ u svijetu nije univerzalan. U nekim jurisdikcijama kao što su Kina i Vijetnam, razvojne banke su poznate i pod terminom „političke banke“. U Maleziji, nazivaju se „razvojne finansijske institucije“. Širom Latinske Amerike oslovljene su kao javne banke ili razvojne banke. U EU se često zovu i „nacionalne promotivne banke“. (Gaćeša, R. (2010). Pojam i suština razvojnih banaka, *Bankarstvo*, Vol. 7-8/2010; 66-79;).

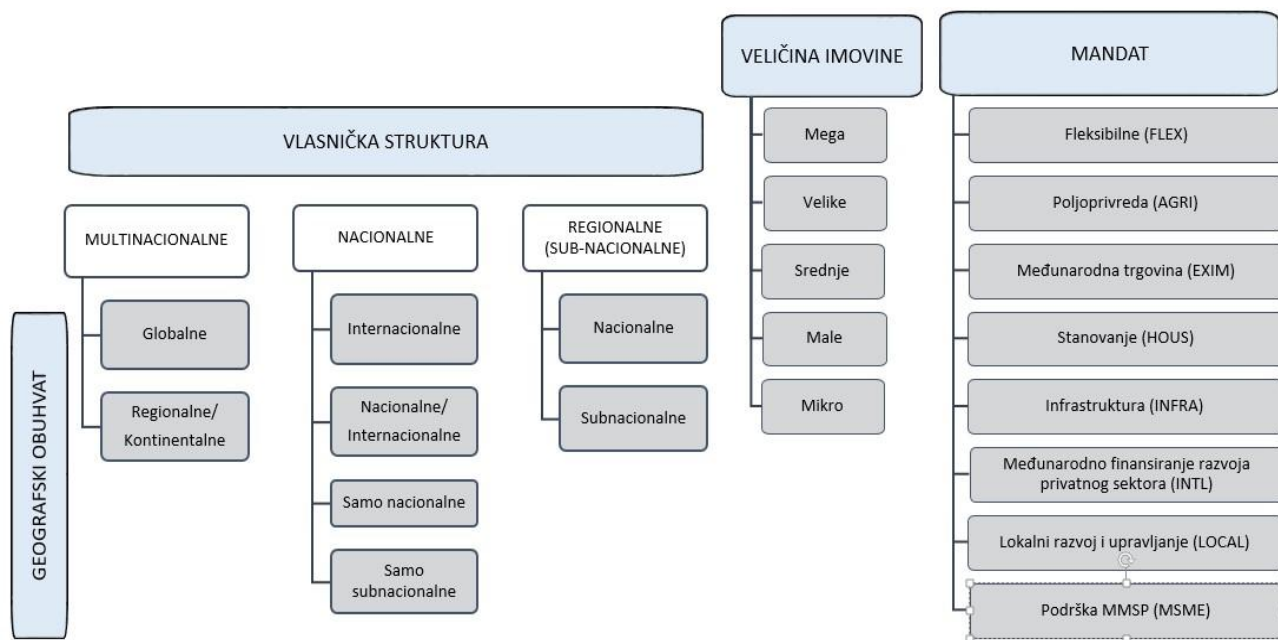
⁷⁸ Hu, B., Schlarek, A., Xu, J., & Yan, J. (2022). Long-term finance provision: National development banks vs. commercial banks. *World Development*, 158, 105973.

4. nacionalne RB imaju zvanični mandat orijentisan na proaktivnu javnu politiku, što ih razlikuje od komercijalnih banaka koje se bave profitom;
5. vlade igraju upravljačku ulogu u postavljanju korporativnih strategija nacionalnih razvojnih banaka kako bi se osiguralo da su orijentisane na razvoj.

Na bazi postavljenih kriterijuma, razvojne banke i razvojne finansijske institucije klasifikuju se u više tipova, u zavisnosti da li se posmatraju: vlasnička struktura, geografski obuhvat, veličina sredstava i mandat, kao što je prikazano na narednoj šemi⁷⁹.

Multilateralne RFI su razvojne finansijske institucije sa više akcionara iz različitih zemalja. Najpoznatije multilateralne RFI uključuju Evropsku investicionu banku (EIB), Azijsku razvojnu banku (ADB), Međunarodnu finansijsku korporaciju (IFC), Afričku razvojnu banku (AfDB), Evropsku banku za obnovu i razvoj (EBRD) i Multilateralnu agenciju za garancije ulaganja (MIGA)⁸⁰.

Shema 2. Raznovrsnost tipologija razvojnih finansijskih institucija i razvojnih banaka⁸¹



⁷⁹ Xu Jiajun, Marodon Régis, and Ru Xinshun (2021). Mapping 500+ Development Banks: Qualification Criteria, Stylized Facts, and Development Trends. The Institute of New Structural Economics at Peking University, French Development Agency, str. 7-19;

⁸⁰ Gyimah, A. G., & Agyeman, A. S. (2019). A Study on How Development Finance Institutions Support SMEs: A Case Study of International Finance Corporation. *International Journal of Financial Research*, 10(2), 28.

⁸¹ Op. cit., str. 18.

Najznačajnije **međunarodne razvojne banke** su IBRD⁸² i IDA⁸³, članice grupacije Svjetske banke, koje se bave podsticanjem razvoja u manje razvijenim zemljama, posebno u oblastima kao što su obrazovanje, zdravstvo, poljoprivreda i ruralni razvoj, zaštita životne sredine, infrastrukturni projekti u oblasti transporta i energetike, kao i unaprjeđenje sistema upravljanja u državnim institucijama. Ovi krediti obezbjeđuju se pod znatno povoljnijim uslovima, posebno za najmanje razvijene i prezadužene zemlje, a njihova razvojna politika komplementarna je politici Međunarodnog monetarnog fonda⁸⁴. Međunarodne razvojne banke imaju duži investicioni horizont i veću toleranciju na rizik ulaganja⁸⁵. **Agencije za promociju i finansiranje izvoza** su nacionalne agencije koje igraju veoma značajnu ulogu u podsticanju konkurentnosti i izvoza proizvoda više bruto dodate vrijednosti (brodovi, mašine i slični finalni proizvodi)⁸⁶.

Kao poseban vid razvojnih banaka u Evropi izdvajaju se **multilateralne razvojne banke** koje predstavljaju institucije osnovane od strane grupe zemalja koje obezbjeđuju finansiranje, kao i konsultantske usluge u smislu razvoja pojedinih regiona, odnosno zemalja, koje takođe odobravaju dugoročne kredite pod povoljnim uslovima. Danas postoji razgranata mreža regionalnih razvojnih banaka na svim kontinentima⁸⁷, dok je fokus istraživačke pažnje u ovom radu na Evropi, odnosno EU i regionu, te konkretno na Crnoj Gori. To je prvenstveno Evropska banka za obnovu i razvoj⁸⁸ (*European Bank for Reconstruction and Development*, EBRD), koja je veoma aktivna i u Crnoj Gori, zatim Evropska investiciona banka⁸⁹ (*European Investment Bank*, EIB) i Banka za razvoj Savjeta Evrope⁹⁰ (*Council of Europe Development Bank*, CEB).

Kada su u pitanju razvojni projekti u Crnoj Gori, veoma aktivna je i njemačka KfW banka⁹¹ (Kreditni institut – banka za obnovu - *Kreditanstalt für Wiederaufbau*, KfW)⁹².

⁸² <https://www.worldbank.org/en/who-we-are/ibrd> ;

⁸³ <https://ida.worldbank.org/en/ida> ;

⁸⁴ Bjelić, P. (2003). *Ekonomika međunarodnih odnosa*, Prometej, Beograd, str. 54-58.

⁸⁵ Kemal, A. (2000). Financing Economic Development. *The Pakistan Development Review*, 39(4), 293-311. Dostupno na: <http://www.jstor.org/stable/41261111>;

⁸⁶ Bjelić, P. (2018). *Međunarodna trgovina, Teorija, poslovanje, politika*, CID, Ekonomski fakultet u Beogradu, str. 348-350.

⁸⁷ Griffith-Jones, S., Ocamo, J.A. (2018). *The future of national development banks*, Oxford University Press: 1-38;

⁸⁸ <https://www.ebrd.com/home> ;

⁸⁹ <https://www.eib.org/en/index.htm> ;

⁹⁰ <https://coebank.org/en/> ;

⁹¹ <https://www.kfw.de/kfw.de-2.html> ;

⁹² Moslener, U., Thiemann, M., Volberding, P. (2018). National Development Banks as Active Financiers: The Case of KfW, in *The Future of national development banks* (edited by Griffith-Jones, S., Ocamo, J.A.), The initiative for policy dialogue series, Oxford University Press: 63-86; DOI:10.1093/oso/9780198827948.003.0003;

Pored razvojnih banaka, postoje i brojne **agencije za pružanje tehničke pomoći manje razvijenim zemljama**, koje se angažuju prije, ili u toku implementacije projekata finansiranih od strane razvojnih banaka, a u cilju neophodne pripreme, praćenja i unaprjeđenja procesa, sagledavanja neophodnosti izmjena propisa koji omogućavaju angažovanje stranih finansijskih institucija odnosno unaprjeđenje procesa implementacije razvojnih kredita. Spomenućemo samo neke od njih, veoma aktivne u zemlji i regionu, kao što su Njemačka agencija za međunarodnu saradnju u oblasti razvoja (GTZ), Austrijska agencija za razvoj (ADA), Francuska agencija za razvoj (AFD) i druge. Modalitet pružanja tehničke podrške putem ovakvog tipa agenata se pokazao znatno uspješnijim u praksi u odnosu na pružanje direktne tehničke pomoći od strane multilateralnih razvojnih banaka⁹³.

Posljednjih godina ponovo je došlo do interesovanja za pružanje anti-cikličnih kredita i finansiranje održivog razvoja kroz **nacionalne razvojne finansijske institucije**. Navodimo neke od ključnih pokazatelja:

- *Procjena godišnjeg doprinosa finansiranju globalnih investicija*: javne razvojne banke i razvojne finansijske institucije (RB i RFI) doprinijele su, na primjer, sa 2,2 mlrd. \$ novom finansiranju u 2019. godini. Prema procjenama Svjetske banke, bruto investicije (pokazatelj globalnih investicija) iznosile su 22.34 biliona \$ u 2019. godini, što znači da je procjena godišnjeg finansiranja RB i RFI oko 10% svjetskih investicija⁹⁴. Ovo učešće zadržavaju i danas, a procjenjuje se da je njihovo učešće u investicijama koje su klimatski relevantne čak i do 22%.⁹⁵
- *Kineska razvojna banka (CDB)* je najveća javna razvojna banka opšteg mandata na svijetu: ima 2,37 biliona. \$ u bilansu stanja, 200 mlrd. \$ akcionarskog kapitala i 17 mlrd. \$ neto prihoda u 2019. Kao posebna razvojna banka svoje vrste, *Fannie Mae* je malo veća, ali je njena aktivnost vrlo specifična i koncentrisana na sekundarno hipotekarno tržište. Poređenja radi, najveća opšta američka banka u 2019. godini bila je *J.P. Morgan*, sa bilansom od 2,7 biliona.\$.

⁹³ Gaćeša, R. (2010). Pojam i suština razvojnih banaka, *Bankarstvo*, Vol. 7-8/2010; 66-79;

⁹⁴ U 2018. godini, nacionalne razvojne finansijske institucije činile su oko 6.5% globalne bankarske imovine (Gutierrez E, and Kliatskova T. (2021). National Development Financial Institutions: Trends, Crisis Response Activities, and Lessons Learned, EFI Insight-Finance, EBRD, p. 7);

⁹⁵ Dalhuijsen E., Gutierrez E., Kliatskova T., Mok R., and Regelink M. (2023), Greening National Development Financial Institutions: Trends, Lessons Learned, and Ways Forward, World Bank, str. XIV;

- *Javne razvojne banke i razvojne finansijske institucije EU 27*, uključujući njihove regionalne razvojne banke EIB i EBRD, imaju ukupno 4 biliona \$ u aktivima, odnosno gotovo su iste veličine kao i sve kineske RB i RFI.
- *Najveća multilateralna*: Evropska investiciona banka, evropska regionalna banka sa ukupnim bilansom od 623 mlrd. \$, profitabilnošću (neto prihod od 2,8 mlrd. \$, 2.900 zaposlenih), finansijskom snagom (AAA rejting od strane svih rejting agencija) i upravljanjem, čiji su osnivači države članice EU.
- *Nekoliko mega banaka posjeduje dvije trećine ukupne imovine svih javnih RB*. 9 mega RB i RFI (svega 2% ukupnog broja), čija imovina prelazi 500 mlrd. \$, drže skoro dvije trećine ukupne imovine svih RB i RFI. 27 (6%) mega i velikih RB i RFI, čija ukupna imovina prelazi 100 mlrd. \$, čini 84% ukupne imovine. Nasuprot tome, velika većina RB i RFI je mala. Iako su 37% RB i RFI mikro preduzeća, čija je ukupna imovina manja od 500 mil. \$, oni čine samo 0,14% ukupne imovine. Na primjer, razvojna agencija *Roraima* u Brazilu ima bilans stanja od samo 2 mil \$. *Fondo Ganadero* (poljoprivredna banka u Paragvaju za finansiranje malih stočara) je 2019. godine imala bilans stanja od samo 21 mil \$ i 2 mil \$ u kapitalu. Razvojne banke u ostrvskim državama, kao što su Tuvalu ili Američka Samoa također imaju male bilanse istog reda veličine⁹⁶.
- Udio zemalja koje imaju aktivne RB je 75%, 84% i 62% za zemlje višeg srednjeg dohotka, nižeg srednjeg dohotka i zemlje niskog dohotka, respektivno.⁹⁷ Tokom perioda 2010–2020, osnovane su 74 nove nacionalne RFI, od kojih je one u Africi (20) i Aziji i Pacifiku (19) činile više od polovine novih institucija. Većina njih ima ili opšti mandat (40) ili služi MMSP (20).⁹⁸ Dvije trećine ukupnog broja nacionalnih RFI se nalazi u zemljama visokog dohotka, kao i u zemljama višeg srednjeg dohotka.

Sa druge strane, kao i kod svih državnih organizacija, postoje **rizici** kao što su politički upliv u proces donošenja odluka, slabo upravljanje kao i korupcija. Dodatno, ukoliko je

⁹⁶ Xu, J., Marodon, R., Ru, X., Ren, X., & Wu, X. (2021). What are public development banks and development financing institutions, *China Economic Quarterly International*, 1 (4), 271-294.

⁹⁷ Op. cit, str. 20;

⁹⁸ Gutierrez E. and Kliatskova T. (2021). National Development Financial Institutions: Trends, Crisis Response Activities, and Lessons Learned, *EFI Insight-Finance*, EBRD, str.11;

javna institucija predmetom povlašćenog regulatornog ili nadzornog tretmana, to može dovesti do distorzija i istiskivanja privatnog sektora. Zato je od krucijalne važnosti za uspjeh RB odnosno RFI povoljno korporativno upravljanje, snažan sistem upravljanja rizicima, kao i adekvatan okvir za nadzor⁹⁹.

⁹⁹ Op. cit, str. 10;

1.3. Uloga razvojnih finansijskih institucija u finansijskom sistemu

Cilj ovog dijela rada je da opiše ulogu koju razvojne finansijske institucije imaju u finansijskom sistemu i u finansiranju razvoja, kao i da ukaže na zajedničke izazove, probleme, mogućnosti i šanse sa kojima se susrijeću srodne razvojne finansijske institucije.

Nacionalne razvojne finansijske institucije imaju višestruke uloge u pristupu finansija, kao što su:

1. Pružanje dugoročnih, održivih finansija neophodnih za finansiranje investicionih projekata i projekata razvoja infrastrukture.

Dostupnost dugoročnih finansija ima pozitivan i značajan uticaj na dugoročni ekonomski rast¹⁰⁰. Štaviše, doprinosi većem rastu igrajući kontra-cikličnu ulogu koja smanjuje makroekonomsku volatilnost¹⁰¹. Kada dugoročno finansiranje nije dostupno firmama koje ispunjavaju uslove, one postaju podložne rizicima refinansiranja i mogu postati nespремne da preduzmu dugoročne fiksne investicije, što dovodi do štetnih efekata na ekonomski rast i blagostanje¹⁰². Ovo je od posebne važnosti u periodima smanjenja investicija koje je na snazi nakon višestrukih ekonomskih šokova poslednjih godina.

Investiciona aktivnost u periodu 2006-2020 u Crnoj Gori je iznosila u prosjeku oko jedne četvrtine BDP-a, odnosno oko 25,05%. Međutim, poslednjih godina bilježi se pad investicione aktivnosti, uz inflaciju, te posljedično, pogoršane uslove za pozajmljivanjem, pa su bruto investicije u osnovna sredstva iznosile 21,06% BDP-a u 2024. godini, a kako je i prikazano na tabelarnom pregledu i graficima u nastavku ovoga poglavlja¹⁰³:

¹⁰⁰ Beck, T. H. L. (2012). The role of finance in economic development: Benefits, risks, and politics. The Oxford Handbook of Capitalism, 2011(141), 161-203.

¹⁰¹ Aghion, P., Howitt, P., & Mayer-Foulkes, D. (2005). The effect of financial development on convergence: Theory and evidence. Quarterly Journal of Economics, 120(1), 173-222.

¹⁰² Diamond, D. W. (1991). Debt maturity structure and liquidity risk. The Quarterly Journal of Economics, 106(3), 709-737.

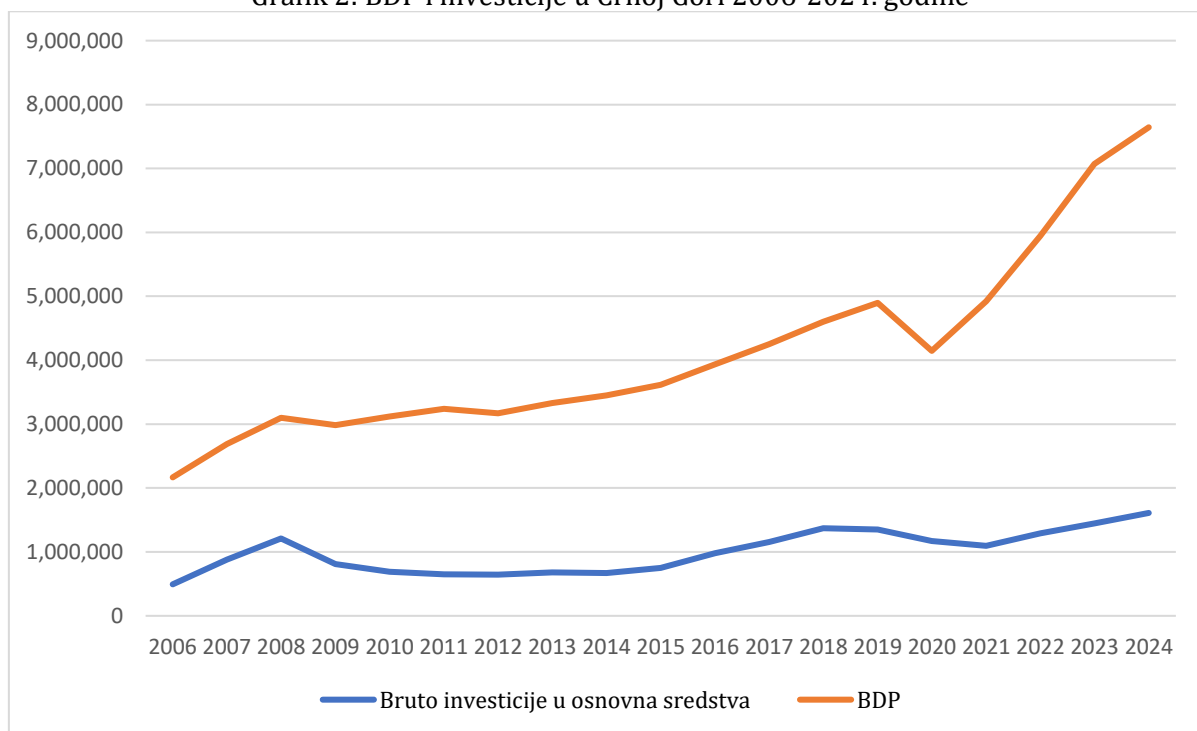
¹⁰³ Tako su npr. bruto investicije u osnovna sredstva u Crnoj Gori manje za gotovo 17% u 2023. godini u odnosu na 2019. godinu (Uprava za statistiku (2024), Investicije u osnovna sredstva) <http://www.monstat.org/cg/page.php?id=228&pageid=228>

Tabela 2. Investicije u Crnoj Gori 2006-2024. godine (000 EUR)

Godina	Bruto investicije u osnovna sredstva	BDP	Udio
2006	493,009	2,166,281	22.76%
2007	880,673	2,687,082	32.77%
2008	1,209,610	3,100,046	39.02%
2009	812,309	2,981,872	27.24%
2010	688,125	3,120,528	22.05%
2011	650,451	3,237,983	20.09%
2012	643,285	3,169,260	20.30%
2013	680,156	3,329,596	20.43%
2014	668,552	3,447,221	19.39%
2015	748,533	3,614,995	20.71%
2016	981,359	3,936,629	24.93%
2017	1,157,568	4,252,496	27.22%
2018	1,369,578	4,600,913	29.77%
2019	1,352,018	4,898,390	27.60%
2020	1,169,034	4,144,816	28.20%
2021	1,095,036	4,923,235	22.24%
2022	1,292,796	5,944,381	21.75%
2023	1,444,579	7,068,843	20.44%
2024	1,609,967	7,644,530	21.06%

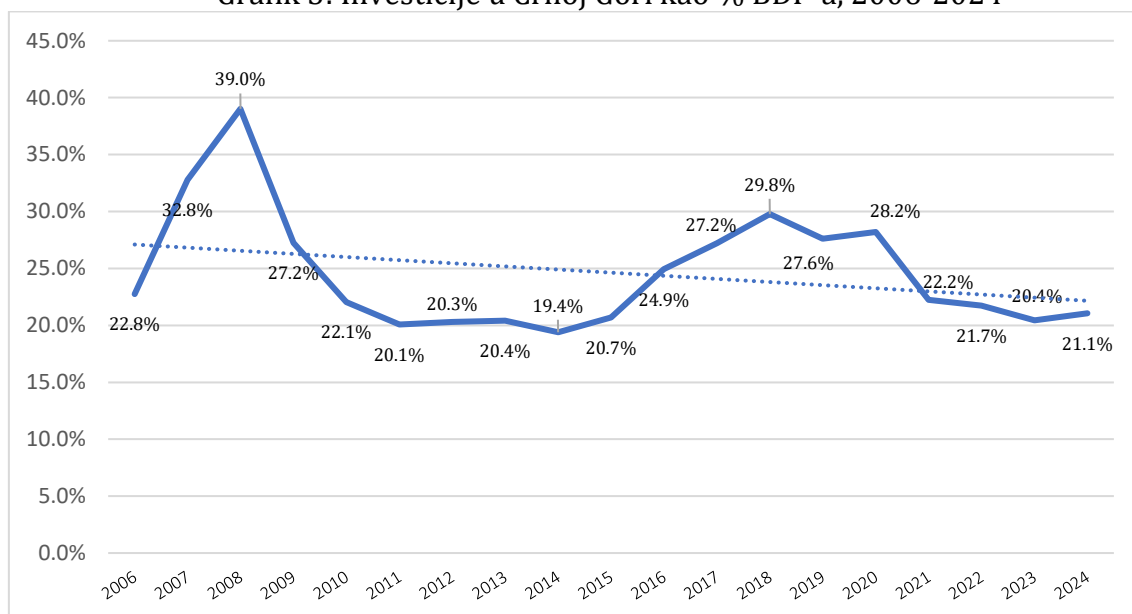
Izvor: Uprava za statistiku, 2025;

Grafik 2: BDP i investicije u Crnoj Gori 2006-2024. godine



Izvor: Uprava za statistiku, 2025.

Grafik 3: Investicije u Crnoj Gori kao % BDP-a, 2006-2024



Izvor: Uprava za statistiku, 2025;

U navedenom kontekstu je veoma važno napomenuti da pad investicija direktno negativno utiče na produktivnost a što u krajnjem smanjuje konkurentnost.

Duži rokovi otplate kredita su od posebne važnosti u zemljama u razvoju koje nose veći tržišno-sistemijski rizik, a u takvim sistemima je i relativno manja ponuda dugoročnih finansija neophodnih za ekonomski rast i razvoj, kao i za važne procese poput procesa restrukturiranja privrede. Jedan od institucionalnih načina da se ovaj problem prevaziđe jeste osnivanje RFI i RB, koje postaju nosioci razvojne misije ispunjavanja ciljeva javne politike¹⁰⁴, poput finansiranja visokorizičnih i dugoročnih projekata koji prevazilaze sklonost ka riziku privatnih komercijalnih banaka¹⁰⁵. Važno je napomenuti da RFI / RB imaju veću sklonost ka preuzimanjem rizika zbog prostora za diversifikacijom rizika u cijeloj privredi¹⁰⁶ što omogućava RB i RFI da obezbjede dodatnost u visokorizičnim projektima bez fiskalnih troškova. Ova prednost RB i RFI je veća u zemljama sa nerazvijenim finansijskim sektorom¹⁰⁷, ali čak i u potpuno razvijenim sistemima može se tvrditi da tržište ne može snositi rizike u istoj mjeri zbog troškova koordinacije i praćenja

¹⁰⁴ Xu, J., Marodon, R., Ru, X., Ren, X., & Wu, X. (2021). What are public development banks and development financing institutions, China Economic Quarterly International, I (4), 271-294.

¹⁰⁵ Armendáriz de Aghion, B. (1999). Development banking. Journal of Development Economics, 58(1), 83-100.

¹⁰⁶ Arrow, Kenneth J & Lind, Robert C, 1970. "Uncertainty and the Evaluation of Public Investment Decisions," American Economic Review, American Economic Association, vol. 60(3), pages 364-378, June.

¹⁰⁷ Rudolph, Heinz P. 2009. "State Financial Institutions: Mandates, Governance, and Beyond." World Bank Policy Research Working Paper 5141. World Bank, Washington, D.C.

tj. monitoringa¹⁰⁸. Štaviše, zbog mogućnosti da pozajmljuje sredstva i da porezuje subjekte, javni sektor efektivno smanjuje rizik te se može kazati da su RB i RFI više sklone riziku u odnosu na subjekte privatnog sektora koji za preuzimanje rizika zahtijeva premiju na rizik.

Osnovne odlike investicionih projekata i projekata razvoja infrastrukture su velika vrijednost, kao i dugi periodi povraćaja investicija. Zbog navedenih razloga, neophodne su dugoročne finansije kao temelj za realizaciju ovog tipa projekata, kako bi oni bili održivi i mogući. Razvojne banke uglavnom nude duže rokove otplate, što im daje prednost u odnosu na komercijalne finansijske organizacije¹⁰⁹.

Velika prednost koju RB imaju u odnosu na komercijalne banke, a kako bi mogle da finansiraju dugoročne i održive projekte je *državna garancija nad njihovim obavezama* iza koje stoji država koja je vlasnik. Što je država koja iza iste stoji manje fiskalno opterećena, to se bolje reflektuje i na manevarski prostor razvojne banke u navedenom kontekstu. Oko polovina RB koji su učestvovali u Anketi Svjetske banke iz 2017. godine¹¹⁰, navela je da im respektivne vlade garantuju njihov dug. Samo manji broj je naveo da dobijaju implicitne garancije ili garancije od opštinskih odnosno regionalnih garantnih odbora, a ne od centralne vlade ili da dobijaju garancije samo ako su potrebne za multilateralne zajmove. Razvojni zajmovi međunarodnih organizacija su namjenski opredjeljeni, ali dugoročni i subvencionisani, te su oni ročno usklađeni sa kreditnim zahtjevima za investiciono-razvojnu aktivnost zemlje. Sa druge strane, komercijalne banke često nijesu voljne da daju dugoročne kredite, jer uzimaju depozite stanovništva kao svoj glavni izvor finansiranja i stoga se suočavaju sa problemima neusklađenosti dospjeća, rizika likvidnosti i potencijalnih gubitaka u obezbjeđivanju dugoročnog finansiranja¹¹¹. Stoga je pružanje dugoročnih finansija uobičajeno nedovoljno nuđeno u

¹⁰⁸ de la Torre, Augusto & Ize, Alain, 2013. "The foundations of macroprudential regulation : a conceptual roadmap," Policy Research Working Paper Series 6575, The World Bank.

¹⁰⁹ Xu, J., Yan, J., Hu, B. & Schclarek, A. (2022). Long-term finance provision: National development banks vs commercial banks. World Development, 158, 105973.

¹¹⁰ World Bank Group; World Federation of Development Financing Institutions. (2018). 2017 Survey of National Development Banks. World Bank Group, Washington, D.C.

¹¹¹ Martin, A., Skeie, D., & von Thadden, E. (2014). The fragility of short-term secured funding markets. Journal of Economic Theory, 149(C), 15–42.

laissez-faire sistemu komercijalnog bankarstva,¹¹² tj. alokacije sredstava bez učešća države.

Državna garancija može biti korišćena i kao stub za obezbjeđivanje dugoročnih sredstava putem obveznica, jer država (vlasnik) pruža veće izgleda za dokapitalizaciju od vlasnika privatnih banaka u slučaju poteškoća prilikom isplate izdatih bankarskih obveznica.¹¹³ Štaviše, RB i RFI mogu čak imati prednost i u odnosu na komercijalne banke u državnom vlasništvu u obezbjeđivanju dugoročnog finansiranja, ako obveznice RB i RFI uživaju veću tržišnu likvidnost od komercijalnih banaka u državnom vlasništvu zbog većeg obima njihovih emisija obveznica, čime se povećava njihova vrijednost kolaterala¹¹⁴. Dodatno, finansiranje putem emisije obveznica RB može uticati i na razvoj kapitalnog tržišta obveznica u datoj državi¹¹⁵. Vrijedno je napomenuti da je jedan od najzastupljenijih finansijskih proizvoda/usluga¹¹⁶ koje nude RB i izdavanje korporativnih obveznica, a koja može proizići iz ekspertize dobijene izdavanjem sopstvenih obveznica. Finansiranje putem obveznica, makar djelimično, može doprinijeti i tržišnoj disciplini RB.

Iako i komercijalne banke imaju mogućnost izdavanja obveznica, kolateralna vrijednost obveznica (maksimalni iznos finansiranja koji one mogu obezbijediti koristeći obveznice) je negativno korelisan sa ročnošću bankarskih kredita kompanijama, zato što su dugoročni zajmovi rizičniji od kratkoročnih, što dalje daje podstrek komercijalnim bankama da plasiraju kraće rokove kredita¹¹⁷. Štaviše, kolateralna vrijednost obveznica takođe zavisi od spremnosti i kapaciteta vlasnika banaka za dokapitalizaciju, tržišne likvidnosti obveznica koje banke emituju i vještine monitoringa i kvaliteta banaka. Uzevši u obzir veoma veliki „uspavani“ kapital odnosno visoku likvidnu aktivu finansijskog

¹¹² Gong, D., Xu, J. & Yan, J. (2022). National development banks and loan contract terms: Evidence from syndicated loans. *Journal of International Money and Finance*, 130, 102763.

¹¹³ Xu, J., Yan, J., Hu, B. & Schclarek, A. (2022). Long-term finance provision: National development banks vs commercial banks. *World Development*, 158, 105973.

¹¹⁴ Schclarek, A., Xu, J., & Yan, J. (2019). The maturity lengthening role of national development banks. Working paper series of new structural economics. *International Review of Finance*. 2022, 1-28

¹¹⁵ CDB, Kina.

¹¹⁶ World Bank Group; World Federation of Development Financing Institutions. (2018). 2017 Survey of National Development Banks. World Bank, Washington.

¹¹⁷ Xu, J., Yan, J., Hu, B. & Schclarek, A. (2022). Long-term finance provision: National development banks vs commercial banks. *World Development*, 158, 105973.

sektora¹¹⁸, emisija dugoročnih obveznica razvojnih banaka u kombinaciji sa državnom garancijom može podstaći „oživljavanje“ ovog kapitala u cilju ekonomskog rasta i razvoja. Stoga se zaključuje da su glavni razlozi zašto RFI i RB pružaju duže rokove otplate kredita u odnosu na druge finansijske institucije:

- Razvojno orijentisani mandati upravljani od strane nacionalnih vlada¹¹⁹;
- Duži rokovi otplate izvora sredstava (kreditni međunarodnih razvojno-orijentisanih finansijskih institucija i dugoročne obveznice garantovane od strane država)¹²⁰ u odnosu na depozite monetarnih finansijskih institucija, te nedostatak rizika refinansiranja sa strane obaveza i manjeg rizika (ne)likvidnosti;
- Komercijalne finansijske institucije, prevashodno komercijalne banke, imaju druge lukrativne izvore prihoda, te nijesu fokusirane isključivo na investiciono-razvojne poduhvate. Ovo je posebno naglašeno na manjim tržištima usljed visokih fiksnih troškova, ili na finansijski nedovoljno razvijenom tržištu koje pati od deficita informacija;

2. Ispravljanje tržišnih neuspjeha na kreditnom tržištu i na finansijskom tržištu uopšte¹²¹.

Funkcionalan finansijski sistem odnosno kreditno tržište je od presudnog značaja za ekonomski rast i razvoj. Međutim, ovo tržište je sklono tržišnim neuspjesima u smislu nedovoljnog i neadekvatnog pristupa finansijama privrede¹²². Kreditno tržište kao horizontalno se značajno razlikuje od sektorskih tržišta. Postoje oblici državne intervencije koji ne samo da će poboljšati funkcionisanje ovog tržišta, već će i poboljšati učinak privrede.¹²³

Tipični primjeri tržišnih neuspjeha, odnosno njihovih uzroka, su sljedeći:

¹¹⁸ 1,6 mlrd € u Decembru 2023. podaci: CBCG.

¹¹⁹ Brei, M., & Schclarek, A. (2013). Public bank lending in times of crisis. *Journal of Financial Stability*, 9(4), 820–830; Brei, M., & Schclarek, A. (2015). A theoretical model of bank lending: Does ownership matter in times of crisis? *Journal of Banking & Finance*, 50(1), 298–307.

¹²⁰ Griffith-Jones, S., Ocampo, J. A., Rezende, F., Schclarek, A., & Brei, M. (2018). *The future of national development banks*. Oxford University Press, ISBN: 9780198827948.

¹²¹ Thorne, J. (2011). A framework for successful development banks. Development Bank of Southern Africa, Development Planning Division. Working Paper Series No. 25;

¹²² Stiglitz, J. & Andrew W., (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71: 393-410.; Greenwald, B. & Stiglitz, J., (1986). Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets. *Quarterly Journal of Economics*, 101: 229-64;

¹²³ Stiglitz, J. E. (1994). The Role of the State in Financial Markets. In M. Bruno, & B. Pleskovic (Eds.), *Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics* (pp. 19-52). World Bank.

- **Troškovi informacija** i njihova asimetrična distribucija, što može da bude uzrok nedovoljnog finansiranja privrede, jer je kreditno tržište visoko zavisno od protoka informacija između bankarskog sektora i klijenata. Sama nesavršenost informacija zapravo i čini finansijsko tržište nesavršenim i sklonim tržišnim neuspjesima. S obzirom da je bankarsko tržište veoma zavisno od informacija koje dobija sa kreditiranih tržišta, ukoliko one nijesu dostupne u adekvatnoj mjeri, koja snižava rizik na zadovoljavajući nivo, dolazi do kreditnog racioniranja, odnosno podserviranosti kreditnim sredstvima i pojave kreditnog jaza. Dodatno, kreditno racioniranje nastaje i prilikom udruživanja dobrih i loših projekata¹²⁴. Iako skrining i praćenje od strane banaka mogu ublažiti negativan efekat deficita informacija na kreditnom tržištu, kreditno racioniranje ostaje problem posebno za informaciono oskudne (tzv. neprozirne) male zajmoprimce, bez dovoljno kolaterala, kao i firme iz zemalja sa slabim institucijama. Male neprozirne kompanije su više ograničene, jer nemaju kolateral da signaliziraju svoju kreditnu sposobnost, a njihove informacije je teško provjeriti¹²⁵. U ovom dijelu je izuzetno važna uloga RB i RFI kako bi se rastom informacija snažila kreditna komponenta i promovisala dostupnost kreditnih sredstava¹²⁶. Što je kreditno i finansijsko tržište manje razvijeno, te što je veća asimetričnost informacija, to je snažnija uloga RB u ovom dijelu, jer produbljuje samo tržište¹²⁷ i doprinosi stabilnosti tržišta.
- **Pozitivne eksternalije** – tj. postoje aktivnosti ili projekti koji bi mogli biti važni za zemlju ili zajednicu kao što su klimatski relevantni projekti (ublažavanje negativnih efekata klimatskih promjena ili prilagođavanje nastalim klimatskim promjenama), projekti u industrijama u povoju (*infant industries*) u kojima zemlja ima komparativne

¹²⁴ Op.cit.

¹²⁵ Diamond, D.W., (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. Rev. Econ. Stud. 51 (3), 393–414.; Holmstrom, B. & Tirole, J., (1997). Financial intermediation, loanable funds, and the real sector. Q. J. Econ. 112 (3), 663–691.; Milde, H., Riley & J.G., (1988). Signalling in credit markets. Q. J. Econ. 103 (1), 101–129.; Sharpe, S.A., (1990). Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: A stylized model of customer relationships. J. Finance 45 (4), 1069–1087.

¹²⁶ Yeyati, E.L., Eduardo, L.Y., Micco, A. & Panizza, U., (2004). Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks. Working Paper, No. 517, Inter-American Development Bank, Research Department, Washington, DC.

¹²⁷ Gerschenkron, A. (1962). Economic Backwardness in Historical Perspective. Cambridge, United States: Harvard University Press.; Adrianova, S., Panicos, D. & Shortland, A., (2002). Government Ownership of Banks, Institutions and Financial Development. Journal of development economics. Working paper 02/13; Armendáriz de Aghion, B. (1999). Development Banking. Journal of Development Economics 58. 83-10.

prednosti, ili dugoročni projekti ulaganja u razvoj infrastrukture¹²⁸, a koji nemaju inicijalnu profitabilnost ili su generalno niskog prinosa da bi bili finansirani od strane komercijalnih banaka. Međutim, ovakav tip projekata ima visok uticaj na razvoj društva i multiplikativan efekat na razvoj privrede.

- **Otežan pristup finansijama na nedovoljno razvijenim i/ili malim tržištima** usljed negativnih efekata kao što su manjak konkurencije, institucionalna nerazvijenost, dostupnost podataka i slično.
- **Otežan pristup finansijama ugroženih tipova klijenata** što produbljuje nejednakost, smanjuje nivo ekonomskih sloboda i utiče na manju inkluziju u ekonomske tokove ugroženih tipova klijenata, odnosno veću ekonomsku segregaciju.
- **Finansiranje samo trenutno profitabilnih sektora** koje u dugom roku ne doprinosi funkciji razvoja privrede, konvergencije manje razvijenih ka razvijenijim regionima ili njenom restrukturiranju ka sektorima koje doprinose većoj Bruto dodatoj vrijednosti, itd.

Razvojne finansijske institucije opslužuju tržišne segmente koje finansijski sistem ne opslužuje u dovoljnoj mjeri ili ne opslužuje uopšte, kao što su projekti čija društvena korist prevazilazi njihovu komercijalnu korist; dugoročni projekti ili oni sa dugim rokom pripreme, implementacije i izrade; novi ili rizični poduhvati (npr. nove tehnologije, klimatski relevantni projekti) i segment malih i novih zajmoprimaca kojima nedostaje kolateral za dobijanje kredita i koji nose povećanu neizvjesnost u održavanju svojih poslovnih poduhvata, ali i segment klijenata koji nose rizik usljed nedostatka kreditne i poslovne istorije (početnici u biznisu i *start-up*-ovi). Prema Thorne i Du Toit¹²⁹, razvojno finansiranje dopunjuje vladine resurse i tržišno finansiranje popunjavanjem niše između fiskalnog finansiranja za projekte iz kojih nije moguć povrat troškova, te privatnog finansiranja za projekte sa mogućnostima profita. Prema Dalbergu¹³⁰, finansiranje RB i RFI uključuje tri ključna elementa: dodatnost, katalizaciju i održivost.

¹²⁸ Wruuck, P., (2015). Promoting investment and growth: The role of development banks in Europe. Research Briefing, European integration. Deutsche Bank Research.

¹²⁹ Thorne, J. & Du Toit C., (2009). A macro-framework for successful development banks. Development South Africa 26(5). 677-694.

¹³⁰ Dalberg Global Development Advisors, (2010). The Growing Role of the Development Finance Institutions in International Development Policy.

Studija o 373 RB iz 2009. koju je sproveda Banka za poslovni razvoj Kanade¹³¹ otkrila je da su primarne oblasti fokusa proučavanih RB:

- Finansiranje malih i srednjih preduzeća (MSP) u „sredini koja nedostaje¹³²“ (oko 60% RFI-ja u uzorku);
- Mikropreduzeća;
- Nova preduzeća i *start-up*-ovi;
- Međunarodna trgovina;
- Socijalno stanovanje;
- Infrastruktura; i
- Ruralni i poljoprivredni razvoj.

Hu, Marodon i Ru¹³³ su u već citiranoj komparativnoj studiji utvrdili da su **prevashodni sektori** koje finansiraju nacionalne razvojne finansijske institucije odnosno razvojne banke sljedeći: opšti sektor, poljoprivreda, MMSP, međunarodna trgovina, stanovanje i lokalne samouprave. Sa druge strane, IRF ne finansira opšti sektor, kao ni stanovanje, dok je aktivan u ostalim glavnim oblastima finansiranja.

Uloge RB treba da budu osnažene u smislu¹³⁴:

1. Podrške zemljama i regionima koji su nedovoljno razvijeni odnosno koji zaostaju u razvoju;
2. Promocije inovacija i strukturne transformacije privrede;
3. Snaženja društvenog razvoja;
4. Snaženja finansijske inkluzije;
5. Finansiranja infrastrukturnog razvoja; &
6. Podrške pružanju globalnih javnih dobara.

Većina razvojnih banaka finansira privatni sektor u okviru svojih nadležnosti odnosno mandata.

U već spomenutom istraživanju odnosno upitniku Svjetske banke, na pitanje koga vide kao svoje ciljne klijente, 87% RB je odgovorilo da prvenstveno ciljaju na mala i srednja

¹³¹ Bank of Canada (2017). Business Outlook Survey - Summer 2017 (<https://www.bankofcanada.ca/2017/06/bos-summer-2017/>)

¹³² Odnosi se na kompanije koje su prevelike za mikro-kreditne finansijske institucije, ali i premale da bi ih komercijalne banke finansirale, uzevši u obzir uključene troškove i rizike.

¹³³ Xu J., Marodon, R. & Ru, X. (2020). Identifying and Classifying Public Development Banks and Development Financing Institutions, International Research Initiative on Public development banks, 192.

¹³⁴ Griffith-Jones, S., Marodon, R., Rochon, I., & Xu, I. (2023). Development and public banks. Routledge. 3-4;

preduzeća (MSP), 78% opslužuje velike privatne korporacije, a 64% finansiraju privatne finansijske posrednike, koji pozajmljuju sredstva od RB za dalje pozajmljivanje krajnjim zajmoprimcima ili koriste garancije koje RB izdaju za ublažavanje kreditnog rizika u svom kreditiranju. Dodatno, za obezbjeđivanje finansiranja, RB igraju važnu ulogu u strukturiranju novih poslova, stvaranju novih kanala za mobilizaciju resursa privatnog sektora, pružanje tehničke pomoći i izgradnju kapaciteta firmi iz privatnog sektora i javnih institucija¹³⁵.

Zajednički imenilac za većinu segmenta klijenata RB i RFI je veći nivo kreditnog rizika kao i nedovoljna usluženost od strane komercijalnih kreditnih institucija. Usljed visokog rizika uslovi otplate kredita su nepovoljni, što samo po sebi predstavlja tržišnu barijeru odnosno neuspjeh, jer dovodi jake učesnike na tržištu u bolji položaj, te podstiče koncentraciju.

Sa druge strane, finansiranje privrednih subjekata putem kredita je specifično jer trošak finansiranja (kamatne stope, naknade i ostali kreditni uslovi) predstavlja važan trošak poslovanja u privredi. Više kamatne stope i nepovoljniji uslovi po pravilu smanjuju raspoloživa sredstva za ulaganja u osnovni i obrtni kapital, pa time mogu umanjiti investicionu aktivnost i konkurentnost privrede. Ovi efekti su često izraženiji na malim i koncentrisanim tržištima, kao što je Crna Gora. Iako se ovo može replicirati na bilo koju ekonomsku aktivnost, samo kreditno tržište ima sveprožimajući, horizontalni karakter, jer su pravovremena, povoljna, i finansijska sredstva u adekvatnom obimu neophodna svakom ekonomskom subjektu. Istovremeno, za već etablirane i finansijski snažnije entitete, velike kompanije, odobravaju se znatno bolji uslovi finansiranja u odnosu na mikro, male i srednje kompanije, što narušava konkurenciju na robno-novčanim tržištima i podstiče koncentraciju i monopolizaciju. Drugim riječima, banke imaju veću kamatnu maržu prema rizičnijim entitetima¹³⁶.

Razlozi zašto velike kompanije imaju bolje uslove finansiranja u odnosu na manje su višestruki: resursni obim, niža percepcija rizika, veći pristup tržištima, pregovaračka moć, kreditni rejtinzi, istorijat poslovanja, poslovni izgledi, ekonomija obima, itd. Stoga

¹³⁵ World Bank Group; World Federation of Development Financing Institutions. (2018). 2017 Survey of National Development Banks. World Bank, Washington.

¹³⁶ Saunders, A., (1994). Financial Institutions Management: A Modern Perspective. Irwin, 2.; Huidobro, A., (2014). Differences between loans granted by commercial and development banks: a cross-sectional analysis of interest rate margins. El Colegio de Mexico. 29(2). 163-224.

konkurentna i efikasna alokacija kreditnih sredstava ka privredi predstavlja javni interes. U tom slučaju, razvojna banka može da ima i ulogu fasilitatora i svojevrsnog kontrolora efikasnosti tržišta kreditiranja MMSP preduzeća¹³⁷ i tako da doprinosi dodatnom razvojnom zamajcu privrede i snaženju opšte konkurentnosti. Prethodno je dodatno apostrofirano u brojnim istraživanjima¹³⁸ po kojima razvojne banke imaju, iako dugoročnije, relativno skuplje izvore finansija u odnosu na komercijalne banke, jer uglavnom ne drže depozite. I pored navedenog, uzima se kao datost da RB pružaju subvencionisano finansiranje (koncesione kamatne stope - niže kamatne stope u odnosu na one koje se pružaju na tržištu) podržavajući efikasniju alokaciju kreditnih sredstava prema privredi. Ovo je posebno izraženo u svijetlu visokih kamatnih stopa centralnih banaka od kojih zavisi finansiranje razvojnih banaka sa jedne, i visoke likvidnosti komercijalnih banaka, nakon višegodišnje politike jeftinog novca, koja čini niskom depozitnu, pasivnu kamatnu stopu, sa druge strane.

Istovremeno, cijena zaduživanja privrede nije jedini uslov za ocjenu nivoa njene konkurentnosti, već su važni i drugi strukturni faktori, kao što je institucionalno okruženje, produktivnost, itd. Danas, mnoge RB i RFI navode kao svoju misiju podsticanje konkurentnosti privrede u međunarodnom kontekstu, kao što su BPI iz Francuske, SID iz Slovenije ili MFB iz Mađarske.

3. Uloga u kontra-cikličnom pružanju finansija

Već spomenuta kontra-ciklična odnosno anti-ciklična uloga, sa ciljem da spriječi kreditnu krizu koja nastupa uz ekonomsku krizu prilikom povećanog sistemskog rizika privrede, je još jedna od uloga koju imaju RB i RFI kao institucije sistema¹³⁹. Više studija su empirijski potvrdile ovu ulogu RB i RFI¹⁴⁰. Dodatni razlozi za kontra-cikličnost mogu

¹³⁷ Velike kompanije dobijaju znatno bolje uslove kreditiranja na kreditnom tržištu u odnosu na sektor MMSP.

¹³⁸ Huidobro, A. (2014). Differences between loans granted by commercial and development banks: a cross-sectional analysis of interest rate margins. *El Colegio de Mexico*. 29(2). 163-224; Sapienza, P., (2002). The effect of government ownership on bank lending. *Journal of Financial Economics* 72(2). 357-384.

¹³⁹ U ovom naučnom radu analiziraće se uloga IRF-a tokom ekonomske krize indukovane pandemijom COVID-19 kao do sada jedini primjer kada je IRF djelovao kontra silaznog ekonomskog ciklusa u svojoj relativno kratkoj istoriji postojanja i poslovanja.

¹⁴⁰ Micco, A. & Panizza, U., (2006). Bank ownership and lending behaviour. *Economics Letters* 93, 248-254.; Brei, M. & Schclarek, A., (2013). Public bank lending in times of crisis. *Journal of Financial Stability* 9, 820-830; Cull, R. & Martinez Peria, M.S., (2013). Bank ownership and lending patterns during the 2008-2009 financial crisis: Evidence from Latin America and Eastern Europe. *Journal of Banking & Finance* 37, 4861-4878; Bertay, A.C., Demirgüç-Kunt, A. & Huizinga, H., (2015). Bank ownership and credit over the business cycle: Is lending by state banks less procyclical? *Journal of*

biti i političke prirode¹⁴¹, kao i zbog stabilnosti izvora finansiranja koji uglavnom ne deriviraju iz kratkoročnih depozita i nijesu podložni „bank run“-ovima¹⁴², kao što može biti slučaj kod komercijalnih banaka. Dodatno, inostrane komercijalne banke su još više podložne pro-cikličnom djelovanju u odnosu na komercijalne banke u domaćem vlasništvu¹⁴³. U svakom slučaju, RB i RFI sa javnim mandatom imaju manju pro-cikličnu ulogu u odnosu na komercijalne banke¹⁴⁴. Različita istraživanja su dokazala kontra-cikličnu ulogu RB i RFI. Tako recimo, Micco i Panizza¹⁴⁵ dokazuju da je kreditiranje od strane banaka u državnom vlasništvu manje pro-ciklično u poređenju sa privatnim bankama, Calderon¹⁴⁶ navodi da su privredni ciklusi dublji u zemljama sa visokom udjelom državnih banaka, dok su periodi oporavka kraći. Istovremeno, Bertray ukazuje da državne banke u zemljama sa dobrim upravljanjem posluju manje pro-ciklično u odnosu na privatne banke, kao i kontra-ciklično u zemljama sa visokim dohotkom¹⁴⁷.

Na primjer, u globalnoj finansijskoj krizi 2009. godine, oko polovine razvojnih finansijskih institucija u zemljama u razvoju i oko dvije trećine u zemljama sa visokim nivoom dohotka su usvojili određene kontra-ciklične mjere. Takođe su mnoge usvojile i kontra-ciklične mjere tokom ekonomske krize uzrokovane virusom COVID-19¹⁴⁸.

Kontra-ciklično kreditiranje RB i RFI može nadoknaditi smanjenje privatnog kreditiranja tokom recesije kada nastupi kreditna kriza (*credit crunch*). Osim pružanja kreditnih sredstava u toku kreditne krize, ostali metodi finansijske podrške privredi su

Banking & Finance 50, 326-339, Gong, D., Xu, J. & Yan, J. (2022). National development banks and loan contract terms: Evidence from syndicated loans, *Journal of International Money and Finance* 130. 102763. ; kao i Luna-Martínez, Jose & Leonardo Vicente, Carlos, (2012). Global Survey of Development Banks, Policy Research Working Paper, No. 5969. World Bank Group, Washington, D.C.

¹⁴¹ Shleifer, A. & Vishny, R., (1994). Politicians and firms. *Quarterly Journal of Economics*, No. 109. str. 995-1025;

¹⁴² "Bank run" ili "navala na banku" je situacija u kojoj veliki broj klijenata banke istovremeno pokušava da povuče svoje depozite zbog straha da banka neće biti u stanju da ispuni svoje obaveze. (<https://www.forbes.com/advisor/banking/bank-run/#:~:text=Put%20simply%2C%20a%20bank%20run.depositors'%20trust%20in%20a%20bank.>)

¹⁴³ Fungacova, Z., Herrala, R. & Weill, L., (2013). The influence of bank ownership on credit supply: Evidence from the recent financial crisis. *Emerging Markets Review* 15, 136-147; Bertay, A.C., Demirgüç-Kunt, A. & Huizinga, H., (2015). Bank ownership and credit over the business cycle: Is lending by state banks less procyclical? *Journal of Banking & Finance* 50, 326-339.

¹⁴⁴ Behr, P., Foos, D. & Norden, L., (2017). Cyclicity of SME lending and government involvement in banks. *Journal of Banking & Finance* 77, 64-77.

¹⁴⁵ Micco, A. & Panizza, U., (2006). Bank ownership and lending behaviour. *Economics Letters* 93, 248-254.

¹⁴⁶ Calderon, C., (2012). Credit Fluctuations and State Ownership: Evidence at the Macroeconomic Level. Manuscript, World Bank, Washington, D.C.

¹⁴⁷ Bertray, A.C., Demirgüç-Kunt, A. & Huizinga H., (2012). Bank Ownership and Credit over the Business Cycle. World Bank Policy Research Working Paper No.6110, World Bank, Washington D.C.

¹⁴⁸ ALIDE (2021) izvještaji o široko rasprostranjenim protivmerama protiv COVID-19 od strane DFI-ja u Latinskoj Americi;

pružanje kreditnih garancija¹⁴⁹, olakšan pristup moratorijumu na otplatu kreditnih obaveza¹⁵⁰, pružanje likvidnosti ostalim kreditnim institucijama, kao i rješenja za kapitalno finansiranje, itd. Tokom pandemije COVID-19, najzastupljenije mjere podrške privredi su bili krediti (uglavnom pod povlašćenim uslovima), kao i kreditne garancije¹⁵¹. Studija Braja i Sklerka je pokazala da RB i RFI mogu pomoći da se stabilizuje rast kredita tokom kriza¹⁵². Studija je pokazala da je pozajmljivanje javnih banki manje prociklično u odnosu na privatni sektor¹⁵³.

U prvoj Anketi nacionalnih razvojnih banaka koju je objavila Svjetska Banka 2012. godine¹⁵⁴ utvrđeno je da su nacionalne razvojne banke povećale obim svog kreditiranja u prosjeku za 36% u periodu 2007-2009. naspram uvećanja od 10% kod komercijalnog sektora. Ovaj rast se nastavio i u post-kriznom periodu od 2010-2015. Samo 18% RB i RFI su prijavile pad obima portfelja u datom periodu. Dakle, u vremenima kada nastupi veliki opšte-tržišni, sistemski rizik, komercijalne banke usporavaju kreditiranje, dok RB i RFI nadomještavaju neophodna finansijska sredstva kako bi privreda preživjela odnosno ostala likvidna i solventna i kako bi se očuvao kapital i radna mjesta spremni za otpočinjanje novog ekonomskog ciklusa u periodu oporavka iste.

Navedena Anketa Svjetske banke iz 2012. je potvrdila naučno saznanje o razvojnim bankama kao kontra-cikličnim finansijskim institucijama, odnosno da one imaju značajnu ulogu u održavanju likvidnosti i solventnosti privrede tj. ekonomske supstance u momentima kada su sredstva najpotrebnija, u ekonomskim krizama koje uvijek prate i kreditne krize, kada se privatni akteri povlače pod uticajem snažne averzije rizika.

Polovina ispitanih razvojnih banaka je navela da su povećali svoje pozajmice ili garancije tokom globalne finansijske krize 2007/08, kako bi nadoknadili privremeno smanjenje kreditiranja banaka i finansijskih institucija privatnog sektora.

¹⁴⁹ Tako recimo je IRF tokom kreditne krize nastale pandemijom COVID-19 pružao podršku poljoprivrednicima i ribarima kroz saradnju sa EaSi garantnim fondom i ministarstvom poljoprivrede koje je finansiralo kamatu te su krajnji korisnici dobijali beskamatne kredite uz pružanje samo ličnih garancija kao kolaterala.

¹⁵⁰ IRF je tokom kreditne krize pružao moratorijum značajno preko regulatorno definisanih minimalnih obaveza.

¹⁵¹ McDonald D.A., Thomas M. and Barrowclough D. (2020). Public Banks and COVID-19: Combating the Pandemic with Public Finance, Municipal Services Project (Kingston), UNCTAD (Geneva) and Eurodad (Brussels), str. 7-8.

https://publicbankscovid19.org/images/PDF_FILES/Public_Banks_and_Covid19_-_Full_Book.pdf

¹⁵² Brei, M. & Schclarek, A., (2014). Public Bank Lending in Times of Crisis. *Journal of Financial Stability* 9(4). 820–830; Choi, M. J., Gutierrez, E. & Martinez, M. S. (2014). Dissecting Foreign Bank Lending Behaviour during the 2008–2009 Crisis, *Financial Markets, Institutions, and Instruments* 25(5), 361–98.

¹⁵³ Panizza, U. (2022). State-Owned Commercial Banks. *Journal of Economic Policy Reform* 26(1). 1-23.

¹⁵⁴ Luna-Martínez, J. & Leonardo Vicente, C., (2012). Global Survey of Development Banks, Policy Research Working Paper, No. WPS 5969. World Bank Group, Washington, D.C.

U anketi Svjetske banke iz 2017¹⁵⁵, više od polovine ispitanih RB doživjelo je veći rast svog bruto kreditnog portfelja od nacionalnog prosjeka u njihovim zemljama između 2010. i 2015. potvrđujući kontra-cikličnu ulogu u kriznim vremenima. 56% ispitanih RB-a je zabilježilo znatno veći rast u svom bruto kreditnom portfelju između 2010. i 2015. od prosječnog rasta domaćih kredita koje je finansijski sektor u njihovim zemljama obezbijedio. Ovo nije ograničeno na određeni region, jer su razvojne banke iz nekoliko regiona doživjele sličan trend. Na primjer, *Banco Nacional de Comercio Exterior* Meksika je zabilježila prosječni rast svog bruto kreditnog portfelja od 136,8% između 2010. i 2015. godine, dok su domaći krediti koje je finansijski sektor u Meksiku plasirao porasli u prosjeku za 39,9 % u istom periodu. Slično, Brazilska razvojna banka je doživjela 90,1-procentni rast svog kreditnog portfelja, dok je Brazil u cjelini imao prosječnih 20,9-procentno povećanje domaćih kredita koje je obezbijedio finansijski sektor. Zemljišna banka Filipina je imala sličan trend, sa prosječnim povećanjem od 102,2% u svom bruto kreditnom portfelju, u odnosu na 59,8% na nacionalnom nivou. U Evropi je tokom krize izazvane pandemijom COVID-19 u prvoj polovini 2020. godine njemačka KfW uvećala za više od dvostruko svoj kreditni portfolio u odnosu na 2019. godinu¹⁵⁶.

Od svih RB i RFI koji su doživjeli veći rast svog kreditnog portfolija od nacionalnog prosjeka, 70% se nalazi u zemljama u razvoju, dok je ostatak od 30% u privredama višeg nivoa dohotka. Ovaj nalaz ukazuje na kontinuiranu glavnu ulogu koju mnoge RB i RFI igraju u privredama svojih zemalja i potvrđuje identifikovanu anti-cikličku ulogu. Dodatni važni nalazi u ovom dijelu koje je pružila data anketa su:

1. Samo 41% anketiranih razvojnih banaka je poništilo svoje kontra-ciklične mjere kako se kreditiranje privatnog sektora poboljšalo nakon finansijske krize;
2. Postoje razlike između kontra-ciklične uloge razvojnih banaka u zemljama sa visokim dohotkom i zemljama u razvoju – samo je 44% razvojnih banaka u zemljama u razvoju usvojilo kontra-ciklične mjere naspram 67% u zemljama višeg nivoa dohotka, što može da ukaže na veću spremnost i fleksibilnost razvojnih banaka u razvijenijim zemljama, ali i na niže nivoe opšteg kreditnog rizika u bogatijim privredama.

¹⁵⁵ World Bank Group; World Federation of Development Financing Institutions. (2018). 2017 Survey of National Development Banks. World Bank Group, Washington, D.C.

¹⁵⁶ Kreditanstalt für Wiederaufbau (2020), "First Half of 2020: KfW's Financing Volume More Than Doubled as a Result of Coronavirus Aid Programmes" (Press Release, August 12, 2020), https://www.kfw.de/KfW-Group/Newsroom/Latest-News/Pressemitteilungen-Details_601280.html.

Istraživanje o anti-cikličnoj ulozi koju imaju razvojne banke objavljeno 2015. godine¹⁵⁷ je pokazalo da je pozajmljivanje državnih banaka manje prociklično od pozajmljivanja od strane privatnih banaka, posebno u zemljama sa dobrim upravljanjem, pa čak i anti-ciklično u zemljama sa visokim dohotkom, odnosno da se, u vremenima pozitivnog ekonomskog rasta, kada rizik finansiranja opada, državne banke „povlače“ kako bi ustupile tržište niskog rizika komercijalnim bankama. Drugim riječima, navedeno znači da visoki rizik treba da preuzme država, a da nizak rizik sa tendencijom postojanja finansijske rente (dobiti bez rizika) treba da preuzme privatni sektor, što neodoljivo podsjeća na krilaticu nastalu tokom krize iz 2007. godine – *„Socijalizacija gubitaka i privatizacija dobitaka.“* Ovo takođe dokazuje da je alokacija kreditnih sredstava strateški važno javno dobro koje ne smije biti prepušteno samo zakonima slobodnog tržišta, te dodatno ide u prilog teze da država mora uzeti aktivnu ulogu odnosno mora intervenirati na kreditnom tržištu, što ovaj rad nastoji i da dokaže.

Navedeni autori u svom radu takođe pokazuju da državne banke mogu igrati važnu ulogu u stabilizaciji kreditiranja privrede tokom cijelog poslovnog ciklusa i tokom perioda finansijske nestabilnosti, što je u skladu sa prethodno navedenim.

Čoi, Gutierrez i Martinez Peria¹⁵⁸ su u svom istraživanju došli do saznanja da su banke u državnom vlasništvu imale kontra-cikličnu ulogu tokom finansijske krize 2008-2009. godine, u svim regionima, pošto im je kreditni portfelj rastao brže u odnosu na privatne institucije, a što je slučaj i sa IRF-om tokom krizne, 2020. godine.

Ferari, Mare i Skamnelos ukazuju da su se sve državne finansijske institucije u Evropi i Centralnoj Aziji proširile svoje kreditne portfelje brže nego što je to učinio bankarski sektor u cjelini nakon globalne finansijske krize¹⁵⁹.

¹⁵⁷ Bertay, A.C., Demirguc-Kunt, A. & Huizinga, H. (2015) Bank ownership and credit over business cycle: Is lending by state bank less procyclical. *Journal of Banking & Finance* 50, 326-339.

¹⁵⁸ Choi, J.M., Gutierrez, E. & Martinez Peria, M.S. (2016) Dissecting Foreign Bank Lending Behaviour During the 2008–2009 Crisis. *Financial Markets, Institutions & Instruments* 25(5), 361-98.

¹⁵⁹ Farazi, S., Feyen, E. & Rocha, R., (2013). Bank Ownership and Performance in the Middle East and North Africa Region. *Review of Middle East Economics and Finance* 9 (2). 159-196.

4. Finansiranje sa društvenim mandatom koje prati razvojne politike njihovih država i/ili regiona

Za razliku od komercijalnih banaka koje imaju isključivi interes za ostvarivanjem što većeg profita za svoje dioničare i vlasnike, RB i RFI karakteriše društveno-socijalni mandat, te su spremne da preuzmu veće nivoe rizika, jer ostvarivanje profita nije u fokusu¹⁶⁰.

Ovo je ključna osobina RB i RFI koja im omogućava da finansiraju nerazvijene djelove privrede, infrastrukturne projekte od kojih se očekuje multiplikativan efekat, kao i efekat subvencije na razvoj privrede, sektore koji proizvode koristi za društvo u cjelini, ali koji možda nisu finansijski isplativi, kao što su projekti u obrazovanju ili životnoj sredini¹⁶¹, ali i da kreditiraju nedovoljno uslužene sektore, koji se smatraju previše rizičnim za privatne finansijere, kao što su poljoprivreda, mikro, mala i srednja preduzeća, preduzetništvo, klijenti sa dobrim poslovnim prospektima, ali nedovoljnim kolateralom, itd.¹⁶², projekte koji su od strateškog značaja za ekonomski razvoj i slično.

RB i RFI mogu podstaći sticanje i širenje stručnosti u davanju dugoročnih kredita za finansiranje novih industrija¹⁶³. Komercijalne banke često nedovoljno ulažu i ne prenose stručnost u dugoročnim industrijskim finansijama, već su fokusirane isključivo na novčanu dobit, gdje prednost imaju isključivo već etablirane industrije, kao i ostvarivanje dobiti u kratkom roku, izbjegavajući rizik dugog roka.

Dakle, fokus komercijalnog sektora nije na strateškim inicijativama kao što su restrukturiranje privrede ili regionalni razvoj, već one utiču na održavanju *statusa quo* postojeće privredne strukture, podstiču nejednaku razvijenost regiona, negativno utiču na koncentraciju, snaže ekonomsku nejednakost, itd.

Samo RB i RFI imaju motiv da finansiraju projekte koje pružaju (pozitivne) eksternalije i koji doprinose multiplikativnom razvojnom efektu privrede, dok komercijalne banke posmatraju isključivo profitabilnost samih projekata, što je i potvrđeno naučnom

¹⁶⁰ Uspjeh RB / RFI se ne ogleda u profitabilnosti već u vrijednosti ukupnog doprinosa društvenom bogatstvu umanjenog za fiskalne troškove same RB / RFI. Međutim, ovo nije matematička računica jer ove kategorije nijesu direktno uporedive. Tako na primjer, IRF do sada nije iziskivao direktne fiskalne troškove ali jeste indirektne troškove kroz npr. veći rizik zemlje zbog veće izloženosti suverena.

¹⁶¹ Gutierrez, E. & Kliatskova, T. (2022). National Development Financial Institutions: Trends, Crisis Response Activities, and Lessons Learned. World Bank, Washington, str. 7.

¹⁶² Op.cit. str. 13.

¹⁶³ Armendáriz de Aghion, B. (1999). Development Banking. Journal of Development Economics 58. 83–100.

studijom,¹⁶⁴ ali i što je logično, jer privatne institucije imaju za cilj sticanje što veće i brže dobiti, dok javne institucije imaju socijalne motive i mandate, kao i orijentaciju na srednji i dugi rok.

5. Kreditno signaliziranje i *crowding in* (privlačenje) investicija

Crowding in efekat (privlačenje investicija) je efekat privlačenja finansiranja privatnog sektora kroz prikazanu održivost projekata, tj. razvojne banke imaju ulogu katalizatora dodatnih finansiranja, kako iz kreditnih, tako i iz sredstava samih investitora.

Još jedna od veoma važnih uloga koju imaju razvojne banke je da su katalizatori privatnih investicija¹⁶⁵. Ova uloga se ogleda u tome da razvojne banke preuzimaju na sebe teret finansijskog rizika kod industrija u povoju, u ranoj fazi razvoja, dok se u tim sektorima ne poveća efikasnost i profitabilnost, prikupe informacije i kreditna istorija, kako bi snizile nivo rizika i neizvjesnosti, što posljedično privlači privatne investitore. Drugim riječima, razvojno finansiranje ima za cilj snižavanje nivoa rizika u određenim sektorima, pod-sektorima ili teritorijama, kako bi privuklo privatne investicije¹⁶⁶, a što pruža signal komercijalnim finansijskim institucijama da one mogu da dođu „na gotovo“ i preuzmu adekvatan dio „tržišnog kolača“ kada je nivo rizika dovoljno nizak. Međutim, sam po sebi ovaj postulat nije održiv, jer je on knjiški primjer već prethodno navedenog fenomena „privatizacije dobitaka i socijalizacije gubitaka“, što je krilatica koja se vezala za bankarsku krizu iz 2008. godine. Dodatno, ovaj primjer kontrira preduzetničkoj umješnosti kao teorijskom osnovu teorije tržišnog fundamentalizma¹⁶⁷ oko koje je postulat i kreiran.

Sa druge strane, dobar primjer katalizatorske uloge RB i RFI je oblast klimatskog finansiranja, industrija u povoju ili/i neformalnih sektora gdje komercijalne finansijske institucije oklijevaju da „oslobode“ maksimalni potencijal kreditiranja dok ne dobiju signal da je nivo rizika dovoljno nizak, neizvjesnost umjerena a profitabilnost dovoljno visoka kako bi mogle da postanu učesnici na ovakvim tržišnim nišama i „preuzmu“

¹⁶⁴ Hu, B., Schclarek, A., Xu, J. & Yan, J. (2022). Long-term finance provision: National development banks vs. commercial banks. *World Development* 158, 105973.

¹⁶⁵ De la Torre, A., Gozzi, J. C. & Schmukler, S. L. (2017). Innovative experiences in access to finance: Market-friendly roles for the visible hand? *Latin American Development Forum*. Washington, DC, World Bank Group.

¹⁶⁶ Marston, D. and Narain, A. (2004) "Observations from an IMF Survey" in Caprio et. al, eds. *The Future of State-Owned Financial Institutions*, Brookings Institution, Washington, D.C.

¹⁶⁷ Dogmatsko vjerovanje u moć nevidljive ruke tržišta bez obzira na različite faktore uticaja.

dokazano finansijski održive klijente koji zavrjeđuju privatnu kreditnu podršku. Ova uloga se ogleda i u finansiranju ugroženih grupa, poljoprivrednika¹⁶⁸ i sličnih kategorija, ali i kod nerazvijenih finansijskih tržišta, gdje postoji nepouzdanost ili/i nedovoljnost informacija koje čine neizvjesnost koja odbija finansijere privatnog sektora, pogotovo ako postoje i alternativni izvori poslovne dobiti kao što je kreditiranje drugih segmenata finansijskih klijenata, ulaganje u različite hartije od vrijednosti, dobit sticana od različitih tipova provizija i naknada itd.

Katalizatorska uloga se može ostvariti i putem instrumenata podjele rizika kao što su osiguranje i garancije.

6. Dodatnost u finansiranju

Dodatnost u finansiranju se definiše kao posebna podrška ili doprinos koju RB i RFI pružaju investicionom projektu koji nije dostupan iz komercijalnih izvora finansiranja. RB i RFI podrška privatnom sektoru treba da pruži doprinos koji je iznad onoga što je dostupno, ili koji je inače odsutan sa tržišta pritom ne istiskujući privatni sektor. Dodatnost može biti finansijska i nefinansijska. Prema G20¹⁶⁹, dodatnost u odnosu na intervenciju ili program koji koristi javne resurse nudi posebnu podršku „...izvan onoga što je dostupno, ili što je inače odsutno na tržištu, a da se time ne bi trebao istisnuti privatni sektor.” Prema EBRD¹⁷⁰, „finansijska dodatnost postoji kada privatni sektor ne nudi finansiranje ili ne pod razumnim uslovima.” Finansijska dodatnost može biti duži rok i grejs period, niži trošak putem garancija ili blending-a finansijskih instrumenata, finansiranje u lokalnoj valuti, finansiranje koje prati novčane tokove itd. Javni program takođe može pružiti nefinansijsku dodatnost, kao što je smanjenje rizika, postavljanje standarda (npr. ESG standardi¹⁷¹), podsticanje regulatornih poboljšanja, izgradnje kapaciteta ili poboljšanog dizajna projekta.

¹⁶⁸ Komercijalne banke su započele kreditiranje poljoprivrednika u Crnoj Gori tek u 2023. godini.

¹⁶⁹ Multilateral Development Bank Principles to Support Sustainable Private Sector Operation (2012), Heads of MDBs meeting, 21 April 2012, Washington (<https://www.ebrd.com/downloads/news/mdb.pdf>);

¹⁷⁰ European Bank for Reconstruction and Development, Additionality in the EBRD – Review of Concept and Application. March 2018.

¹⁷¹ ESG – Environment, Social and Governance;

7. Doprinos sigurnosti i stabilnosti bankarskog sistema¹⁷²

Doprinos sigurnosti i stabilnosti bankarskog sistema usko je povezan sa otpornošću na makro-ekonomske šokove i cikluse privrede, retenciju kapitala (domaće vlasništvo, sigurnost depozita ukoliko se finansira iz vladinih depozita), kao i na očuvanje neophodnog obima finansiranja u okviru promjenljivih ekonomskih ciklusa, te time posredno vrše uticaj na stabilnost ekonomske supstance i radnih mjesta u privredi. Ova stabilnost kapitala omogućava im da održe kreditnu aktivnost prema strateškim sektorima i malim preduzećima, čak i kada komercijalne banke povlače izloženost.

Posredno, razvojne institucije utiču na strukturnu stabilnost finansijskog sistema kroz povećanje konkurencije i smanjenje rentijerskih marži, poboljšanje uslova finansiranja i jačanje pristupa dugoročnim izvorima kapitala. Time doprinose očuvanju ekonomske supstance, investicionog potencijala i radnih mjesta u privredi.

8. Promovisanje finansijskog razvoja i omogućavanje pristupa konkurentnim bankarskim uslugama stanovnicima izolovanih područja¹⁷³

Omogućavanje pristupa konkurentnim bankarskim uslugama stanovnicima izolovanih područja (poput područja slabe infrastrukturne uvezanosti, rijetke naseljenosti ili visokih planina) je od značajnog razvojnog interesa. Ovdje se prepoznaje manjak interesovanja komercijalnih banaka za poslovanjem u nisko-profitabilnim ruralnim područjima, što ih čini kreditno ograničenim i oslonjenim na manje formalne izvore finansiranja, te je njihov pristup finansijama, kao izuzetno važno ekonomsko pravo, značajno limitiran. Kada je u pitanju razvoj finansijskog sistema, bez javne participacije koja je spremna da bude pionir u pružanju finansija industrijama u povelju, rizičnim kategorijama klijenata i, uopšte uzevši, u svim onim poslovnim poduhvatima gdje postoji deficit informacija i kreditne istorije - razvoj finansijskog sistema bi bio usporen. Ovo je pokazano i u najranijim istraživanjima o RB i RFI,¹⁷⁴ ali se potvrđuje i u praksi poslovanja

¹⁷² Micco, A. & Panizza, U. (2006). Bank Ownership and Lending Behavior. *Economics Letters*, Elsevier 93(2). 248-254; Brei, M., Schclarek, A., (2015). A theoretical model of bank lending: Does ownership matter in times of crises? *J. Bank. Financ.* 50, 298–307.

¹⁷³ Yeyati, E.L., Eduardo, L.Y., Micco, A. & Panizza, U., (2004). Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks. Working Paper, No. 517, Inter-American Development Bank, Research Department, Washington, DC.

¹⁷⁴ Gerschenkron, A. (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge, United States: Harvard University Press.

IRF-a kao što je na primjer kreditiranje poljoprivrednika, a posebno putem pružanja kreditnih garancija u saradnji sa EIF-om (*European Investment Fund*). Ovo se posebno ogleda u dugoročnim i rizičnijim poduhvatima (karakteristike koje su u finansijama simultane), što čini da mnogi važni razvojni projekti ne budu podržani i samim tim da ekonomski razvoj bude inhibiran¹⁷⁵. Nadalje, razvojne banke su specijalizovane za dugoročan industrijski razvoj¹⁷⁶.

Prema studiji INSEAD-a¹⁷⁷, RB imaju tri ključne uloge:

1. Pružaju dugoročno finansiranje koje u suprotnom nije dostupno privredi;
2. Obezbeđuju smanjenje rizika, bilo implicitno kroz direktno učešće u kreditiranju, ili eksplicitno kroz garancije ili instrumente za poboljšanje kredita; i
3. Nude usluge za optimizaciju uticaja razvojnih projekata¹⁷⁸.

Prve dvije usluge odražavaju spremnost institucija da prihvate i komercijalni i rizik zemlje, dok je treća dodatni pokušaj da se osiguraju društveno-odgovorni ishodi¹⁷⁹.

RB/RFI takođe imaju ulogu u procesu privatizacije, obavljajući komisiono posao agenta Vlade, uloga koju je takođe imao i IRF u Crnoj Gori.

Konačno, razvojne finansijske institucije pružaju i **nefinansijsku podršku** u smislu obuka, mentoringa, tutoringa i ostalih konsultantskih usluga, kao što su pomoć u dobijanju grantova, a posebno u domenu razvoja neophodne infrastrukture i podsticaja isključenih grupa stanovništva. Dakle, RFI su finansijske institucije koje su fokusirane ne samo na finansijsku, već i na ekspertsku, nefinansijsku podršku podržanih projekata, pritom promovišući cjelovit nastup prema podržanim krajnjim korisnicima. Time RB/RFI postaju ne samo izvor finansiranja, već i strateški partneri u izgradnji održive i inkluzivne ekonomije.

¹⁷⁵ Bruck, N. (1998). The Role of Development Banks in the Twenty-First Century. *Journal of Emerging Markets* 3. 39-67.

¹⁷⁶ De Aghion, B.A., (1999). Development banking. *Journal of Development Economics*, Elsevier 58(1). 83-100.

¹⁷⁷ INSEAD - Institut Européen d'Administration des Affaires, Fontainebleau, France.

¹⁷⁸ Landry, R., Amara, N. and Lamari, M. (2002) Does Social Capital Determine Innovation? To What Extent? *Technological Forecasting and Social Change*, 69, 681-701.

¹⁷⁹ Gyimah, A.G. & Agyeman, A.S. (2019). A Study on How Development Finance Institutions Support SMEs: A Case Study of International Finance Corporation. *International Journal of Financial Research* 10(2). 27-35.

2. KOMPARATIVNA ISKUSTVA RAZVOJNIH FINANSIJSKIH INSTITUCIJA U IZABRANIM ZEMLJAMA

2.1. Pristup komparativnoj analizi

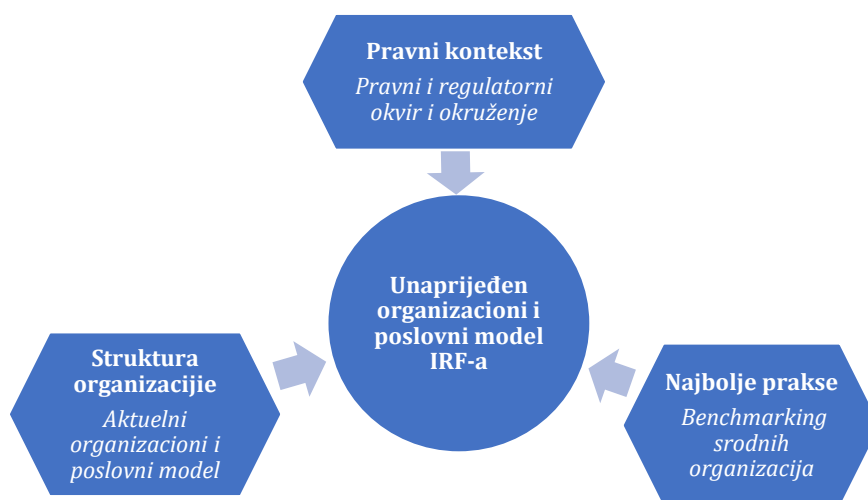
Ovaj dio rada je važan kako bi stvorio naučno-teorijsku osnovu kao i osnovu dobrih praksi za proces poređenja IRF-a sa uporednim razvojnim finansijskim institucijama, kako u regionu odnosno zemljama koje su kandidati za ulazak u Evropsku uniju, tako i sa srodnim (*peer*) razvojnim finansijskim institucijama u zemljama koje su članice Evropske unije. Istovremeno, u cilju dokazivanja hipoteza ovog naučnog rada, određeni naučni postulati vezani za najbolje prakse, teorijsku osnovu i standarde poslovanja razvojnih finansijskih institucija će biti kritički analizirani, u cilju upotpunjavanja naučnog saznanja vezanih za principe i postulate rada razvojnih finansijskih institucija.

Proces poređenja se vrši kako bi se poboljšao organizacioni i poslovni model IRF-a kao crnogorske nacionalne razvojne finansijske institucije. Poređenje se vrši sa tri aspekta:

1. Pravni i regulatorni okvir i okruženje;
2. Najbolje međunarodne prakse u srodnim organizacijama (benchmarking); i
3. Organizacioni i poslovni model.

Navedeno je i prikazano na sljedećem grafikonu:

Grafik 4. Metodološki okvir za poređenje



Ključni atributi razvojnih finansijskih institucija, koji će biti predmet analize su prikazani na sljedećem grafiku.

Grafik 5. Atributi razvojnih finansijskih institucija za poređenje



Kao što je potvrđeno Anketom o nacionalnim razvojnim bankama iz 2017. koju je sprovela Svjetska banka¹⁸⁰, razvojne finansijske institucije, odnosno razvojne banke su veoma raznolike u pogledu veličine, finansijskog učinka, razvojnih ciljeva, poslovnih modela, sektorskih/tržišnih niša, aranžmana finansiranja i praksi upravljanja¹⁸¹.

Kao najčešća ograničenja u radu, anketirane RB u istraživanju Svjetske banke, navele se sljedeća¹⁸²:

- Nedovoljni kapaciteti i neophodno jačanja kapaciteta upravljanja rizicima - oko 80% anketiranih RB navelo je ovaj izazov kao najizraženiji;
- Postizanje finansijske samodovoljnosti - čak 59% RB navelo je potrebu da se postane finansijski samoodrživa organizacija kao ključni izazov, koji dijelom

¹⁸⁰ World Bank Group; World Federation of Development Financing Institutions. (2018). 2017 Survey of National Development Banks. World Bank Group, Washington, D.C.

¹⁸¹ Istraživanje Svjetske banke zasniva se na upitniku koji je poslat na adrese 280 članica Svjetske federacije razvojnih finansijskih institucija i regionalnih udruženja razvojnih banaka u Africi, Aziji, Evropi, Latinskoj Americi i Bliskom istoku. Raznolikost RB koje su učestvovala u istraživanju, u smislu veličine, tipa, regiona i performansi, sugerise da je ovaj uzorak reprezentativan i da daje važne karakteristike postojećih RB. Primljeno je ukupno 106 odgovora, međutim, 16 nije zadovoljilo definiciju RB iz ankete i stoga su isključeni. Preostali odgovori iz 90 razvojnih banaka iz 61 zemlje poslužili su kao osnova za ovaj izvještaj. (World Bank Group; World Federation of Development Financing Institutions. (2018). 2017 Survey of National Development Banks. World Bank Group, Washington, D.C.);

¹⁸² World Bank Group; World Federation of Development Financing Institutions. (2018). 2017 Survey of National Development Banks. World Bank Group, Washington, D.C.;

odražava potrebu da se smanje njihovo oslanjanje na eventualne transfere iz vladinog budžeta i da se poboljša sopstvena profitabilnost;

- Jačanje korporativnog upravljanja i transparentnosti - 50% anketiranih RB vidi potrebu za poboljšanjem korporativnog upravljanja i transparentnost kao glavni izazov;
- Snaženje fleksibilnosti u retenciji kvalifikovanih administrativnih kapaciteta - 40% RB treba više fleksibilnosti za zapošljavanje i zadržavanje visoko kvalifikovanog osoblja; i
- Smanjenje političkog uticaja - 31% smatra da je smanjenje nepotrebnog političkog uplitanja još jedan veliki izazov;

Tačan broj razvojnih finansijskih institucija širom svijeta nije precizan (posebno zato što se definicije razlikuju), ali Svjetska federacija institucija za finansiranje razvoja (WFDFI¹⁸³) ima 300 članova u 154 zemlje, što pokazuje raznolikost i mnoštvo finansijskih institucija usmjerenih na razvoj na globalnom nivou.

Studija Univerziteta u Pekingu iz 2019. godine identifikovala je čak 539 razvojnih banaka širom svijeta¹⁸⁴, a klasifikacija ovih institucija prikazana je u prethodnom poglavlju.

Kako bi se pomoglo u rješavanju problema sa kojima se RB / RFI suočavaju, pokrenuto je nekoliko međunarodnih inicijativa za izgradnju kapaciteta, jačanje mreža i razvoj principa dobre prakse za ove i druge institucije u državnom vlasništvu. Primjeri takvih inicijativa uključuju Konsultacije Ujedinjenih nacija o nacionalnim razvojnim bankama početkom 2000-ih, smernice za korporativno upravljanje Organizacije za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD) za preduzeća u državnom vlasništvu (2005. i 2015.), komplet alata Svjetske banke za upravljanje državnim preduzećima (2014), i IFC (2014 i 2018) alate za korporativno upravljanje. Krovne RFI organizacije¹⁸⁵ takođe rade na poboljšanju

¹⁸³ <https://wfdi.net/> ;

¹⁸⁴ Xu, Jiajun, Xiaomeng Ren, and Xinyue Wu. (2018). Mapping Development Finance Institutions Worldwide: Definitions, Rationales, and Varieties. New Structural Economic Development Financing, Research Report, no. 1, <https://www.nse.pku.edu.cn/docs/20190530090006692126.pdf>;

¹⁸⁵ DFI organizacije uključuju krovnu organizaciju, Svetsku federaciju institucija za finansiranje razvoja (VFDFI, osnovana 1979), Latinoameričku asocijaciju razvojnih banaka (ALIDE, 1968), Udruženje afričkih razvojnih finansijskih institucija (AADFI, 1975), Udruženje institucija za finansiranje razvoja u Aziji i Pacifiku (ADFIAP, 1976), Udruženje nacionalnih finansijskih institucija za razvoj u zemljama članicama Islamske razvojne banke (ADFIMI, 1987) i Udruženje bilateralnih evropskih razvojnih finansijskih institucija (EDFI, 1992) .

upravljanja svojim članovima. Na primer, AADFI, Udruženje afričkih razvojnih finansijskih institucija, redovno objavljuje recenzije svojih članova¹⁸⁶.

2.1.1. Principi dobrih praksi upravljanja razvojnim finansijskim institucijama

Na osnovu prethodno analiziranih inicijativa, istraživanja Evropske unije, IMF-a, Svjetske banke i drugih multinacionalnih RFI, kao i naučenih lekcija iz iskustva RFI širom svijeta, mogu se sistematizovati principi dobrih praksi odnosno upravljanja ovim institucijama¹⁸⁷. Oni se mogu sažeti na sljedeći način:

- *Povoljno okruženje*: RB i RFI imaju koristi od klime makro-ekonomske stabilnosti sa ograničenim mikro-ekonomskim distorzijama, političkom stabilnošću i postojanjem niza komplementarnih institucija. Iako je po definiciji njihova uloga da se pozabave nekim od slabosti u okruženju, oni ne mogu uspjeti u klimi koja je uglavnom nefunkcionalna. Kako bi RB i RFI ostvarile maksimalan učinak, neophodno je da promovišu dugoročne investicije, ali i da se zaštite od političkog uticaja vlade i potencijalne eksproprijacije od manjinskih akcionara¹⁸⁸. Pored navedenog, evidentno je da je uticaj međunarodnih razvojnih finansijskih institucija na rast snažniji u zemljama nižeg nivoa dohotka¹⁸⁹. Uticaj je posebno snažan u sektoru poljoprivrede i razvoja infrastrukture. Dodatno, RB i RFI nude kredite po povoljnijim uslovima i većim iznosima firmama sa visokim rizikom zemlje, mjereno institucionalnim kvalitetom i pravima kreditora¹⁹⁰.

¹⁸⁶ <https://adfi-ci.org/>

¹⁸⁷ Thorne, J. & Du Toit C., (2009). A macro-framework for successful development banks. *Development South Africa* 26(5).

¹⁸⁸ Lazzarini, S. & Musacchio, A. (2011). State Ownership Reinvented? Explaining Performance Differences between State-Owned and Private Firms, *Corporate Governance, An International Review*, Vol. 26, Issue 4, 255-272;

¹⁸⁹ Massa Isabella je analizirala efekte ulaganja multilateralnih RFI na ekonomski rast u 101 zemlji u periodu 1986-2009. Rezultati ukazuju na jaku pozitivnu vezu između investicija RFI i rasta u cijelom uzorku. Kako se uzorak sastoji od veoma heterogenih zemalja, istraživano je da li se efekti razlikuju između zemalja sa nižim dohotkom i zemalja sa višim dohotkom. Nalazi istraživanja ukazuju da RFI imaju jači uticaj na rast u zemljama sa nižim prihodima nego u ekonomijama sa višim dohotkom. Konkretno, nalazi pokazuju da povećanje obaveza multilateralnih RFI od 10% povećava rast za 1,3% u zemljama s nižim dohotkom i za 0,9% u zemljama s višim dohotkom. Generalno, ulaganja RFI u sektore infrastrukture, industrije i poljoprivrede igraju najveću ulogu u jačanju rasta (Massa, I. (2011). Impact of multilateral development finance institutions on economic growth, Overseas Development Institute, London, 1-26; <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/57a08ae4e5274a27b2000819/60810-DFI-econometric-paper-IM-8-Sept.pdf>

¹⁹⁰ Gong Di, Xu Jiajun, Yan Jianye. (2023). National Development Banks and Loan Contract Terms: Evidence from Syndicated Loans, *Journal of International Money and Finance*, Volume 130, Article 102763;

- *Mandat:* RB i RFI bi u idealnom slučaju trebalo da budu integrisane u finansijski sistem i da rade po komercijalnim linijama, sa definisanim, ali fleksibilnim mandatom. Priznaje se njihova uloga u anti-cikličnom kreditiranju. RB i RFI ne smiju da se takmiče sa privatnim sektorom, već imaju za cilj da ga razvijaju. Kada privatni sektor bude sposoban da finansira sektore koje su prethodno finansirale RB i RFI, ove druge treba da se fokusiraju na druge oblasti djelovanja. Mandati RB i RFI treba da sadrže najmanje tri komponente: ciljni sektor; pravila saradnje sa privatnim sektorom; te minimalni nivo efikasnosti¹⁹¹.
- *Regulacija i nadzor:* Kombinovana vlasnička i nadzorna uloga vlade stvara potencijalni sukob interesa koji zahtijeva pažljivo upravljanje. Vlasnička uloga države treba da se sprovodi oprezno, omogućavajući RB da ima operativnu autonomiju i da radi samostalno, istovremeno osiguravajući pridržavanje mandatu. Uopšteno govoreći, regulacija i nadzor RB i RFI treba da bude u skladu sa linijama privatnog sektora odnosno pod ingerencijom Centralne banke kao nadzornog organa finansijskog sektora.
- *Korporativno upravljanje:* Adekvatno upravljanje / rukovođenje je glavni faktor koji određuje uspjeh RB i RFI. To uključuje pitanja kao što su kvalitet i nezavisnost nadzornog odbora, odgovornost i kapacitet menadžmenta, dostupnost kvalifikovanog osoblja i dobro operativno upravljanje, upravljanje rizicima i finansijama.
- *Finansijska održivost:* Vlada treba da adekvatno kapitalizuje svoje RB i RFI, a zatim da ograniči dodatnu fiskalnu podršku. Na primjer, mogla bi nadoknaditi RB za ograničene nekomercijalne aktivnosti preduzete u ime države (komisione aktivnosti). RB i RFI se ohrabruju da pristupe donatorima i dobiju kreditni rejting kako bi im omogućili prikupljanje sredstava na tržištima kapitala. U Crnoj Gori, IRF ima isti kreditni rejting kao država Crna Gora i rejting agencije ga ne ocjenjuju posebno. Ovo je propisano članom 4 Zakona o IRF koji kaže: „Obaveze Fonda bezuslovno i neopozivo garantuje Crna Gora na prvi poziv, bez izdavanja posebne garancije.“

¹⁹¹ Auyezbayeva T. & Tussupova, S., Finance and Economic Growth Relationships in Case of Kazakhstan: Proposed Research Background, (October 9, 2013). Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2338047>

- *Upravljanje učinkom:* RB i RFI treba redovno ocjenjivati u odnosu na dogovoreni skup ciljeva, kako finansijskih tako i razvojnih. Vlada takođe mora biti uvjerena da ove društveno poželjne ishode nije mogla postići na drugi (efikasniji) način. Pored toga, RB i RFI treba da prate i procjenjuju uticaj svojih projekata i programa.

2.1.2. Poslovni modeli razvojnih finansijskih institucija i izvori finansiranja

Poslovni model je plan za uspješno poslovanje preduzeća, koji identifikuje izvore prihoda, planiranu bazu kupaca, proizvode i detalje finansiranja. U narednom odjeljku biće uglavnom predstavljeni podaci iz Ankete Svjetske Banke koja je sprovedena 2017. godine¹⁹² gdje su na 138 pitanja odgovorile 64 razvojne banke iz različitih regiona svijeta.

Razvojne banke, odnosno razvojne finansijske institucije, se oslanjaju **na različite izvore finansiranja**. Neke se oslanjaju na vladine dotacije za usmjerene programe podrške koje proističu iz državnog budžeta, neke uzimaju depozite od privrednih klijenata, vladinih agencija i stanovništva, neke izdaju hartije od vrijednosti, neke uzimaju kredite od finansijskih institucija kod kuće i u inostranstvu, dok neke učestvuju u platnom prometu, te se finansiraju i putem različitih vrsta naknada koje proističu iz obavljanja tog posla. Rezultati u vezi sa izvorima finansiranja, iz posljednje ankete SB, su dati u tabeli:

Tabela 3. Izvori finansiranja razvojnih finansijskih institucija

Pitanje:	Da (%)	Ne (%)
Da li vaša institucija uzima depozite stanovništva ?	21	67
Da li vaša institucija uzima depozite od vladinih agencija ?	46	54
Može li vaša institucija da pozajmljuje od ostalih FI ?	84	16
Da li vaša institucija participira na lokalnom međubankarskom tržištu ?	56	44
Da li vaša institucija izdaje dug na lokalnim tržištima duga ?	75	25
Može li vaša institucija da pozajmljuje na međunarodnom tržištu kapitala ili od institucionalnih investitora ?	85	15

¹⁹² U istraživanju Svjetske banke, izraz razvojna banka (*National Development Bank*) odnosi se na bilo koju vrstu finansijske institucije koju nacionalna vlada u potpunosti ili djelimično posjeduje ili kontroliše, pri čemu je RB dobila izričit zakonski mandat za postizanje društveno-ekonomske ciljeve u region ili zemlji, sektoru ili tržišnom segmentu. (World Bank Group; World Federation of Development Financing Institutions. (2018). 2017 Survey of National Development Banks. World Bank Group, Washington, D.C. (https://documents1.worldbank.org/curated/en/977821525438071799/pdf/2017-Survey-of-National-development-banks.pdf?_gl=1*sb9wd6*_gcl_au*MTkyMDE0MjY5Ny4xNzIyODkxOTYy)

Da li je vašoj instituciji dozvoljeno da dobije zvanična sredstva razvojne pomoći koja obezbjeđuju zvanične agencije ili multilateralne institucije?	77	23
Da li vaša institucija prima redovne direktne transfere iz Budžeta države ?	29	71
Da li je vaša institucija bila rekapitalizovana, tj. da li je dobijala sredstva od vlade, subvencije ili transfere kako bi pokrila gubitke ili ojačala svoj finansijski položaj u posljednjih nekoliko godina ?	32	68

Izvor: Svjetska banka (2018), Anketa o nacionalnim razvojnim bankama, str. 25.

Izvori dostupni većini razvojnih banaka uključuju zaduživanje na međunarodnom tržištu kapitala i zaduživanje kod drugih finansijskih institucija, dobijanje zvanične razvojne pomoći putem međunarodne finansijske institucije kao što je Svjetska banka ili bilo koja od drugih regionalnih razvojnih banaka, kao i izdavanje duga na lokalnim tržištima duga.

Mnoge razvojne banke imaju implicitnu ili eksplicitnu (suvjerenu)¹⁹³ garanciju nad njihovim obavezama, što im omogućava da unaprijede svoj profil rizika i pristupe tržištima kapitala ili pozajmljuju od banaka pod istim uslovima kao i njihove vlade.

Možemo zaključiti da je pitanje izvora finansiranja od suštinske važnosti za rad razvojnih finansijskih institucija, pogotovo u vremenima „skupog novca“, kada centralne banke vode restriktivnu monetarnu politiku odnosno politiku monetarnog zatezanja. U takvim okolnostima, usljed visokih kamatnih stopa, znatno je sužen manevarski prostor razvojnih finansijskih institucija kada bi trebao da bude najširi, jer se ovaj vid monetarne politike vodi uglavnom istovremeno sa investicionim ciklusom u padu usljed monetarnog pregrijavanja, visoke inflacije i neizvjesnosti. Tako je višak likvidnosti u finansijskom sistemu nastao od 2008. godine, uticao da su pasivne kamatne stope banaka na izuzetno niskom nivou, jer bankama jednostavno dodatni novac nije potreban, a što je pogoršano sa manjkom investicionih mogućnosti u privredi. Tako je, na primjer, višak likvidnosti koje imaju komercijalne banke u EU bio na nivou od 3 triliona eura u maju 2023.

¹⁹³ Samostalna, samostojeća;

godine,¹⁹⁴ dok je i u Crnoj Gori likvidna aktiva banaka dostigla rekordan nivo od 1,78 mlrd € u junu 2023. godine¹⁹⁵, što čini 30,1% ukupnog crnogorskog BDP-a iz 2022. godine¹⁹⁶.

EIB kao izvor finansiranja Investiciono-razvojnog fonda

Konsultanti BDO, koji su u periodu maj-novembar 2019. godine, procjenjivali efikasnost EIB finansiranja putem IRF-a na razvoj crnogorske privrede su preporučili EIB-u da nastavi finansiranje putem IRF-a, jer se postiže veća dodatnost u finansiranju u odnosu na portfolio garancije¹⁹⁷. Sa druge strane, CEB-ovo¹⁹⁸ finansiranje sektora preduzetnika i MMSP u Crnoj Gori, putem komercijalnih banaka, nije ostvarilo rezultat kao finansiranje putem IRF-a u prethodnom periodu.

2.1.3. Klijenti razvojnih finansijskih institucija

Ne postoji jednoobraznost kada su u pitanju klijenti različitih razvojnih banaka širom svijeta, ni u praksi, a ni u teorijskim postulatima. Većina razvojnih banaka opslužuje klijente privatnog poslovnog sektora, neke su usko specijalizovane, dok postoje i razvojne banke koje imaju širok dijapazon klijenata kao što su: MMSP sektor, srednje kapitalizovana preduzeća (mid-caps) i velike korporacije, druge finansijske institucije uglavnom putem finansijskog posredovanja (indirektno finansiranje), javni sektor centralnog i lokalnog nivoa, fizička lica, itd.

Što se tiče razvojnih banaka širom svijeta, koje su uglavnom iz zemalja srednjeg dohotka, tabela ispod daje rezultate ankete SB iz 2017. godine u dijelu tipa klijenata koje razvojne banke opslužuju.

¹⁹⁴ <https://www.european-inflation-tracker.com/supply/>; ILM.M.U2.C.LT00001.Z5.EUR;

3 mlrd EUR predstavlja 19% BDP-a EU iz 2022. godine – 15,989 mlrd EUR, EUROSTAT, GDP, 2022 - https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_gdp/default/table?lang=en

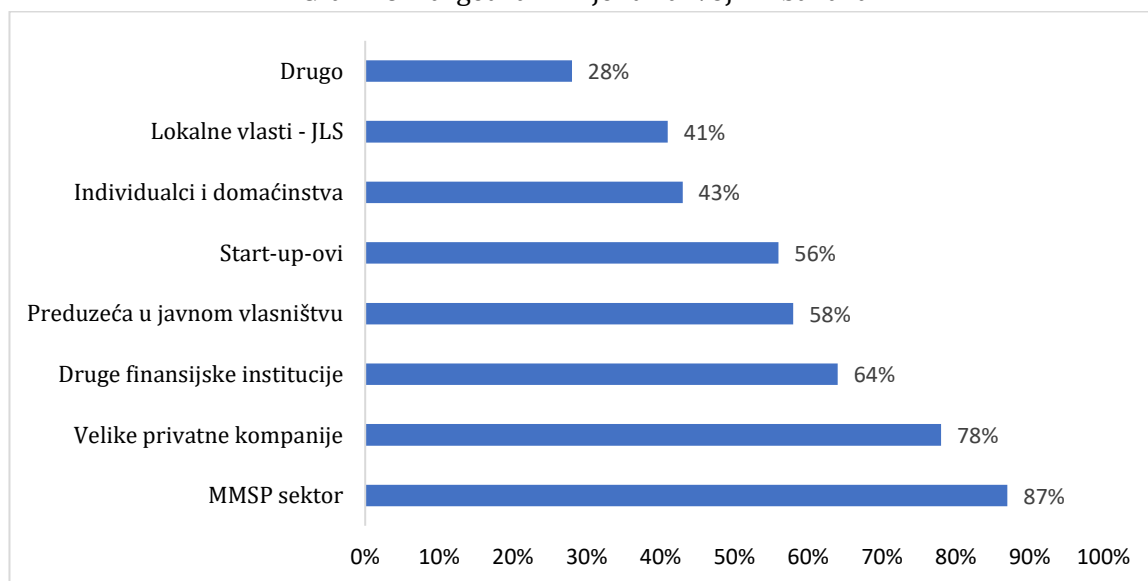
¹⁹⁵ Centralna banka Crne Gore, Bilten CBCG, Avgust 2023, str. 20; https://www.cbcbg.me/slike_i_fajlovi/fajlovi/fajlovi_publikacije/biltencbcbg/2023/bilten_avg_2023.pdf

¹⁹⁶ Uprava za statistiku (2024), nacionalni računi;

¹⁹⁷ European Investment Bank (2019). Assessment of EIB Support to SMEs Channelled via IDF, Completion Report prepared by Business & Finance Consulting, BDO, str. 3-5;

¹⁹⁸ Banka za razvoja Savjeta Evrope, CEB;

Grafik 6. Targetirani klijenti razvojnih banaka



Izvor: Svjetska banka, (2018), Anketa o nacionalnim razvojnim bankama, str. 26.

Kao što se može primjetiti, najveći dio razvojnih banaka finansira sektor MMSP (87%), dok najmanji dio finansira neke specifične, targetirane sektore koji se ne nalaze na spisku klijenata koji su standardni za razvojne banke. Što se tiče finansiranja ostalih finansijskih institucija, to podrazumijeva uglavnom indirektno finansiranje putem etabliranih finansijskih struktura uz operativnu maržu ili pružanje različitih vrsta garancija kako bi se uvećalo finansiranje određenog sektora privrede.

Neke banke finansiraju i potrošačke zajmove iako to nije standardno, poput Agro banke Malezije, Banco Estado (Čile) i Vijetnamske banke za socijalnu politiku.

Primjećuje se da zemlje sa nižim stepenom razvoja više finansiraju javni sektor, dok u razvijenijim zemljama razvojne banke uglavnom targetiraju privatni sektor i to uglavnom u onom dijelu koji nije interesantan komercijalnim bankama zbog većeg rizika, a kako je već prethodno objašnjeno.

Klijenti Investiciono-razvojnog fonda

IRF je odabrao pristup široke lepeze finansijskih instrumenata i programa podrške kako bi podržao sve osim velikih kompanija kojih u Crnoj Gori, kojih, prema posljednjim

podacima, ima 59¹⁹⁹, i koji uglavnom imaju obezbijeđeno finansiranje od komercijalnih institucija pod uslovima koji su znatno bolji nego oni prema ostatku privrede (niže kamatne stope i naknade, duži rokovi otplate kredita, mogućnost odabira fiksne kamatne stope kako bi kompanije mogle na sigurniji način da planiraju svoje buduće finansijske obaveze, paket aranžman sveobuhvatnog finansijskog opsluživanja²⁰⁰, grejs periodi,...). IRF nema mogućnost kreditiranja centralnog nivoa države, što u svakom slučaju nije praksa razvojnih finansijskih institucija, jer predstavlja teren za finansijske malverzacije, a pogotovu iz razloga što se dug IRF-a ne računa u ukupan državni dug,²⁰¹ te bi na taj način političari mogli na netransparentan način da finansiraju državni budžet i time ugroze finansijsku stabilnost.

Što se tiče fizičkih lica i domaćinstava, uglavnom se tu podrazumijevaju zajmovi ka poljoprivrednim domaćinstvima, što je i u portfelju IRF-a. IRF je jedina finansijska institucija koja finansira individualne male poljoprivrednike u Crnoj Gori. Međutim, razlog zašto banke izbjegavaju poljoprivrednike možemo tražiti i u nemogućnosti osiguranja tih kredita od strane osiguravajućih društava, čime se znato uvećava njihov rizik, ali i visoku neformalnost u vođenju finansijskih podataka, itd. Za ugrožene kategorije klijenata, IRF ima ulogu kreditnog signalizatora, kako je navedeno u poglavlju koje opisuje uloge koje RB imaju u finansijskom sistemu.

2.1.4. Modaliteti kreditiranja razvojnih finansijskih institucija

Kada je u pitanju poslovni model razvojnih banaka, postavlja se pitanje da li razvojne banke finansiraju svoje klijente ***direktno*** ili ***putem posrednika (indirektno)***. Shodno anketi SB, 10% razvojnih banaka finansiraju isključivo indirektnim putem, 40% isključivo direktno finansiraju svoje klijente, dok je polovina ispitanika odgovorilo da finansiraju putem oba modaliteta. Trend je da što su zemlje razvijenije, više razvojne banke idu ka modelu indirektnog finansiranja, što je u skladu sa postulatima ovog rada,

¹⁹⁹ Registrovanih aktivnih poslovnih subjekata u Crnoj Gori u 2023. godini, prema podacima statističkog biznis registra bilo je 54,094, od čega 99.3% su mala preduzeća, 0.6% srednja preduzeća i svega 59 velikih preduzeća sa preko 250 zaposlenih. (Uprava za statistiku (2024). Broj i struktura poslovnih subjekata u Crnoj Gori u 2023. godini, saopštenje; <https://www.monstat.org/cg/page.php?id=2236&pageid=98>);

²⁰⁰ Tzv. unakrsna prodaja.

²⁰¹ Sa druge strane, centralni nivo države odnosno sama država Crna Gora jemči bezuslovno i neopozivo na prvi poziv, bez izdavanja posebne garancije. Odgovornost Crne Gore je solidarna i neograničena (Član 4, Zakon o IRF-u).

a to je da komercijalne banke „ulaze“ na „tržište“ tek kad je rizik nizak ili nepostojeći i kada postoji izvjesnost u ostvarivanju profita.

Istovremeno, mogu se prepoznati prednosti i mane oba modela. Direktno finansiranje uglavnom nudi niže kamatne stope klijentima, ali i više operativne troškove, dok je kod indirektnog obrnuto, marže banaka podižu kamatne stope na više nivoe, ali banke posluju po modelu posrednika u finansiranju bez potrebe za različitim službama i brojem službenika, što snižava opšte troškove poslovanja. S druge strane, u literaturi se ističe da indirektno finansiranje donosi i dodatne prednosti, među kojima su mogućnost obuhvatanja većeg broja klijenata i niži nivo nenaplativih kredita u poređenju s maloprodajnim razvojnim bankama. Međutim, upitno je koliko je ovo vjerodostojno, znajući da komercijalne banke uglavnom imaju veću averziju ka riziku u odnosu na razvojne banke, što znači niži nivo NPL-a, ali i manji broj opsluženih klijenata. Dakle, niži NPL, a veći broj opsluženih klijenata su kontradiktorne kategorije same po sebi, jer veći broj opsluženih klijenata nužno vodi ka sve rizičnijim klijentima. Visoki agencijski troškovi²⁰² indirektnog kreditiranja znaju biti razlog za direktno kreditiranje²⁰³. Međutim, putem indirektnog finansiranja se izbjegavaju problemi državnog upravljanja što može dovesti efikasnijeg postizanja društvenih ciljeva RFI. Upotreba privatnih finansijskih subjekata kao agenata principala RFI-a je poseban primjer javno-privatne saradnje kompatibilne sa podsticajima²⁰⁴.

Treba imati u vidu i da profitni podsticaji privatnih banaka nastoje da umanje razvojni uticaj kreditiranih sredstava²⁰⁵. Glavni razlog za ovo je to što banke targetiraju najprofitabilnije projekte sa strane krajnjeg korisnika a ne one koji najviše doprinose ukupnom društvenom bogatstvu. Indirektni način kreditiranja IRF-a po principu „jedan pristup za sve“ je i u teoriji²⁰⁶ prepoznat kao najbolji zato što će klijenti tražiti finansijsku

²⁰² Agencijski troškovi nastaju kao rezultat sukoba interesa nalogodavca i agenta.

²⁰³ Fernandez-Arias, E. Jiajun, X. (2020) „*Effective Development Banking: Loans or Guarantees*“, International Research Initiative on PDBs and DFIs Working Groups, Working Paper 8, Peking University, Institute of New Structural Economics;

²⁰⁴ Fernandez-Arias, E., Sabel, C., Stein, E.H., Trejos, A., (2016) „*Two to Tango: Public-Private Collaboration for Productive Development Policies*“, Inter-American Development Bank;

²⁰⁵ Fernandez-Arias, E. Jiajun, X. (2020) „*Effective Development Banking: Loans or Guarantees*“, International Research Initiative on PDBs and DFIs Working Groups, Working Paper 8, Peking University, Institute of New Structural Economics;

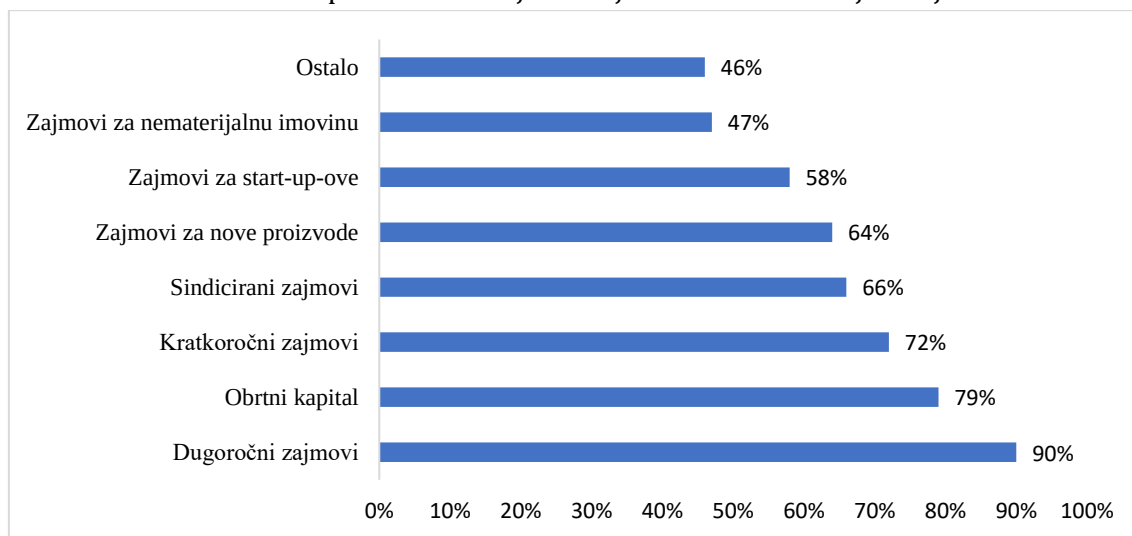
²⁰⁶ Fernandez-Arias, E. Jiajun, X. (2020) „*Effective Development Banking: Loans or Guarantees*“, International Research Initiative on PDBs and DFIs Working Groups, Working Paper 8, Peking University, Institute of New Structural Economics;

ponudu od više aktera, odabrati njima najbolju i samim tim se sredstva indirektnog kreditiranja koriste uz minimalnu profitnu maržu kreditora.

Proizvodi i usluge RB i RFI

U narednom tabelarnom pregledu navode se tipovi kredita koje razvojne banke nude svojim klijentima.

Grafik 7. Tipovi kredita koje razvojne banke nude svojim klijentima



Izvor: Svjetska banka, (2018), Anketa o nacionalnim razvojnim bankama, str. 30.

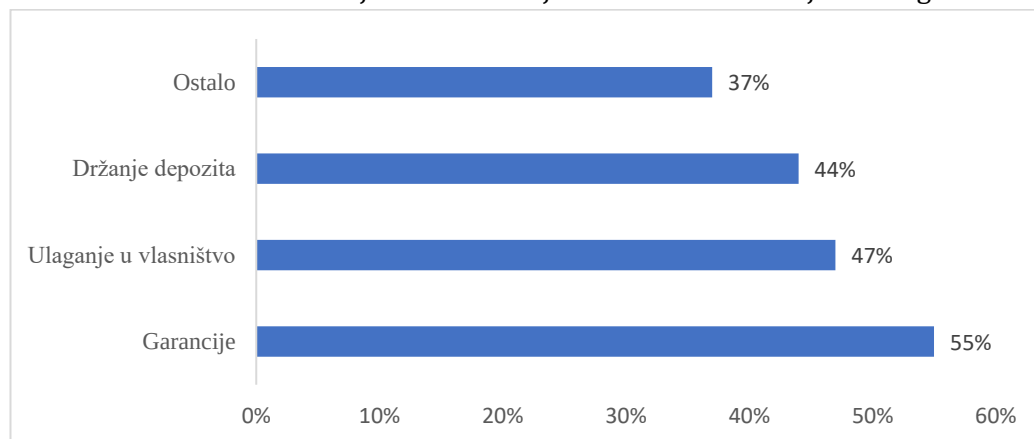
Kao što se može primjetiti, skoro sve razvojne banke nude dugoročne zajmove koji su neophodni za podsticanje razvoja, jer „oslobađaju“ velika finansijska sredstva koja mogu biti upotrijebljena pored inicijalne namjene i za dodatne investicione aktivnosti, ali i iz razloga što su investicioni projekti dužeg vremena implementacije kao i povrata same investicije.

Veoma veliki broj RB i RFI finansiraju start-up-ove kao i aktivnosti za uvođenje novih proizvoda, što jasno iskazuje visoku posvećenost podršci inovacijama, što čini restrukturiranje privrednih aktivnosti ka proizvodima i uslugama sa većom bruto dodatom vrijednošću odnosno većim doprinosom ukupnom nacionalnom bogatstvu.

Primjećuje se da veći broj RB i RFI u zemljama u razvoju podržava start-up-ove nego u razvijenijim zemljama, što je opet u skladu sa teorijskim postulatom ovog rada da razvojne banke podržavaju one segmente klijenata koji su visoko rizični, dok se privatni akteri uključuju na tržište tek kad postoji veća izvjesnost ostvarivanja profita.

Pored kreditiranja, kao osnovnog finansijskog proizvoda, RB pružaju širok spektar finansijskih proizvoda i usluga, kako pa tako više od 55% anketiranih RB nudi garancije za kredite, 47% ulaže u vlasništvo, 44% nudi držanje depozita i pruža druge finansijske usluge, kao što je i predstavljeno na sljedećem grafiku.

Grafik 8. Udio razvojnih banaka koje nude ostale finansijske usluge



Izvor: Svjetska banka, (2018), Anketa o nacionalnim razvojnim bankama, str. 30.

Pod „ostalim uslugama“ podrazumijevaju se naplata dugova, mikro-osiguranje i poslovi brokeraže imovine.

Dodatno, finansijski proizvodi i usluge koji se nude krajnjim korisnicima uključuju lizing finansiranje, učešće u transferu novca (platni promet), brokeraža prilikom izdavanja korporativnih obveznica, otvaranje štednih naloga krajnjih korisnika, FOREX trgovina valutnim parovima, elektronsko bankarstvo, ODA²⁰⁷ zajmovi, mobilno bankarstvo, usluge trust fondova, faktoring, finansijske usluge sa ciljem zaštite životne sredine, derivativna sekjuritizacija, zastupničko bankarstvo, usluge u vezi sa inicijalnom javnom ponudom akcija, te usluge prilikom merdžera i akvizicija (M&A services), trgovina derivatima, naplata potraživanja, mikro-osiguranje, usluge prodavanja različitih vrsta imovine itd.

Pored finansijskih proizvoda i usluga, veoma važan aspekt razvojnog bankarstva je i pružanje nefinansijskih usluga. U ove usluge spadaju konsalting usluge i obuke (55% RB), savjetodavne usluge i tehnička pomoć (41%) kao i usluge networking-a i povezivanja biznisa. Dakle, vrijednost razvojnih finansija nije samo u boljim uslovima finansiranja, već se ogleda i u nefinansijskim oblicima podrške privrednim subjektima.

²⁰⁷ Official development assistance – zvanična razvojna pomoć;

IRF je jedina finansijska institucija u Crnoj Gori koja, kroz saradnju sa različitim institucijama pruža ovakav vid podrške svojim klijentima. Tako recimo, kroz saradnju sa UNDP-om žene-preduzetnice dobijaju nefinansijsku podršku uspostavljanju svojih biznisa (konsalting, tutoring, mentoring i slično), dok je IRF zadužen za subvencionirano kreditiranje. Slična šema je razvijena i kroz saradnju sa Zavodom za zapošljavanje Crne Gore kada su u pitanju preduzetnici. Istovjetan mehanizam je zamišljen i kroz saradnju sa CEB-om gdje bi opštine / jedinice lokalne samouprave, pogotovu one administrativno ograničene, dobile tehničku pomoć kako bi osmislile, pripremile i dobile grant finansiranje za razvoj projekata lokalne infrastrukture kroz kapitalni budžet države, dok bi IRF bio zadužen da zaokruži održivu i povoljnu finansijsku strukturu kako bi došlo do implementacije i realizacije ovog tipa projekata.

RB i RFI takođe mogu igrati važnu ulogu u pomaganju prilikom strukturiranja složenih poslova, stvaranja novih kanala za mobilizaciju resursa privatnog sektora, pružanja tehničke pomoći i izgradnje kapaciteta firmi iz privatnog sektora i javnih institucija, kao i stvaranju i širenju (diseminaciji) znanja.

2.1.5. Cjenovna politika razvojnih finansijskih institucija

Cjenovna politika RB i RFI je bila predmetom kontroverzi od njihovog nastajanja iz razloga što neki smatraju da, ukoliko RB i RFI ponude ispod-tržišne kamatne stope, to može dovesti do ugrožene solventnosti samih RB i RFI, ali i do narušavanja konkurencije na finansijskom tržištu. Dodatne kritike ukazuju na činjenicu da razvojne banke mogu da dobiju državnu pomoć kada im je potrebna, što se takođe percipira kao narušavanje konkurencije na finansijskom tržištu.

Međutim, kako je i elaborirano u prvom poglavlju ovog rada, finansijsko tržište samo po sebi ima nekoliko tržišnih neuspjeha. Jedan od tih neuspjeha je i inverzna cjenovna politika u odnosu na ostala tržišta. Rizičniji, slabije-platežni klijenti dobijaju veću cijenu novca, dok manje rizični i bolje platežni klijenti dobijaju nižu cijenu novca. S obzirom na horizontalnu i sveobuhatnu prirodu kreditnog tržišta, ovakav metod dovodi do narušavanja konkurencije na finansiranim tržištima iz razloga što već etablirane kompanije imaju niže finansijske troškove što ih dovodi u bolji položaj u odnosu na početnike u biznisu. Tako recimo je prosjek kamatne stope prema „dobrim“ klijentima

čak i ispod nivoa samog EURIBOR-a²⁰⁸ kao referentnog minimuma. Ovo u suštini predstavlja prepreku u poslovanju koju finansijsko tržište, kao servis privrede, prenosi na tržišta roba i usluga. Stoga je veoma važna uloga RB i RFI koje nude povlašćene kamatne stope kreditno ograničenim segmentima klijenata, kako bi se uticalo na ovaj tržišni neuspjeh²⁰⁹ i ujednačila tržišna utakmica na finansiranim tržištima i ciljanim ekonomskim sektorima.

Dodatni važan teorijski postulat ovog naučnog rada je da upravo razvojne banke imaju ulogu i kontrolora efikasnosti alokacije sredstava kako bi se izbjegla monopolska renta koja povećava finansijske troškove privrede i samim tim utiče na sniženu konkurentnost i mogućnost izvoza i supstitucije uvoza. Ovo je pogotovo zastupljeno na manjim tržištima kao što je crnogorsko gdje postoji veća šansa za monopolizacijom tržišta kako zbog same prirode tržišta tako i zbog smanjenih institucionalnih kapaciteta za kontrolom konkurencije.

Ovaj rad ima za cilj da dokaže, barem kada su u pitanju mala kreditna tržišta sklona koncentraciji kao i tržišta nedovoljne finansijske razvijenosti, da uloga razvojnih banaka **doprinosi snažnijoj konkurenciji** na tržištu odnosno da povećava tržišnu efikasnost, a što će biti i dokazano u ekonometrijskom dijelu rada.

S obzirom da su razvojne banke aktivne i u domenu indirektnog finansiranja, važan mehanizam za doprinos snaženju konkurencije je i pružanje indirektnog finansiranja putem manjih banaka u sistemu koje uglavnom imaju skuplji kapital od većih, finansijski jačih banaka čime se ujednačava tržišna utakmica i na samom kreditnom tržištu.

2.1.6. Izazovi u radu razvojnih finansijskih institucija

Razvojne finansijske institucije imaju svoje određene specifičnosti koje čine da imaju kompleksniju ulogu u cilju ispunjenja svojih nadležnosti i mandata, što u krajnjem otežava njihovu finansijsku održivost odnosno solventnost. Neki od ovih problema su sljedeći:

²⁰⁸ <https://www.vijesti.me/kolumne/697841/o-kamatnim-stopama-u-crnoj-gori-prije-20-godina-i-danas> ;

²⁰⁹ Jedan od glavnih tržišnih neuspjeha koje RFI / RB targetiraju su situacije u kojima se ne finansiraju projekti visoke društvene vrijednosti. Društvena vrijednost investicije je njen zbirni prinos veći od cijene kapitala.

- **Visok nivo nekvalitetnih zajmova** – Anketa koju je radila Svjetska Banka 2017. godine pokazuje da su nivoi nekvalitetnih zajmova viši kod RB i RFI u odnosu na komercijalne banke (na kraju 2015. godine, 61% RB prijavilo je obim NPL manji od 5%, 32% anketiranih RB imalo je obim NPL između 5 i 30%, a 7% anketiranih RB imalo je nivoa NPL-a od preko 30% u odnosu na ukupni kreditni portfelj)²¹⁰. Kao što je već u ovom radu navedeno, glavni razlog za ovo je to što razvojne finansijske institucije servisiraju rizičniji dio klijenata koje komercijalne finansijske institucije odbijaju ili oklijevaju da finansiraju usljed visokog nivoa rizika. Dodatno, ovakvi projekti su manjeg obima te su samim tim nepoželjni sa strane profitabilnosti i odnosa uloženog rada²¹¹ i ostvarene dobiti. Da bi RFI bile finansijski održive one moraju diverzifikovati rizik portfelja kreditirajući i komercijalno održive projekte ili da budu efikasnije upravljane od strane komercijalnih banaka. Međutim, teško je da RFI pokaže bolje komercijalne performanse od privatnih zajmodavaca s obzirom da su to institucije koje nemaju konkurentski pritisak tržišta sa akcentom na efikasnost te kao institucije podložne političkom pritisku. Dakle, ukoliko RFI nijesu efikasnije od privatnih zajmodavaca, za očekivati je da RFI budu neodržive jer preuzimaju veći rizik i pružaju ispod-tržišne kamatne stope²¹². Takvo poslovanje iziskuje fiskalni trošak odnosno redistribuciju resursa od ostalih ekonomskih agenata pod patronažom suverena. Dakle, tradicionalni uslovi za uspješnu razvojnu banku su veoma ograničeni ukoliko se uzme u obzir finansijska održivost²¹³. Međutim, servisiranje rizičnijeg djela klijenata nije i jedini razlog visokog NPL-a, jer postoje razlozi kao što su inkompetentni menadžment,²¹⁴ ali i politički pritisak, neoptimalni agencijski troškovi itd. Istraživanje SB iz 2017. je pokazalo da veoma mali broj RB i RFI imaju visok NPL (7%) što govori da, kako u Crnoj Gori tako i u svijetu, poslovne banke imaju snažnu averziju rizika u ovom segmentu poslovanja i ne ulažu napore da privuku **marginalnog**

²¹⁰ I u prethodnom istraživanju Svjetske banke iz 2012. godine, od 90 RB iz 61 zemlje, 15% je prijavilo nenaplative kredite od preko 30% svog ukupnog kreditnog portfelja, dok 60% nije bilo održivo bez državnih transfera.

²¹¹ Nije velika razlika u radu kod odobrenja malih i velikih kredita, kod kojih je, istovremeno, znatno veća finansijska dobit.

²¹² Lucas, D. (2012) „*Valuation of Government Policies and Projects*“. Annual Review of Financial Economics 4, no. 1:39-58.

²¹³ Gutierrez, E. et al. (2011) „*Development Banks: Role and Mechanisms to Increase their Efficiency*“. World Bank Policy Research Working Paper.

²¹⁴ Prema anketi SB, u 51% anketiranih razvojnih finansijskih institucija su vladini predstavnici u bordu, koji mogu, ali i ne moraju, da imaju neophodna stručna znanja.

klijenta kako bi uvećale svoje poslovne prihode, već pored evidentne i značajne averzije rizika, nijesu zainteresovani ni da uvećaju operativne prihode obrade kredita, pogotovu za manje zajmove kakve traže mali i kreditno ograničeni učesnici na servisiranim tržištima. Između ostalog, ovo je jedan od razloga zašto se u Crnoj Gori procjenjuje visok jaz finansija za MMSP, do 16% vrijednosti BDP-a (procijenjeni deficit u finansiranju MMSP u odnosu na BDP, indikator za 2017. godinu)²¹⁵. Sa druge strane, u teoriji, visoki nivoi NPL-a idu na štetu poreskih obveznika, što ne odudara umnogome od velikih komercijalnih banaka koje su za pokrivanje gubitaka nad svojim zajmovima u mnogim slučajevima dobijale sredstva poreskih obveznika kako bi opstale, jer se smatraju sistemski važnim bankama. Klijenti tih kredita nijesu imali takav tretman od strane Vlada u dosadašnjoj praksi, već su oni pretrpjeli sav gubitak dereguliranih „kazino“ finansija. Gubici su bili socijalizovani.

- **Snaženje kapaciteta menadžmenta** – nadovezujući se na prethodnu tačku i pored navedenog, treba istaći da je potrebna znatno veća umješnost u postizanju održivosti ili/i profitabilnosti kada institucija mora u svom portfelju da obuhvati i rizičnije grupe klijenata. Iz ovih razloga neophodno je smanjiti politički uticaj kroz maksimalnu moguću objektivnost rezultata i profesionalizaciju menadžmenta u RB i RFI. Nadalje, jačanje kapaciteta menadžmenta i njihov visok nivo stručnih znanja i iskustva, pozitivno djeluju na smanjenje neprimjerenih političkih uticaja, koji mogu dolaziti. Drugim riječima, poseban izazov koji anketirane RB identifikuju je potreba za smanjenjem neprimjerenog političkog uplitanja. Konkretno, neke RB su smatrale da im je potrebna veća autonomija da bi mogli da izdrže neprikladan politički pritisak da daju kredite zajmoprimcima kojima nisu razmišljali da služe ili čija je spremnost da otplate bila upitna. Zalagale su se za veću autonomiju za svoj menadžment i mogućnost da kažu „ne“ kada bilo koji od njihovih partnera u izvršnoj vlasti vrši pritisak da preuzmu pretjerane rizike. Sa druge strane, mnoge RB su, tokom vremena „iskrivile“ tržišta, stvorile fiskalne pritiske ili dodijelile sredstva iz političkih razloga,

²¹⁵ World Bank (2017). MSME Finance Gap, Assessment of the Shortfalls and Opportunities in Financing Micro, Small And Medium Enterprises In Emerging Markets, IFC; https://documents1.worldbank.org/curated/en/653831510568517947/pdf/121264-WP-PUBLIC-MSMEReportFINAL.pdf?_gl=1*15aj46x*_gcl_au*MTkyMDE0MjY5Ny4xNzIyODkxOTYy

bez obzira na strukturu visokog rukovodstva. Veliki dio ovog lošeg učinka može se pripisati faktorima specifičnim za RB:

- *Povećan broj izvršno-nadređenih:* Vlasničke odgovornosti države često su podijeljene između resornih ministarstava, ministarstva finansija i drugih tijela. Sukobi između vlasničke funkcije države i funkcija kreiranja politike i regulatora mogu izložiti RB političkom miješanju.
- *Višestruki ciljevi:* Široki mandati često olakšavaju političko uplitanje i otežavaju držanje RB odgovornim, posebno kada je teže izmjeriti razvojne ciljeve.
- *Nelojalna konkurencija:* RB mogu dobiti preferencijalni tretman koji istiskuje finansijske institucije privatnog sektora.
- *Politizovani nadzorni odbori:* Neki nadzorni odbori su većinski sa nezavisnim članovima. Državni službenici u nadzornom odboru mogu da „štampaju” odluke koje donose njihovi nadređeni. Drugi politički namještenici mogu predstavljati zainteresovane strane sa suprotstavljenim agendama.
- *Slaba transparentnost, odgovornost i nadzor:* Bezuslovna podrška vlade može omogućiti RB i RFI da se izvuku sa lošim internim kontrolama i procesima, a njihova finansijska i nefinansijska transparentnost je često ograničena. U nekim slučajevima, nezavisnost spoljnih supervizora može biti ugrožena političkim pritiscima.

U tržišnoj ekonomiji, pretpostavka mora biti da postoje neizbježne slabosti upravljanja i podsticaja RB / RFI. Ukratko – neuspjesi javnog sektora, što ih čini inferiornom alternativom u odnosu na privatne banke, osim, eventualno, u slučajevima kada postoje tržišni neuspjesi.

- **Postizanje balansa u rukovođenju** – nadovezujući se na prethodne dvije tačke treba istaći da je neophodno postići balans između finansijske održivosti ili/i profitabilnosti i dovoljnog servisiranja ugroženih i rizičnijih grupa klijenata kako bi se opravdao jedan dio mandata razvojnih finansijskih institucija. Iz ovih razloga je neophodno da razvojne banke opslužuju širok segment klijenata što je dobro i sa strane kontrole konkurencije i efikasnosti ukupnog kreditnog kapitalnog tržišta. Tu se prepoznaje koncept „*unakrsnog subvencionisanja*“, kako bi nizak rizik dobrostojećih klijenata umanjio rizik koji nose ugrožene grupe.

- **Nedostatak fleksibilnosti u cjenovnoj politici** – 15% razvojnih finansijskih institucija je navelo da nemaju moć ili fleksibilnost za prilagođavanje kamatne stope njihovih kreditnih proizvoda da odražavaju profil rizika svojih klijenata. U principu, RB i RFI bi trebalo da imaju fleksibilnost u cjenovnoj politici svojih kreditnih proizvoda sopstvenom diskrecijom i analizom, na osnovu profila rizika pojedinačnih klijenata, a kako bi bile u stanju da pozajmljuju na održiviji način, pritom vodeći računa o zaštiti konkurencije na tržištima koje opslužuju. Međutim, treba imati u vidu neophodnu transparentnost kojoj teže RB i RFI kao institucije javnog sektora.
- **(Ne)adekvatan sistem za monitoring i evaluaciju** – RB i RFI treba da usvoje bolje okvire za monitoring i evaluaciju, kako bi im bilo omogućeno da bolje procjene ekonomski uticaj njihovog poslovanja, ispituju šta funkcioniše, a šta ne, i na kraju kvantifikuju i procjene svoj uspjeh u radu. Mnoge RB i RFI procjenjuju svoje performanse isključivo u finansijskim uslovima, fokusirajući se na njihovu stabilnost, profitabilnost, efikasnost i koeficijente isplate, baš kao što to rade privatne finansijske institucije, a ne ekonomske uticaje koji će imati. RB i RFI najčešće nemaju alate i analitičke sposobnosti da procjene svoj ekonomsko-razvojni uticaj u tržišnim nišama u kojima posluju²¹⁶. U ovom dijelu je važno napomenuti da IRF sarađuje sa EIB-om u poboljšanju svog okvira za monitoring i evaluaciju podržanih projekata.
- **Nemogućnost djelovanja u neadekvatnom regulatornom i sistemskom okruženju** – Kako bi RB i RFI bile u mogućnosti da ispune svoje mandate, neophodno je da postoji adekvatno regulatorno okruženje, kao i da su ispunjene strukturne politike i reforme u finansijskom sektoru za postizanje željenog rezultata. Uspjeh RB i RFI je takođe povezan sa sposobnošću vlada da razviju ekosistem finansijskih institucija, uključujući domaća tržišta kapitala koja služe potrebama različitih klijenata i na taj način omogućavaju klijentima RB i RFI da „diplomiraju“, odnosno da budu atraktivni, kako bi ih opsluživale i druge finansijske institucije. Međutim, na bazi dosadašnjih analiza, može se ocijeniti da je ovo veoma kontroverzno stanovište, jer dovodi u pitanje neophodnu tržišnu umješnost komercijalnih institucija koje bi ovim putem dobile „na tacni“ klijente koji se mogu finansirati, jer je neko to već dokazao.

²¹⁶ World Bank Group; World Federation of Development Financing Institutions. (2018). 2017 Survey of National Development Banks. World Bank Group, Washington, D.C., str.6;

To se kosi sa osnovnim principima tržišne ekonomije odnosno tržišnog fundamentalizma.

Na osnovu analize podataka prikupljenih istraživanjem, izvještaj Svjetske banke (2018) u sumarnim, zaključnim ocjenama, ističe sljedeće nalaze:

Prvo, iako RB imaju tendenciju da budu relativno male u smislu imovine, one su relevantne i vlade ih koriste za pružanje finansijskih usluga u sektorima ili regionima u kojima privatni finansijski posrednici ne nude finansijske usluge dovoljno. Na bazi trendova, evidentan je rast novih RB, kako u zemljama u razvoju, tako i u razvijenim zemljama, kako bi se proširilo finansiranje infrastrukture, obezbijedilo finansiranje za nove vrste ekološki prihvatljivih projekata i mobilizirala dodatna sredstva za postizanje širokog spektra razvojnih ciljeva. Jedna četvrtina anketiranih RB osnovana je u prethodnih 18 godina, nakon 2000. godine. U vrijeme pisanja ovog izvještaja, uspostavljao se FinDev, nova RB u Kanadi, a razmatralo se i osnivanje novih RB u drugim zemljama, kao što su Angola, Gana i Mjanmar.

Drugo, RB su veoma raznolike u smislu njihove veličine, finansijskog učinka, razvojnih ciljeva, poslovnih modela, aranžmana finansiranja i praksi upravljanja. RB funkcionišu u više privrednih sektora i tržišnih niša (npr. poljoprivreda, infrastruktura, međunarodna trgovina, stanovanje, turizam, energetika) i njihova sposobnost da dosegnu klijente u sektorima koje privatne finansijske institucije ne opslužuju u dovoljnoj mjeri čini ih relevantnim akterima u globalnoj razvojnoj agendi.

Treće, većina RB služi privatnom sektoru u njihovoj nadležnosti. Na pitanje koga vide kao svoje ciljne klijente, 87% RB-a je odgovorilo da prvenstveno ciljaju na mikro, mala i srednja preduzeća (MSP), dok 78% opslužuje velike privatne korporacije, a 64% finansiraju privatne finansijske posrednike, koji pozajmljuju sredstva od RB za dalje pozajmljivanje krajnjim zajmoprimcima ili koriste garancije koje RB izdaju za ublažavanje kreditnog rizika u svom kreditiranju. Pored obezbjeđivanja finansiranja, RB igraju važnu ulogu u strukturiranju novih poslova, stvaranju novih kanala za mobilizaciju resursa privatnog sektora, pružanje tehničke pomoći i izgradnju kapaciteta firmi iz privatnog sektora i javnih institucija.

Četvrto, RB se suočavaju s izazovima i mnoge je potrebno reformisati i ojačati. Iako se čini da neke RB ispunjavaju svoje političke mandate na održiv i inovativan način, drugi se bore da to učine. Manji broj anketiranih RB (5% anketiranih) generišu visoku količinu

nekvalitetnih kredita (isti premašuju više od 30% njihovog ukupnog kreditnog portfelja) koji potkopavaju njihovu dugoročnu solventnost i profitabilnost. Predstavnici vlade dominiraju u odborima 51% RB; u tim institucijama učešće „nezavisnih“ članova odbora je ograničeno ili nepostojeće. Druge RB nemaju dobro definisan razvojni mandat (strateški okvir i prioritete) i takmiče se sa privatnim finansijskim posrednicima ili čak istiskuju druge učesnike na tržištu. Rješavanje ovih izazova je ključno za poboljšanje performansi RB i ublažavanje distorzija koje oni mogu stvoriti.

Mnoge institucije koje su učestvovalе u ovom istraživanju navele su da se suočavaju sa različitim **izazovima** koji su detaljno predstavljeni. Za njih je najveći izazov i najvažniji prioritet jačanje sopstvenih kapaciteta za upravljanje rizicima s obzirom na prirodu njihovih poslovnih aktivnosti i činjenicu da služe klijentima koje privatne finansijske institucije nisu spremne služiti i preuzimaju rizike koje privatne finansijske institucije nijesu voljne da preuzmu. Postizanje prave ravnoteže u upravljanju rizikom je značajan izazov. Iako njihovi dioničari i supervizori zahtijevaju da RB budu finansijski zdrave, smanjenje rizika može doći na račun pružanja neadekvatne podrške sektorima kojima se očekuje da služe. Štaviše, 15% RB je navelo da nemaju moć ili fleksibilnost da prilagode kamatne stope svojih kreditnih proizvoda tako da odražavaju profil rizika svojih klijenata. U principu, RB bi trebale imati fleksibilnost da prilagode „cijene“ svojih kreditnih proizvoda obimu vlastitih diskrecionih prava i procjene, što treba biti zasnovano na profilu rizika pojedinačnih klijenata, čime povećavaju mogućnosti da ih kreditiraju na održiv način.

RB treba da usvoje bolje okvire za praćenje i evaluaciju koji treba da im omoguće da procijene ekonomski uticaj svojih poslovnih operacija, ispituju šta funkcioniše, a šta ne, i na kraju kvantifikuju i procijene svoj uspjeh. Mnogi procjenjuju svoje performanse isključivo u finansijskim uslovima, fokusirajući se na njihovu stabilnost, profitabilnost, efikasnost i obime isplata, baš kao što to rade privatne finansijske institucije, a ne fokusiraju se na ekonomske uticaj koji će imati. RB nemaju alate i analitičke sposobnosti za procjenu njihovog ekonomskog i razvojnog uticaja na tržišne niše u kojima djeluju, te treba da ih razvijaju.

Mnoge RB su navele da njihova konačna sposobnost da ispune svoje ciljeve zahtijeva da vlade uspostave strukturne politike i reforme u svojim sektorima, kako bi poboljšale poslovno okruženje i privukle investicije privatnog sektora. Pored navedenog,

uspjeh RB je povezan i sa sposobnošću vlada da razviju ekosistem finansijskih institucija, uključujući domaća tržišta kapitala, koja služe potrebama različitih klijenata i na taj način omogućavaju klijentima RB da se razviju do nivoa da ih opslužuju i druge finansijske institucije.

U zaključku se navodi da, s obzirom na važnu ulogu koju RB igraju, bolje razumijevanje njihove uloge i operativnih metoda je ključno za povećanje njihove djelotvornosti i doprinosa razvoju. Stoga se ovaj izvještaj Svjetske banke završava naglašavanjem potencijalnih područja za buduća istraživanja²¹⁷.

S obzirom da se okruženje u kom funkcionišu RB kontinuirano mijenja, njihovi mandati, ciljne grupe, finansijske usluge i način upravljanja se moraju periodično ispitivati i njihov rad je potrebno prilagođavati tim promjenama. Stoga je poželjno da RB imaju *periodične preglede mandata* kako bi se osiguralo da oni ostaju relevantni. Promjene u ekonomiji treba uzeti u obzir, a prilagođavanja uloga RB-a treba redovno razmatrati. Npr. potrebno je istraživati i kakav je životni ciklus RB-a i u kojoj mjeri one moraju postojati u različitim tipovima zemalja, bez obzira na fazu razvoja njihovog finansijskog sektora. Isto tako, neophodno je periodično analizirati koji problemi se mogu ispraviti aktivnostima RB-a i RFI-ja, a koji ne mogu. Kada intervencije RB-a nijesu efikasne, koje vrste vladinih intervencija su efikasnije? Koju specifičnu ulogu treba da imaju na svakom tržištu (npr. katalizator, onaj koji preuzima rizik, ili neka druga uloga)? Potrebno je više istraživanja kako bi se bolje razumjela uloga RB u savremenim uslovima polikrize i kako poboljšati njihov razvojni uticaj, uz ublažavanje neželjenih negativnih posljedica. Takođe je potrebno više rada na formulisanju boljih aranžmana i alata koji mogu učiniti vladine intervencije putem RB-a efikasnijim i prihvatljivijim za tržište.

Druga vrsta pitanja na koje treba obratiti pažnju je koji institucionalni oblik RB treba da usvoje, Koji su najbolji aranžmani upravljanja za izolaciju RB-a od neprimjerenog političkog uplitanja? Periodično istražiti i predstaviti dobre primjere, studije slučaja, banki koje su fokusirane na razvoj infrastrukture, banki za razvoj poljoprivrede, EXIM banki, onih koje su fokusirane na MMSP.

Treća oblast u kojoj bi više istraživanja bilo korisno jeste analiza efekata RB na šire, neekonomske ciljeve, te kako ih dizajnirati da minimiziraju distorzije na tržištima na kojima

²¹⁷ Op.cit., str. 44-46.

djeluju. To podrazumijeva i analizu intervencija RB i njihovo vrednovanje tokom vremena, nezavisnost i stručnost ocjene i izbor adekvatnog okvira za praćenje i evaluaciju.

2.2. Komparativna iskustva razvojnih finansijskih institucija zemalja EU i regiona

Komparativna iskustva razvojnih banaka regiona možemo analizirati kroz iskustva zemalja članica EU:

- Slovenija - Slovenačka izvozna i razvojna banka – Slovene Export and Development Bank – SID²¹⁸;
- Hrvatska - Hrvatska banka za obnovu i razvitak, HBOR²¹⁹; &
- Poljska državna razvojna banka (Bank Gospodarstwa Krajowego)²²⁰

kao i kroz iskustva zemalja regije:

- Sjeverna Makedonija – Razvojna banka Sjeverne Makedonije²²¹;
- Srbija – Fond za razvoj Republike Srbije.²²²

Navedenim sistemskim pristupom i komparativnom analizom, dolazimo do crnogorske razvojne i finansijske institucije – Investiciono razvojnog fonda.

Cilj procesa *benčmarkinga* odnosno uporedne procjene je da analiziramo koji je najbolji *modus operandi* odnosno koji su to standardi i najbolje prakse razvojnih finansijskih institucija u sličnim ekonomskim i institucionalnim okruženjima. Dakle, benchmarking je proces kojim se upoređuju metodi, funkcionisanje i rezultati poslovnih funkcija sa jednim ili više drugih organizacija²²³.

U ovom benchmarking procesu akcenat je stavljen na generalni pregled i okruženje, mandat i pravno okruženje, vlasništvo, nadzor i superviziju, korporativno upravljanje i upravljanje rizicima, kao i na uticaju na razvoj.

²¹⁸ <https://www.sid.si/node/48> ;

²¹⁹ <https://www.hbor.hr/> ;

²²⁰ <https://www.en.bgk.pl/>

²²¹ <https://www.mbdp.com.mk/>

²²² <https://fondzarazvoj.co.rs/>

²²³ <http://mcb.rs/recnik/benchmarking-uporedna-procena/> ;

S obzirom na značajnu raznolikost RFI širom svijeta, benčmarking zahtijeva pažljiv odabir odgovarajućih srodnih institucija i različitih dimenzija za poređenje. Različiti faktori su uzeti u obzir u ovom pogledu, uključujući veličinu, pristup i kontekst rada RB i RFI, kao što je opisano u prvom dijelu ovog poglavlja. Međutim, primarni naglasak je na identifikovanju prilično uporedivih RB i RFI koji su pokazali dobru praksu u nizu relevantnih aspekata IRF-u.

Kao prvi korak u analizi benčmarkinga, razvijen je set širokih kriterijuma za procjenu RB i RFI, zasnovanih na dobroj međunarodnoj praksi i koristeći dimenzije identifikovane u prvom dijelu ovog poglavlja. Sproveden je pregled literature, koji je uključivao različite studije međunarodnih institucija kao što su Svjetska banka, regionalne bilateralne i multilateralne finansijske institucije za razvoj, kao i Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj (OECD), kako bi se identifikovao odgovarajući skup dimenzija za poređenje.

Na osnovu pregleda literature, kriterijumi za odabir vršnjačkih odnosno srodnih RB su suženi na sljedeće elemente, kako slijedi:

1. *Okruženje* (pozadina i razvoj; tip institucije; misija, vizija i ciljevi; vlasništvo i aktivnosti);
2. *Mandat i pravni okvir* (Osnivački akti; jasnost mandata i razvojni cilj(evi); evaluacija mandata; dodatnost i uloga u odnosu na privatni sektor; jasna vladina strategija i eksterno učešće);
3. *Vlasništvo, uređenje u supervizija / nadzor* (uređenje državnog vlasništva; priroda supervizije i uređenja; odgovornost; transparentnost i aranžmani za monitoring);
4. *Korporativno upravljanje i upravljanje rizicima* (jasno definisane uloge i odgovornosti; sastav borda i nezavisnost; kapaciteti menadžmenta i zaposlenih; sistemi za upravljanje i procesi & finansijsko upravljanje i upravljanje rizicima);
5. *Finansijski i operativni učinak* (veličina organizacije; portfelj; proizvodi i cjenovnik; finansijska održivost i finansijske performanse (rezultati i racio pokazatelji / finansijski indikatori); &
6. *Uticaj na razvoj* (informacije o uticaju na razvoj; sistem za monitoring i evaluaciju; aranžmani za upravljanje performansama & eksterne evaluacije).

Na osnovu metodologije za poređenje sa vršnjačkim organizacijama, tj. benchmarking procesa, organizacije će biti sistematizovane na osnovu svake pojedinačne dimenzije iz odjeljka 2.1. Jedina dimenzija kroz koju se ne vrši poređenje je *procjena podsticajnog okruženja* (dimenzija 1), jer se ono odnosi na specifično makro-ekonomsko i institucionalno okruženje koje nije uporedivo i van je opsega ovog procesa benčmarkinga.

Svaki odjeljak / dimenzija i pod-odjeljak, sadrži tri elementa: pregled međunarodne dobre prakse po tom pitanju, poređenje prakse srodnih razvojnih finansijskih institucija i upoređivanje IRF-a sa srodnim institucijama prema standardima dobrog upravljanja.

2.2.1. Slovenačka izvozna i razvojna banka

Slovenačka izvozno-razvojna banka (Slovenska izvozna in razvojna banka, d.d., Ljubljana - SID Banka) je osnovana 22. oktobra 1992. godine kao slovenačka izvozna korporacija. Korporacija je radila u pogledu posebnog privatnog prava kako bi se obezbijedilo izvozno osiguranje i finansiranje.



Slika 1. Logo SID Banke

Nakon dobijanja bankarske dozvole Banke Slovenije 2006. godine, kompanija je pretvorena u specijalizovanu banku za promociju izvoza i razvoja. Dana 23. maja 2008. godine, Narodna skupština je usvojila novi zakon o osnivanju SID banke - Slovenački Zakon o izvozno-razvojnoj banci (ZSIRB).

SID Banka je dio grupacije SID banke, koja obuhvata:

- Kontrolnu kompaniju - SID - Slovenska izvozna in razvojna banka, d.d., Ljubljana (SID banka, d.d., Ljubljana), koja ima 221 zaposlenog na kraju 2023. godine²²⁴;

²²⁴ SID Bank (2024), Annual Report 2023, str. 10.
https://www.sid.si/sites/www.sid.si/files/documents/sid_bank_a_annual_report_2023.pdf

- Joint venture kompanija za pružanje usluga faktoringa - Prvi faktor, faktoring Družba, D.O.O., u kojem ima 50% udjela; Ova kompanija, sa troje podružnica, bila je u likvidaciji od kraja 2016. godine.
- Javni institut za poslovno i preduzetničko savjetovanje, Centar za međunarodnu saradnju i razvoj, Ljubljana, u kojoj ima 33% glasačkih prava (ali nema kapitala). Centar, ko-osnovan sa Vladom Slovenije, pruža makroekonomsku i političku analizu, procjene suvjerenih rizika i podršku za međunarodnu razvojnu saradnju.

Misija SID banke je razvoj dopunskih dugoročnih finansijskih usluga koje promovišu međunarodnu konkurentnost, otvaranje novih radnih mjesta i održivi razvoj. Njena vizija je da *"postane centralna javna finansijska institucija"*, promovišući rast slovenačke ekonomije kroz *"integrirano snabdijevanje finansijskim uslugama pored dopunskih usluga"*. Prema osnivačkom zakonu, Banka je bazirala svoju strategiju i poslovni model na dugoročnim razvojnim strategijama Evropske unije i Republike Slovenije. Takođe posluje u okviru EU i OECD smjernica.

SID banka je zelena banka, jedna je od prvih pokretača koncepta cirkularne ekonomije u Sloveniji, a danas je jedan od njenih ključnih igrača. Banka podržava ubrzanu i održivu tranziciju slovenačke privrede, te u tom kontekstu, ima dvije glavne uloge:

- *Nacionalna promotivna, razvojna i izvozna banka* u 100% vlasništvu Republike Slovenije, koja uz usluge bankarstva i osiguranja, promoviše konkurentnost slovenačke privrede i održivi razvoj: Banka pruža dugoročno finansiranje, sa rokovima otplate kredita u rasponu od 24 mjeseca do 20 godina. Može da finansira do 85% troškova projekta.
- *Agencija za izvoznju kreditnu sposobnost koja osigurava ne-tržišne rizike*²²⁵: Izvoz roba i usluga ekvivalentan je 83,5% BDP-a Slovenije u 2021. godini, a SID banka se procjenjuje na podršku 20% slovenačkog robnog izvoza.

²²⁵ Osiguranje izvoza od netržišnih rizika koje pružaju razvojne banke je mehanizam dizajniran da zaštiti izvoznike i investitore od gubitaka koji nastaju zbog političkih ili drugih netržišnih rizika u stranim zemljama. Ovi rizici mogu uključivati političku nestabilnost, promjene u zakonodavstvu, nemogućnost transfera valuta, i slične okolnosti koje nisu povezane s uobičajenim poslovnim rizicima kao što su tržišne fluktuacije.

Banka takođe pruža razne usluge u ime vlasti, kao agenta države odnosno komisiono obavlja poslove u ime i za račun Republike Slovenije²²⁶.

Programi finansiranja Banke obuhvataju sljedeće: finansiranje investicija za održivi rast slovenačkog turizma, finansiranje inovacija i digitalizacije, finansiranje održivih projekata i kompanija, finansiranje otklanjanja posljedica elementarnih nepogoda, program finansiranja obrtnog kapitala i investicija za kompanije svih veličina, finansiranje poslovanja i konsolidacija kapitala, finansiranje poslovanja MSP, finansiranje preduzeća za otklanjanje posledica ozbiljnog poremećaja u privredi, finansiranje projekata tehnološkog razvoja, finansiranje privrednih subjekata u oblasti drumskog saobraćaja, finansiranje iz sredstava Fonda SID banke (za finansiranje investicija u istraživanje, razvoj i inovacije, post-pandemijski oporavak, krediti za finansiranje projekata sveobuhvatne energetske obnove javnih zgrada za ESCO kompanije (Energy Saving Companies, Energy Efficiency Projects), krediti za finansiranje projekata urbanog razvoja za preduzeća; finansiranje kupaca u inostranstvu; finansiranje opština i opštinskih javnih preduzeća (opštine i javni sektor, energetska efikasnost i projekti urbanog razvoja)²²⁷.

2.2.2. Hrvatska banka za obnovu i razvitak

Hrvatska banka za obnovu i razvoj je razvojna i izvozna banka osnovana i u potpunosti u vlasništvu Vlade Hrvatske. Osnovana je u junu 1992. godine Zakonom o Hrvatskoj kreditnoj banci za rekonstrukciju za finansiranje obnove i razvoja hrvatske ekonomije.



Slika 2. Logo HBOR Banke

U decembru 1995. Banka je dobila svoje trenutno ime, Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR). U mandatu je dodato kreditno osiguranje izvoznih kredita. U decembru 2006. godine usvojen je novi Zakon o hrvatskoj banci za obnovu i razvoj (NN 138/06). Izmijenjen je 2013. godine aktom o izmjenama i dopunama Zakona o hrvatskoj banci za obnovu i razvoj (NN 25/13), što je povećalo veličinu Nadzornog odbora.

²²⁶ <https://www.sid.si/node/48>

²²⁷ <https://www.sid.si/dokumenti/financiranje>

HBOR je dio HBOR grupe. Njegove podružnice su Hrvatsko kreditno osiguranje D.D. (HKO), koji je u potpunosti u vlasništvu HBOR-a i Poslovni info servisi d.o.o. (PIS), koji je u potpunosti u vlasništvu HKO-a. Ove dvije kompanije čine Grupaciju Hrvatsko kreditno osiguranje (HKO Group). HKO osigurava kratkoročne potraživanja za trgovinu do 180 dana (do najviše 360 dana), dok PIS pruža kreditne informacije, procjenu kreditnog rizika i praćenje rizika oko odobrenih kreditnih ograničenja.

HBOR-a sprovodi strateške ciljeve Vlade Hrvatske odnosno osnovni cilj banke podsticanje razvoja hrvatske ekonomije i ona je u Vladinom 100% vlasništvu. Njena misija je da pruži proaktivnu podršku razvoju zemlje, a njena vizija je da podstakne inovacije i održivi rast ekonomije. Njen cilj je ojačati konkurentnost i uspjeh privrede kroz tri glavne uloge - pružanje kredita za infrastrukturu i MMSP, osiguranje izvoza i pružanje garancija. Takođe pruža savjetodavne i agencijske usluge (upravljanje fondovima trećih strana komisionim putem) i podržava razvoj finansijskog tržišta (HBOR je dio HBOR grupe).

Osnovne djelatnosti HBOR-a su sljedeće: finansiranje obnove i razvoja hrvatske ekonomije, sa posebnim fokusom na finansiranje infrastrukturnih projekata, podsticanje izvoza, podrška razvoju sektora malih i srednjih preduzeća, podsticanje zelene ekonomije i zaštite životne sredine, kao i osiguranje izvoza hrvatskih roba i usluga od netržišnih rizika. U maju 2024. godine, HBOR ima 428 zaposlenih.²²⁸

2.2.3. Poljska razvojna banka

Poljska državna razvojna banka (*Banka Gospodarstwa Krajowego - BGK*), osnovana je 1924. godine, kroz spajanje tri regionalne javne banke. U to vrijeme je pružala dugoročno finansiranje izdavanjem opštinskih, željezničkih i bankovnih obveznica, obezbjeđivala je zajmove lokalnoj vlasti i štednim institucijama i upravljala je vladinim sredstvima posebne namjene. Njene hartije od vrijednosti garantuje vlada.



Slika 3. Logo Poljske razvojne banke

²²⁸ <https://www.hbor.hr/tko-smo/16>

BGK je postao jedna od najvećih banaka u Poljskoj, ali im je poslovanje suspendovano između 1948. i 1989. godine. Nakon političke tranzicije, BGK je nastavila sa operacijama kao u potpunosti državna banka, koja uglavnom izdaje državne obveznice. Danas ima 2,320 zaposlenih, od kojih su 40% žene. Jedna je od pet najvećih nacionalnih razvojnih banaka u Evropi i jedina razvojna banka u Poljskoj. Održivi razvoj je jedan od ključnih stubova razvojne strategije banke 2021-2025. godine. Cilj Banke je da postane lider u programima održivog razvoja u poljskom finansijskom sektoru, odnosno da do kraja 2025. godine bude uključena u 20% najboljih evropskih banaka sa ESG rejtingom.

Ukupna podrška privredi u 2023. godini bila je 82,3 mlrd eura (356 mlrd poljskih zlota). Ta podrška doprinosi ostvarenju 12 od 17 UN ciljeva održivog razvoja u Poljskoj, posebno za SDG 7. Priuštiva i čista energija za sve, SDG 8. Dostojanstven radi i ekonomski rast, SDG 9. Industrija, inovacije i infrastruktura i SDG 11. Održivi gradovi i zajednice²²⁹.

Misija Poljske razvojne banke je da promoviše održivi socijalni i ekonomski rast i pruža usluge sektoru javnih finansija u Poljskoj. Njeni ciljevi uključuju podršku vladinoj ekonomskoj politici, socijalne i ekonomske programe i programe za promociju lokalnog i regionalnog razvoja u zemlji.

BGK je dio BGK grupe. Njene podružnice su Fond za ulaganje u kapital, *Fundusz Ekspansji Zagranicznej FIZ AN* (strani ekspanzijski investicioni fond za ulaganje u poljskom poslovanju), koji pomaže širenje poljskog poslovanja u inostranstvu i dvije visoke tehnološke investicione institucije osnovane 2021. godine: Vinci S.A., menadžer alternativnih investicionih kompanija i Vinci S.A. Hitech Asi S.K.A., alternativna investiciona kompanija. Grupa takođe ima kapital u različitim drugim fondovima. Krajem 2021. godine njen administrativni kapacitet je iznosio 1.885 pozicija sa punim radnim vremenom²³⁰.

²²⁹ BGK (2024). Integrated report 2023; https://integratedreport.bgk.pl/2023/assets/pdf/raport_2023_en.pdf

²³⁰ <https://www.en.bgk.pl/>

2.2.4. Razvojna banka Sjeverne Makedonije

Razvojna banka Sjeverne Makedonije A.D. Skoplje (DBNM, Development Bank of North Macedonia), ranije Makedonska banka za promociju razvoja A.D. Skoplje (MBDP), osnovana je 1998. godine kao jedina razvojna banka u Sjevernoj Makedoniji. Njen osnivački akt - Zakon o osnivanju MBDP-a iz 1998. godine, zamijenio je Zakon o MBDP-u iz 2009. godine, a izmjenama 2021. godine, Banci je dato novo ime i predviđeno je osnivanje garantnog fonda.



Slika 4. Logo Razvojne banke Sjeverne Makedonije

Razvojna banka Sjeverne Makedonije je akcionarsko društvo koje je u potpunosti u vlasništvu države. Vođena strateškim prioritetima svog jedinog akcionara, ima za cilj da promoviše konkurentnost, razvoj i izvoz, posebno finansiranje MSP-a. Njena misija je *"podržati stvaranje novih vrijednosti na osnovu znanja, kulturnog nasljeđa i prirodnih resursa koji imaju za cilj stalni i uravnotežen razvoj svih regiona u cijeloj Republici Sjevernoj Makedoniji"*. Banka je imala 61 zaposlenog u junu 2024. godine²³¹.

Ponuda usluga DBNM-a uključuje kreditiranje, garancije, osiguranje kredita i faktoring. Njeni glavni ciljevi su:

- Promovisanje izvoza pružanjem kredita i drugih oblika podrške (posebno su aktuelne kreditne linije ostvarene kroz podršku EIB 7 kreditne linije od 100 mil eura (za trajna obrtna sredstva i zelenu tranziciju, za investicije u MSP i zelenu tranziciju i za investicije za kompanije srednje kapitalizacije na putu zelene tranzicije – u oblasti ekonomije vođene znanjem, energije, ekologije, industrije, zdravlja, turizma i drugih usluga ; kao i kreditne linije AFD ukupne vrijednosti do 50 mil eura, za žensko preduzetništvo, zelene linije i digitalizaciju²³²); kreditiranje može biti i direktno, ali i preko poslovnih banaka;

²³¹Razvojna banka Sjeverne Makedonije (2024), Izveštaj i podaci na dan 30/06/2024; <https://www.mbdp.com.mk/mk/AboutUs/IzvestaiNaBankata/27>

²³² Francuska razvojna agencija (*Agence Française de Développement, AFD*) je javna finansijska institucija koja sprovodi zvaničnu politiku razvojne pomoći francuske vlade, te time podržava i ubrzava tranzicije u pravedniji i održiviji svijet,

- Podrška razvoju MSP-a pružajući finansiranje ulaganja; &
- Omogućavanje izvoznog osiguranja od kratkoročnog komercijalnog rizika, kao i od političkih rizika.²³³.

Razvojna banka Sjeverne Makedonije podržava sjeverno-makedonske veće spoljnotrgovinske firme kod poslova izvoza (one koje su u prethodnoj godini ostvarile min. 30% ukupnog prihoda kroz izvozne poslove), tako što im putem individualnih garancija omogućava lakši pristup finansijskim sredstvima, posebno u postpandemijskom periodu, obezbjeđivanjem dijela kolaterala za obezbjeđenje kredita. Izvori sredstava obezbjeđuju se iz posebnog Garantnog fonda, osnovanog iz sredstava Budžeta, vrijednosti 15 mil eura. Maksimalno se može obezbijediti individualna garancija do 50% vrijednosti kredita²³⁴.

Razvojna banka pruža i carinske garancije za obezbjeđenje carinskog duga za domaća preduzeća koja uvoze robu radi prerade i ponovnog izvoza prerađene robe, a podrška se kreće do nivoa 100% iznosa carinskog duga²³⁵.

2.2.5. Fond za razvoj Republike Srbije

Fond za razvoj Republike Srbije sa sjedištem u Nišu, osnovan je 2009. godine, Zakonom o fondu za razvoj RS (*lex specialis*), kao pravna nasljednica više javnih institucija od kojih je najstarija osnovana 1992. godine.



Slika 5. Logo Fonda za razvoj Republike Srbije

Fond za razvoj Republike Srbije, Niš osnovan je Zakonom o Fondu za razvoj Republike Srbije („Sl. glasnik RS”, br. 36/09, 88/10, 119/12 i 5/15). Na osnovu navedenog zakona, Fond je subjekt sa svojstvom pravnog lica, koji za obavljanje svoje djelatnosti obezbjeđuje sredstva iz: prihoda Fonda, budžeta Republike Srbije i drugih izvora u skladu sa zakonom.

fokusirajući se na projekte klimatskih akcija, očuvanja biodiverziteta, obrazovanja, urbanog razvoja, zdravlja i upravljanja. (<https://www.afd.fr/en>);

²³³ <https://www.mbdp.com.mk/>

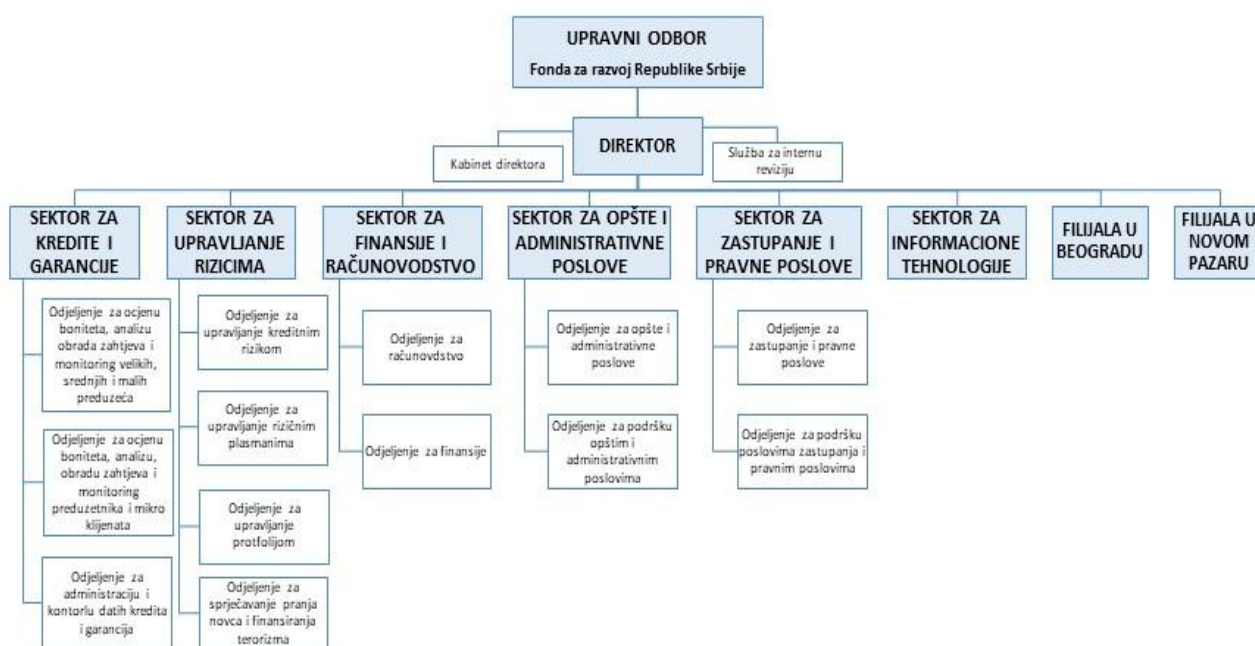
²³⁴ <https://www.mbdp.com.mk/en/Products/GaranciiProizvod/3>

²³⁵ <https://www.mbdp.com.mk/en/Products/GaranciiProizvod/2>

Sredstva Fonda se vode na posebnim računima Fonda i koriste se u skladu sa zakonom, statutom i programom rada Fonda, kog odobrava Vlada RS²³⁶.

Organizaciona struktura Fonda je klasičnog tipa bez nekog velikog odstupanja u odnosu na IRF, kao što je predstavljeno na sljedećoj šemi.

Slika 6. Organizaciona šema Fonda za razvoj Republike Srbije²³⁷



Fond ima i kancelariju (filijalu) u Beogradu i u Novom Pazaru i ima ukupno 77 zaposlenih. Organi Fonda su Direktor i Upravni odbor. Upravni odbor Fonda ima Predsjednika i do deset članova, a koji su ministri različitih resora u Vladi RS ili Državni sekretari ministarstava. Uglavnom se bave komisionim poslovima što i sami ističu, a što i pokazuje visoko učešće vanbilansnih stavki u okviru finansijskih izvještaja. Predsjednik UO mora biti Ministar regionalnog razvoja, finansija ili ministar nadležan za poslove privrede.

Cilj rada Fonda je razvoj privrede Republike Srbije kroz izdavanje kredita i garancija²³⁸, slično kao i IRF-u, preciznije kroz: podsticanje poslova pravnih lica i preduzetnika u Republici Srbiji, podsticanje zapošljavanja, podsticanje proizvodnje i

²³⁶ Fond za razvoj Republike Srbije (2024), Informator o radu, 19. jun 2024, str. 3.

²³⁷ Op.cit, str. 12.

²³⁸ Važno je napomenuti da ne mogu za isti pravni posao da se izdaju i kredit i garancija. Istovremeno, garancije se mogu izdati i drugim finansijskim institucijama.

podsticanje održivog i sveobuhvatnog razvoja. Po Statutu, imaju ulogu kreditne institucije. Fond ne može biti privatizovan preko 49% odnosno kontrolni paket akcija mora da ima Država. Imaju mandat rada sa privrednim subjektima iz privatnog sektora, sa privrednim društvima gdje „društveni kapital“ ne prelazi 40%²³⁹, ali i sa preduzećima u vlasništvu države (osim javnih preduzeća). Fond obavlja i poslovanje trgovine prvoklasnim hartijama od vrijednosti na berzi uz odobrenje Vlade Republike Srbije.

Fond za razvoj RS usvaja poseban Program rada kojim se definišu uslovi i kriterijumi po kojima Fond odobrava: kredite / izdaje garancije, reprogramme kredita, finansijsko restrukturiranje plasmana, unaprijed pripremljene planove reorganizacije i planove reorganizacije privrednih subjekata u postupcima stečaja, sporazumno izmirivanje obaveza kao i mogućnost prodaje prodaje traženja / ustupanja potraživanja uz nadoknadu. Po aktuelnom Programu, Fond za razvoj Republike Srbije svoju kreditnu aktivnost usmjerava na ostvarenje sljedećih ciljeva: podsticanje poslovanja pravnih lica i preduzeća u Republici Srbiji; podsticanje zapošljavanja; podsticanja procesa proizvodnje, posebno one namijenjene izvozu; podsticanje zaštite životne sredine; podsticanje ulaganja u digitalizaciju i primjenu novih tehnologija i podsticanje održivog i sveobuhvatnog razvoja²⁴⁰.

²³⁹ Fond za razvoj Republike Srbije (2024). Informator o radu, str. 22.

²⁴⁰ Službeni glasnik RS br. 104/23 – Program Fonda za razvoj Republike Srbije.

2.2.6. Pregled ključnih atributa izabranih razvojnih banaka

Na osnovu svega navedenoga, ključni atributi RFI / RB su definisani u tabeli ispod:

Tabela 4. Ključni atributi RFI / RB

1. Mandat i pravni okvir	2. Vlasništvo, uređenje i supervizija	3. Korporativno upravljanje i upravljanje rizicima	4. Finansijski i operativni učinak	5. Uticaj na razvoj ²⁴¹
Legislativa (osnivački akti) Jasnoća mandata i razvojni ciljevi Revizija (evaluacija) mandata ²⁴³ Dodatnost i uloga u odnosu na privatni sektor Jasna vladina sektorska strategija i obim djelovanja RB/RFI Eksterna participacija	Uređenje državnog vlasništva Tip nadzora i regulative Odgovornost(i) Transparentnost Tip monitoringa Državna pomoć	Jasno definisane uloge i odgovornosti Nezavisnost u radu Administrativni kapaciteti Sistemi upravljanja i procesa Upravljanje rizicima ²⁴⁴	Veličina ²⁴² Sastav portfelja Proizvodi i cjenovnik Finansijska održivost Finansijske performanse	Vektori uticaja na razvoj M&E sistem Aranžmani za upravljanje učincima (performansama) Eksterne evaluacije

Slijedi analiza ključnih atributa po izabranim RFI odnosno RB.

2.2.6.1. Mandat i pravni okvir

Dosadašnja teorija i principi dobre prakse u upravljanju RB i RFI nalaže ovim institucijama da imaju fleksibilan mandat koji se redovno revidira i prilagođava shodno stepenu razvoja finansijskog sistema u kome posluje. U suštini, RB i RFI treba da opslužuju segment klijenata čiji podržani projekti nose visoku društvenu korisnost, ali i stepen rizika koji privatni finansijeri nijesu spremni da prihvate, čime se kreira finansijski jaz u privredi. Ne manje važno, ovakvi projekti moraju da budu finansijski

²⁴¹ RF / RFI trebaju biti komplementarne komercijalnim bankama, ali da prate razvojnu strategiju zemlje.

²⁴² Istraživanje Svjetske banke kategoriziralo je RFI sa manje od milijardu američkih dolara imovine kao male, između 1 milijarde i 9,9 milijardi dolara kao srednje, 10 do 99 milijardi dolara kao velike, i iznad toga kao mega. RF / RFI treba da budu dovoljno velike da podstaknu rast i razvoj nacionalnih ekonomija, te dalju diversifikaciju djelatnosti i rast izvoza, ali da ne budu toliko "velike" da mogu uzrokovati sistemske rizike.

²⁴³ Od RB / RFI se traži da periodično vrše reviziju svojih osnivačkih akata, svoje misije i ciljeva.

²⁴⁴ Upravljanje rizicima, obuhvata identifikaciju i upravljanje rizicima na nivou pojedinačnog plasmana i portfolia RB; kao i upravljanje naplatom kredita, portfoliom i kolateralima; Posljednjih godina, sve je važnije i sprovođenje aktivnosti iz oblasti sprječavanja pranja novca i finansiranja terorizma;

održivi odnosno da omoguće pokriće troškova, te određeni povrat investicije. RB i RFI moraju da posluju na komercijalnim osnovama, ali da istovremeno pružaju duge rokove otplate sredstava koji bi bilo ročno usklađeni sa dugim perioda investicije finansiranih projekata. Mandat RB i RFI treba da obezbjedi i komplementarnost sa aktivnostima privatnog sektora, kako ne bi bilo preklapanja odnosno kako RB ne bi finansirale projekte nižeg rizika i visoke isplativosti, koje bi privatni finansijeri inače finansirali. Dakle, opseg djelovanja RB i RFI je značajno ograničen i izazovan, te mandat mora biti precizno usmjeren odnosno targetiran.

Jedna od ključnih uloga RB i RFI a koja mora biti integrisana u njihov mandat je i kontra-ciklično kreditiranje, koje je bilo na snazi tokom pada ekonomskih ciklusa 2008. i 2020. godine, pokazavši izvanredne rezultate širom svijeta²⁴⁵, o čemu je detaljnije elaborirano u dijelu 1.3. ovoga rada.

Mandat RFI treba da jasno naznači i modalitet poslovanja. Prednosti direktnog kreditiranja su veća mogućnost targetiranja neuspjeha tržišta kroz direktno poslovanje sa krajnjim korisnicima dok indirektno finansiranje može da smanji troškove i nivo rizika itd. Mandat RFI mora biti vezan i za akcioni plan razvojnih strategija kako bi efikasnije mogli da se prate učinci rada RFI i kako bi se povećala usmjerenost u poslovanju te samim tim bio jasno definisan i opus rada RFI.

Pregled srodnih RFI

Naredna tabela sumira principe dobrih praksi u vezi sa mandatom RFI analizirajući svakog od srodnika.

Tabela 5. Analiza mandata srodnika

Princip	Opis	RBSM	SID Banka	HBOR	BGK	Fond za razvoj republike R. Srbije
Jasnoća mandata	Mandat pravilno artikulisan, sa jasnim ciljevima	Jasno definisan mandat: MSP i izvoz	Jasan mandat sa principima dobrih praksi	Široki mandat: infrastruktura, mala i srednja preduzeća, osiguranje izvoza, garancije, savjetodavne usluge, razvoj finansijskog tržišta	Veoma širok mandat, ali izdaje trezorske obveznice i upravlja posebnim fondovima	Jasno definisan mandat: podrška ekonomskom razvoju kroz finansiranje MSP, start-upova i ruralnih područja

²⁴⁵ Griffith-Jones, S., Barrowclough, D. & Mishra, V. (2023). "Counter-cyclical Responses: How Development Banks helped the Covid-19 Recovery, and Lessons for the Future. AFD Research Papers, , 2-27. <https://www.cairn-int.info/journal--2023-290-page-2.htm>.

Pregledi mandata	Redovni pregledi uloge i uticaja, kako se privatni sektor razvija	Novi osnivački zakon 2009; izmijenjen 2021	Novi osnivački zakon 2008; izmijenjen 2020	Novi osnivački zakon 2006; izmijenjen 2013	Novi osnivački zakon 2006; izmijenjen 2021	Zakon inicijalno donešen 1992. godine, pretrpio više izmjena
Komercijalni principi	Pridržava se dobre bankarske prakse i principa	Obavezana da posluje prema komercijalnim principima	Potrebno je pratiti dobru međunarodnu bankarsku praksu	Mora se rukovoditi bankarskim principima	Nije zakonski propisano, ali principi za upravljanje sredstvima utvrđeni podzakonskim aktom	Nije obavezana da posluje na komercijalnim principima, rad se kombinuje sa elementima razvoja i ekonomske politike države. Praćenje dobrih međunarodnih praksi.
Dodatnost	Komplementarno privatnom finansiranju; prvenstveno indirektno kreditiranje	Obavezno da se ne takmiči Primarno indirektno (~90%)	Obavezno da se ne takmiči Mora se fokusirati na specifične tržišne praznine	Ima sporazume o saradnji i podjeli rizika sa privatnim sektorom	Nije zakonski obavezno, ali BGK pruža sindicirano finansiranje i drugu podjelu rizika	Zakonski okvir koji reguliše Fond prepoznaje njegovu specifičnu ulogu u podršci ekonomskom razvoju, koja se razlikuje od komercijalnog bankarstva već je akcenat na dodatnosti. Sarađuje sa komercijalnim institucijama.
Odgovara-jući obim	Dovoljno veliki da diverzifikuje, ali ne predstavlja sistemski rizik	Mala RFI, fokusiran; garantna funkcija interna	Srednja RFI; izvozno kreditna funkcija interna	Srednja RFI; funkcija osiguranja u podružnici	Velika RFI, sa nekoliko podružnica i fondova	Mala RFI, centralizovana, dostupnost uvećana digitalnim kanalima i putem partnera.

Benčmarking IRF-a

Zakon o Investiciono razvojnom fondu, *lex specialis*, donešen je 2009. godine i izmijenjen 2010., 2017. i 2023. godine²⁴⁶. Pravni mandat IRF-a je širok, što nije neobično. On pruža obim i fleksibilnost IRF-u da preusmjeri svoje aktivnosti kada se njegovo okruženje promijeni. Međutim, konkretna uloga Fonda u finansijskom sektoru i njegovi

²⁴⁶ Zakon o Investiciono razvojnom fondu Crne Gore, Sl.list CG br. 88/09, 40/10, 80/17 i 123/23.)

očekivani razvojni rezultati (ili uticaj) nisu jasno navedeni, a Zakon ne precizira potrebu da IRF katalizira privatne finansije (tzv. *crowding in* efekat). Važno je napomenuti da je u finalnoj fazi ovog istraživanja, IRF u procesu transformacije iz RFI u RB, čime će se izmiješiti i mandat institucije, te ići prema značajnom proširenju i produbljivanju, kako je ranije navedeno.

2.2.6.2. Vlasništvo, uređenje i supervizija

Interakcija između države i državne razvojne institucije odnosno razvojne banke se odvija kroz tri prizme:

1. Država je *vlasnik* RFI, u potpunosti ili djelimično. Vlasnička funkcija ima za cilj da osigura da se RFI pridržava svog mandata, da bude stabilna i profitabilna i da ne predstavlja fiskalni rizik.
2. Država postavlja *regulatorno okruženje* za RFI i ostatak privatnog sektora. Ovo uključuje političke i finansijske parametre.
3. Treća dimenzija je *supervizija*, koja se bavi stabilnošću finansijskog sistema, ulogom RFI u sistemu i njenom pridržavanjem finansijskih standarda.

Kombinovana vlasnička i nadzorna uloga države stvara potencijalni sukob interesa koji je teško riješiti. Država donosi pravila koja regulišu poslovanje subjekta u kome ima finansijski interes. Ovo stvara podsticaj za nju da prilagodi pravila podršci sopstvenom entitetu, na štetu privatnog sektora. Iskustvo pokazuje da to doprinosi lošim ishodima. Smjernice korporativnog upravljanja za državna preduzeća OECD-a²⁴⁷ zahtijevaju od države da obezbijedi da njena vlasnička uloga ne naruši njene političke odluke. U idealnom slučaju ove uloge treba da obavljaju različiti djelovi vlade. Najbolja praksa je kretanje ka centralizovanoj vlasničkoj funkciji i nezavisnom spoljnom supervizoru, po mogućnosti bankarskom regulatoru. Mnoge države, kao što su Švedska, Finska, Francuska i Poljska, imaju vlasnička pravila koja određuju kako država stupa u interakciju sa preduzećem (kako bi spriječila političko miješanje).

Vlasništvo i akcionarsko predstavljanje

²⁴⁷ OECD (2015). Smjernice korporativnog upravljanja za preduzeća u državnom vlasništvu; https://www.oecd.org/hr/publications/smjernice-oecd-a-za-korporativno-upravljanje-u-poduzecima-u-drzavnom-vlasnistvu_45a716e6-hr.html

Dobra praksa zahtijeva od vlade da identifikuje predstavnika akcionara (*Shareholder Representative*), koji je isključiva tačka kontakta između države i predsjednika nadzornog odbora RFI. Posjedovanje jednog predstavnika dioničara smanjuje miješanje u aktivnosti RFI i izbjegava problem suprotstavljenih uputstava različitih djelova vlasti. U mnogim zemljama, predstavnici akcionara su ministri finansija, privrede ili trgovine, ili komitet koji se sastoji od relevantnih ministara. Švedska, Singapur, Poljska i Čile imaju jedinstvene predstavnike akcionara, dok Grčka, Italija, Koreja i Novi Zeland imaju zajedničke predstavnike, od kojih je jedan generalno ministar finansija. (OECD se zalaže za jednog predstavnika akcionara.) Predstavnika akcionara može podržati stručno osoblje, kao u Ujedinjenom Kraljevstvu i Francuskoj.

Funkcije predstavnika akcionara uključuju sledeće:

- Usvajanje statuta nadzornog odbora, određujući očekivanja, dužnosti i mandate.
- Postavljanje finansijskih i nefinansijskih ciljeva za nadzorni odbor, u skladu sa strategijom Vlade.
- Odabir članova nadzornog odbora na osnovu vještina i kompetencija, osiguravajući da većina bude nezavisna.
- Odobravanje godišnjeg poslovnog plana i strategije RFI.
- Ocjenjivanje učinaka RFI.
- Mijenjanje nadzornog odbora ako nijesu ispunjeni ciljevi postavljeni za RFI.
- Koordinacija aktivnosti različitih RFI, ako je primjenjivo.
- Saopštavanje o promenama u politici (npr. kada je potrebno anticiklično kreditiranje), itd²⁴⁸.

Zakonodavstvo i regulativa

Oko ¾ svih RB i RFI u svijetu su osnovane u skladu sa lex specialis-om, poput IRF-a, dok je ostatak osnovan kao privredno društvo.

Dobra praksa zahtijeva da regulativa o osnivanju RB / RFI utvrdi sljedeće:

- Pravni oblik, misija, ciljevi i mandat RFI

²⁴⁸ Gutierrez, E., Heinz P. Rudolph, H.P., Homa, T., Beneit B. (2011). Development Banks, Role and Mechanisms to Increase their Efficiency, World Bank Policy Research Paper no. 5729, str. 25-32. https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/20501/1/FC_Policy%20Research%20Working%20Paper_210_119_P_BD.pdf

- Način finansiranja, sva ograničenja u prikupljanju sredstava, obaveza države u pogledu finansiranja i zahtjev o finansijskoj održivosti
- Prudencijalni standardi i zahtjevi za računovodstvo i reviziju
- Vlasnička i nadzorna uloga vlade, uključujući identifikaciju predstavnika akcionara
- Nezavisnost nadzornog odbora
- Kriterijumi za članstvo u nadzornom i upravnom odboru
- Posebni standardi za operacije, gdje je potrebno
- Kriterijumi učinka i način ocjenjivanja
- Kriterijumi kada je potrebno ovlašćenje ili odobrenje od strane zakonodavnog tijela
- Zahtjev za redovno izvještavanje o strategiji i rezultatima.

Većina RFI podliježe specifičnim zahtjevima korporativnog upravljanja, bilo za entitete u državnom vlasništvu ili za finansijske institucije uopšte. Mnoge RFI jednostavno potpadaju pod zahtjeve korporativnog upravljanja svojih zakona o bankama, uz naglašene izuzetke.

Supervizija / Nadzor

Nadzorna funkcija RFI treba da bude odvojena i nezavisna od vlasničke uloge.

Istraživanje Svetske banke (2018) o RFI ukazuje na „široki međunarodni konsenzus“ da RFI u državnom vlasništvu budu predmet finansijske regulative i nadzora. To je zato što prudencijalni nadzor od strane ministarstva ili entiteta koji daje politiku i strateške smjernice za RFI izaziva nekoliko problema:

- Malo je vjerovatno da će imati dovoljno kapaciteta i stručnosti da prate i procjenjuju rizike, npr. kreditnog portfelja.
- Sukob interesa može nastati u slučaju finansijskih problema, koji bi mogli rezultirati regulatornim uzdržavanjem od strane entiteta.
- Entitet bi mogao biti podvrgnut neopravdanom političkom pritisku.

Mnoge zemlje se kreću ka regulaciji bankarskog supervizora, s obzirom na njegovu relativnu nezavisnost, stručnost i sinergiju informacija. Dodatno, nadgledanje RFI pomaže mu da prati sistemski rizik. Istraživanje Svjetske banke iz 2018. pokazuje da preko 70% RFI širom svijeta nadgleda bankarski supervizor.

Glavno pitanje iz oblasti nadzora rada RFI je da li im tretman treba biti sličan sa komercijalnim finansijskim institucijama. Međutim, u određenim aspektima nadzor rada RFI mora biti snažniji u odnosu na privatne RFI. Razlozi su sljedeći:

- RFI se suočavaju sa većim sistemskim rizicima u sektorima koje finansiraju, kao što su stanovanje, poljoprivreda i mala preduzeća, i imaju manje mogućnosti za diversifikaciju.
- Menadžerski podsticaji se pogoršavaju u okruženju niske transparentnosti, političkih veza i vladinih garancija.
- Mnoge RFI su velike i od sistemskog značaja, a njihov neuspjeh može dovesti do ogromnih fiskalnih gubitaka, pa čak i poremetiti važne sektore, kao što je poljoprivreda.
- Reforme upravljanja predstavljaju izazov u slabom institucionalnom okruženju, efikasnost korektivnih mjera je upitna, a intervencija supervizora može biti politički osjetljiva.

Razvio se međunarodni konsenzus da bi RFI trebalo da podliježu istim propisima i standardima nadzora kao i privatne finansijske institucije, uključujući standarde solventnosti, likvidnosti, upravljanja, računovodstva i transparentnosti, kako bi se osigurali jednaki uslovi. Tretiranje RFI kao banaka promoviše fer odnos, ili „konkurentsku neutralnost“ između njih i komercijalnih banaka, izoluje RFI od političkog uplitanja i podstiče ih da unaprijede svoje upravljanje. Takođe nameće finansijsku i fiskalnu disciplinu i omogućava supervizoru da kontroliše velike izloženosti ka ostatku finansijskog sektora.

Međutim, neki aspekti regulacije zahtevaju „labaviji“ pristup. Zahtjevi za kapitalnom adekvatnošću, na primjer, treba da uzmu u obzir razvojnu ulogu RFI, posebno u anticikličnom kreditiranju. U praksi, prudencijalni standardi o ovim pitanjima nastaju kroz konsultativni proces. Međutim, proces postavljanja standarda, sami standardi i njihova primjena treba da budu transparentni i kredibilni. Kada RFI dožive finansijske probleme ili ne ispune zahtjeve, regulator treba da ima pravni kapacitet da preduzme korektivne mjere.

Više od polovine RFI u Evropi su predmetom potpune bankarske supervizije, dok su izuzeća uglavnom vezana za oblast uzimanja depozita, bankrotstva, kao i u vezi sa određenim porezima i nametima. Zbog većeg uticaja na finansijsku stabilnost, veći je

nadzor nad RFI koje uzimaju depozite. Većina RFI u Evropi su takođe i predmetom regulative u vezi sa državnom pomoći.

Naredni tabelarni pregled prikazuje ključne principe dobre prakse za vlasništvo, regulisanje i nadzor RFI za koje su informacije bile dostupne, i poredi vršnjačke institucije u smislu ovih principa. Jedan važan princip vlasništva, koji omogućava punu operativnu autonomiju, istovremeno osiguravajući da se RFI pridržava svog mandata, nije mogao biti procijenjen na osnovu javnih informacija i stoga je isključen iz tabele.

Tabela 6. Analiza vlasništva, uređenje i supervizija srodnika

Princip	Opis	RBSM	SID Banka	HBOR	BGK	Fond za razvoj republike Srbije
Vlasničko predstavljanje	Predstavnik jednog akcionara	Predstavnici ministarstava u Odboru	Ministarstva finansija i ekonomije	/	Ministar finansija (ostala ministarstva zastupljena u odboru)	Predstavnici ministarstava u odborima
Adekvatno osnivačko zakonodavstvo	Jasna pravna forma, jasna definicija drugih važećih zakona i propisa	Lex specialis Zakon o bankama	Lex specialis Zakon o bankama Zakon o osiguranju Zakon o privrednim društvima propisi EU	Lex specialis Zakon o bankama Zakon o privrednim društvima Izuzeća propisana Zakonom o HBOR-u	Lex specialis Zakon o bankama Izuzeci koje postavlja nadzornik propisi EU	Lex specialis Zakon o privrednim društvima Zakon o javnim preduzećima Međunarodni ugovori i sporazumi
Zahtjevi za državnu pomoć	Usklađenost sa EU i nacionalnim zahtjevima	Mali krediti ali unapred odobrenje programa	Utiče na donju granicu kamatnih stopa na programe	Osnivački zakon određuje poštovanje zakona o državnoj pomoći	/	Osnivački zakon određuje poštovanje zakona o državnoj pomoći
Nezavisni nadzor	Nezavisni nadzornik	Bankarski supervizor	Bankarski supervizor	Bankarski supervizor	Bankarski supervizor	Nadzor Ministarstva privrede
	Prudencijalni standardi	/	/	/	/	/

Benchmarking IRF-a - vlasništvo, uređenje i supervizija

IRF, pored svog *lex specialis*-a, kao akcionarsko društvo, prvenstveno potpada pod Zakon o privrednim društvima, a ne Zakon o kreditnim institucijama. Sa druge strane, vršnjačke institucije sa kojima se vrši proces upoređivanja spadaju pod Zakon o bankama. U slučaju RBSM, npr. zakon o bankama se bavi raznim pitanjima, kao što su sastav nadzornog odbora i kriterijumi za njegov izbor, funkcija uprave (ili upravnog odbora), kriterijumi i procedure otpisa, transparentnost i bankarske tajne, nivoi naknada i sl. Uopšteno govoreći, RFI imaju koristi od toga što su pod istim zakonom kao i komercijalne finansijske institucije. Ovo, međutim, zahtijeva da se izuzeća iz zakona jasno navedu.

Druga oblast za zabrinutost je nadzor. IRF je od 2018. godine pod nadzorom Centralne banke Crne Gore, na sličan način, ali sa manje skrutinizacije u odnosu na komercijalne banke. Glavni izuzetak je niži koeficijent adekvatnosti kapitala – član 12b Zakona o IRF propisuje koeficijent od 8%, u odnosu na 10% za poslovne banke. Kao što je napomenuto, ovo je dobra praksa, ali odnos između RFI i bankarskog supervizora često nije jednostavan: RFI zahtjeva regulativu koja na adekvatan način odražava njene različite uloge vezane za razvoj, posebno kontrakličku ulogu, a bankarski supervizor treba da zaštiti bankarski sistem protiv nepotrebnih rizika. Neke RFI su zabrinute zbog prekomjerne regulacije od strane bankarskog supervizora i mogućeg previše revnosnog sprovođenja zahtjeva kontrole na štetu njihovih razvojnih ciljeva. Međutim, s obzirom na to da RFI imaju različite uloge i rade u različitim okruženjima, ne postoji jedinstven skup dogovorenih nadzornih aranžmana (npr. prudencijalni standardi) za ove institucije. Ovo treba da bude dogovoreno kao dio konsultativnog procesa između RFI i bankarskog supervizora.

2.2.6.3. Korporativno upravljanje i upravljanje rizicima

Ovaj odjeljak razmatra odabrane aspekte upravljanja, počevši od uloge odbora i upravljačke strukture. Zatim se prelazi na pitanja interne kontrole, sa fokusom na upravljanje rizikom i transparentnost.

Aranžmani odbora i upravljanja

Najbolja praksa zahtijeva da RFI obavlja svoju funkciju nezavisno od vlade, uz punu operativnu autonomiju i bez političkog uplitanja. Kao što je navedeno, vlade mogu biti u iskušenju da koriste RFI kako bi izbjegle budžetski nadzor i pružile pokroviteljstvo

određenim biračima. Stoga, upravljanje RFI treba da bude snažno, nezavisno i barem u skladu sa najboljom praksom privatnog sektora.

Članovi nadzornog odbora ostaju odgovorni vladi, ali se od njih traži da postupaju u najboljem interesu RFI. U idealnom slučaju, nadzorni odbor bi trebao biti funkcionalno nezavisan od vlade.

Svi državni službenici treba da budu u manjini u odboru i da imaju slične vještine i ista ovlašćenja kao i drugi članovi odbora. U nekim slučajevima, prisustvo ministarstva finansija u nadzornom odboru može biti od koristi, kako bi se smanjili finansijski rizici za vladu. Članove nadzornog odbora treba birati na osnovu njihove kompetentnosti, objektivnosti i integriteta. U osnovi, kriterijumi „prikladnosti i ispravnosti“ za imenovanje nadzornog odbora trebalo bi da budu u skladu sa kriterijumima finansijskih institucija privatnog sektora.

Proces imenovanja članova odbora treba da bude transparentan i zasnovan na jasnim i objektivnim kriterijumima kako bi se osiguralo da članovi nadzornog odbora imaju temeljno razumevanje finansija, trgovine, vladine politike i/ili razvojnih potreba zemlje.

Funkcije nadzornog odbora su sljedeće²⁴⁹:

- imenovanje i rezrješenje glavnog izvršnog direktora i izvršnog rukovodstva
- procjena njihovog učinka na godišnjem nivou
- utvrđivanje i praćenje strategije, u skladu sa ciljevima koje je postavila vlada
- postavljanje indikatore učinka i standarda za RFI
- ocjena učinaka RFI na godišnjoj osnovi
- odobravanje važnih politika i strategija
- nadgledivanje interne kontrole (fiducijarne dužnosti)
- osigurati pošteno objavljivanje učinka
- sprovesti godišnju samoevaluaciju rada nadzornog odbora

Izvršno rukovodstvo ili upravni odbor RFI treba da bude izabran u transparentnom procesu i na osnovu jasnih opisa poslova i kriterijuma potrebnih vještina. Menadžment je odgovoran nadzornom odboru (ne vladi) za učinak organizacije, ali treba da ostane nezavisan od nadzornog odbora za svakodnevne operacije.

²⁴⁹ Thorne, J. (2011). A framework for successful development banks. Development Bank of Southern Africa, Development Planning Division. Working Paper Series No. 25

Pregled srodnih RFI

Naredna tabela sažima odabrane principe dobre prakse za odbor i menadžment RFI i ocjenjuje svakog od srodnih RFI u smislu ovih principa.

Tabela 7. Pregled vršnjačkih aranžmana odbora i upravljanja

Princip	Opis	RBSM	SID Banka	HBOR	BGK	Fond za razvoj republike R. Srbije
Nezavisan, kvalifikovan odbor	Većinski nezavisni odbor; nezavisnost predsjedavajućeg	Odbor nije nužno većinski ili funkcionalno nezavisan	Odbor nije nužno većinski ili funkcionalno nezavisan	Odborom dominiraju izabrani zvaničnici na visokom nivou (6 ministara)	Imenuje ga premijer, ali ga odobrava državni organ; svi neizvršni	Odbor nije nužno većinski ili funkcionalno nezavisan
	Odgovarajuće vještine, proces, uslovi, naknada	Kriterijumi i procesi koji nisu utvrđeni osnivačkim zakonom	Samoocjenjivanje odbora da bi se obezbijedile vještine i raznolikost	Nisu dati kriterijumi za imenovanje drugih članova odbora	„Relevantne i odgovarajuće kvalifikacije i kompetencije“	Nisu uspostavljeni kriterijumi stručnosti
	Odgovarajuće komisije i struktura podrške	Komisija za reviziju, većina nezavisna (spoljne vještine)	Komisija za reviziju, rizik i nominacije i naknade (svi članovi odbora)	Nezavisna komisija za reviziju	Komisija za reviziju, rizik i imenovanje i naknade (članovi odbora)	Ograničena nezavisnost komisije za reviziju, DRI snaži nezavisnost
Kapacitet menadžmenta	Odgovarajuće vještine, proces, uslovi, naknada	Prethodna saglasnost bankarskog supervizora	Javni poziv za podnošenje prijava	Nisu navedeni kriterijumi za imenovanje	Imenuje premijer, dva uz prethodnu saglasnost supervizora	Nisu navedeni kriterijumi za imenovanje

Neki od njihovih aranžmana upravljanja nisu u skladu sa najboljom praksom, posebno kada je u pitanju značajna zastupljenost državnih službenika, pa čak i izabranih zvaničnika u nekim od nadzornih odbora. Međutim, postoje elementi dobre prakse. Na primjer, nadzorni odbor SID banke posebnu pažnju posvećuje izboru članova odbora sa širokim iskustvom i obezbjeđivanju sastava odbora potrebnih vještina. Čini se da njihovi komiteti ispunjavaju standarde dobre prakse.

Benchmarking IRF-a

IRF smatra da je njegovo donošenje odluka nezavisno i da na njegove kreditne odluke ne utiče vlada. Uz to, trenutni sistem upravljanja ne stavlja IRF sveobuhvatno na udaljenosti od vlade. Umjesto toga, čini se da upravljanje Fondom počiva na kvalitetu i integritetu pojedinaca uključenih u odbor i menadžment.

Trenutni odbor IRF-a sastoji se od samo pet članova²⁵⁰, što je prilično malo u poređenju sa kolegama na međunarodnom nivou, ali i što je usklađeno sa Zakonom o privrednim društvima u Crnoj Gori.

Procedura predlaganja nezavisnih članova odbora nije jasna. Vještine i kapaciteti upravnog odbora nijesu zaštićeni zakonom. Zakon o IRF-u ne postavlja kriterijume za članove odbora, a oni koji su propisani Statutom su slabi: visoka stručna sprema, relevantno znanje i iskustvo i lični integritet. Osnivački zakon takođe ne govori o kriterijumima za izvršnog direktora, dok Statut zahtjeva samo visoku stručnu spremu i pet godina odgovarajućeg radnog iskustva.

S obzirom na mali odbor direktora, njegovi odbori se uglavnom sastoje od članova uprave; neki imaju spoljno predstavništvo, uglavnom iz vlade. Na nivou odbora, IRF ima komitete za reviziju, kredite i garancije, upravljanje imovinom i obavezama i informacioni sistem. Nema odbor za rizik na nivou odbora. IRF takođe ima internu radnu grupu organizovanu kao Nadzorni odbor, prema preporuci centralne banke.

Interna kontrola i upravljanje rizicima

Dobro upravljanje RB / RFI zahtijeva snažne interne procedure i kontrole, posebno upravljanje rizicima. U oko $\frac{3}{4}$ RB u Evropi, sektori rizika su nezavisni i odgovaraju direktno nadzornom odboru, dok kod nekih odgovaraju nadzornom odboru i izvršnom direktoru. Gotovo sve RB i RFI imaju internalizovanu funkciju interne revizije i upravljanja rizicima kao i namjensku funkciju za usklađenost. Međutim, kako bi RB i RFI bile u mogućnosti da privuku adekvatne kadrove, neophodno je da pruže tržišnu kompenzaciju. Moraju da imaju visoke standarde transparentnosti i odgovornosti s obzirom da su osnovane od strane vlada kako bi bili ispunjeni vladini ciljevi i programski zadaci. RB i RFI u ovom smislu moraju da budu revidirane od strane nezavisnog i ovlašćenog eksternog revizora u smislu objavljivanja godišnjeg izvještaja o reviziji, kao i revidiranih finansijskih izvještaja. Dakle, neophodno je da vode računa o adekvatnom nivou transparentnosti i otvorenosti a da pritom ne ugroze poslovnu tajnu, štite podatke i da vode računa o privatnosti krajnjih korisnika.

²⁵⁰ Shodno čl. 13 Zakona o Investiciono-razvojnog fondu Crne Gore, članove Odbora direktora imenuje i razrješava Skupština Fonda. Odbor direktora Fonda ima pet članova. Predsjednik Odbora direktora funkciju vrši profesionalno, a članovi Odbora direktora funkciju vrše honorarno. Odbor direktora se imenuje na period od pet godina i može biti ponovo imenovan.

Shodno Zahtjevima dobre prakse SB, RB treba da objelodane „velike transakcije, transakcije povezanih lica, vanbilanske aktivnosti i ostale materijalno značaje događaje“.

Pregled srodnih RFI

Naredna tabela sumira odabrane principe dobre prakse za internu kontrolu i upravljanje rizikom RFI i procjenjuje svaku od vršnjačkih institucija u smislu ovih principa.

Tabela 8. Rukovođenje i upravljanje rizicima od strane srodnih institucija

Princip	Opis	RBSM	SID Banka	HBOR	BGK	Fond za razvoj republike R. Srbije
Kapacitet osoblja	Dovoljno osoblja na visokom nivou, na primjer, rizici, krediti, finansije (podaci o zaposlenosti 2023.g.)	Malo osoblje 62 zaposlena, Mala RFI	221 zaposleni, Srednja RFI Nivoi kvalifikacija objavljeni u godišnjem izveštaju	428 zaposlenih. Srednja RFI Nivoi kvalifikacija objavljeni u godišnjem izveštaju	Veliko osoblje 2,320 zaposlenih. Velika RFI, sa nekoliko podružnica i fondova	Malo osoblje 77 zaposlenih, sa sjedištem u Nišu i filijalama u Beogradu i Novom Pazaru
Jaki sistemi i procesi upravljanja	Jasni, pristupačni sistemi i procedure	Obuka osoblja o relevantnim sistemima	Kontrolne funkcije detaljnije u godišnjem izveštaju	Dobrovoljno se pridržava međunarodnih kodeksa	Detaljan sistem unutrašnje kontrole sa ažuriranim priručnicima	Detaljan sistem unutrašnje kontrole sa ažuriranim priručnicima
	Visok nivo objelodanivanja	Detaljan godišnji izvještaj i veb stranica	Značajno objelodanivanje	Detaljan godišnji izvještaj i veb stranica	Detaljan godišnji izvještaj i veb stranica	Značajno objelodanivanje
Snažno upravljanje finansijama i rizicima	Odgovarajuće delegiranje	Odbor odobrava materijalne transakcije	Odbor odobrava materijalne transakcije	Jasna delegacija utvrđena statutom	/	Odbor odobrava materijalne transakcije
	Jak sistem upravljanja rizikom	Odobrene granice izloženosti se revidiraju godišnje	Dio sistema tri linije odbrane	Pridržava se međunarodnih standarda	Dio tri linije odbrane; detaljna analiza rizika	/
	Nezavisna funkcija rizika	Nezavisan, direktan pristup odboru	Direktan pristup oba odbora	Nezavisan, direktan pristup odboru	Direktan pristup; potpuno objelodanivanje	/
	Nezavisna interna revizija	Nezavisna; godišnji plan	Direktan pristup oba odbora	Nezavisan, direktan pristup odboru	Međunarodni standardi	/
	Eksterna revizija (međunarodna)	Revizori međunarodno povezani	Revizori međunarodno povezani	Revizori međunarodno povezani	Revizori međunarodno povezani	/

Iako se ne pridržavaju sve analizirane RFI principa najbolje prakse u ovoj oblasti, nekoliko nudi vrijedne pristupe internoj kontroli.

Benchmarking IRF-a

Kao RFI, IRF preuzima više rizika od komercijalnih finansijskih institucija da bi ispunio svoje razvojne ciljeve (npr. kontraciklično finansiranje tokom pandemije COVID-19). Međutim, osnivački akt IRF-a akcenat stavlja na minimiziranje rizika, dok bi trebalo da se više fokusira na upravljanje rizicima. IRF ima mali broj zaposlenih, sa ograničenjima kapaciteta u važnim rizičnim oblastima kao što su IT, ljudski resursi, operativni rizik i interna revizija. Uspostavio je sisteme za praćenje i izvještavanje o rizicima, sa mjesečnim izvještajima menadžmentu i tromjesečnim izvještajima Komitetu za aktivu i pasivu, *de facto* glavnom komitetu za rizik. Svi krediti koje IRF plasira su odobreni od strane Odbora direktora.

Interna revizija je nezavisna, direktno izvještava Odbor za reviziju. Usklađenost je podijeljena između nekoliko odjeljenja, pri čemu su neka odjeljenja odgovorna za sopstveno usklađivanje. IRF se svake godine revidira od strane nezavisnog eksternog revizora. Spoljnog revizora imenuje Skupština na godinu dana. Ne postoji posebna zakonska obaveza da se spoljni revizor redovno rotira, a ni Zakon ni Statut ne zahtijevaju da revizor bude međunarodno akreditovan.

Međutim, IRF-u nedostaju standardi za javno objelodanjivanje podataka.

Organizaciona struktura srodnih RFI

S obzirom na raznolikost veličine i obima RFI, ne postoje jasna međunarodna mjerila za organizacionu strukturu RFI osim zahtjeva o nezavisnosti kontrolnih funkcija i njihovog pristupa organima upravljanja, kao i potrebe za odgovarajućim brojem osoblja sa potrebnim vještinama. U tom smislu, RFI bi imali uglavnom slične zahtjeve kao privatne institucije, u zavisnosti od njihove funkcije.

Organizaciona struktura BGK-a nije analizirana zbog svoje jedinstvene strukture i veličine. Organizacione strukture vršnjaka su klasičnog tipa, uglavnom sa dostupnim podacima o broju izvršilaca, čime se dijelom stiče uvid o dovoljnosti raspoloživih administrativnih kapaciteta, bez uvida u strukturu kadra. Međutim, primjećuje se kod analiziranih vršnjaka nezavisnost kontrolne funkcije. SID i HBOR imaju posebnu službu za strategiju.

Benchmarking IRF-a

Organizacionu strukturu IRF-a reguliše pravilnik „*Pravilnik o organizacionoj strukturi i sistematizaciji radnih mjesta u Investiciono-razvojnom fondu Crne Gore*“ koji i definiše strukturu i dužnosti svakog odeljenja, kao i relevantne odgovornosti. Pored već uočenih manjkavosti, ljudskim resursima u okviru Pravnog odeljenja administrativno upravlja mlađi službenik, dok mnoge ključne funkcije (obuka, evaluacija učinka, upravljanje znanjem, itd.) padaju na dotična odjeljenja. Isto tako, funkcije trezora su neadekvatno definisane i funkcionišu na *ad hoc* osnovi, a odgovornosti padaju između službi finansija i računovodstva i planiranja, analize, izvještavanja i međunarodne saradnje. Treba napomenuti da svaki od vršnjaka ima posebno odjeljenje za trezor, likvidnost ili upravljanje fondovima.

2.2.6.4. Finansijske i operativne performanse

Ovaj odjeljak razmatra finansijski učinak i održivost RFI, nakon čega slijedi diskusija o poslovnim modelima i operativnim performansama.

Finansijske performanse i održivost

Efektivne RFI treba da budu adekvatno finansirane i da se ne oslanjaju neopravdano na podršku vlade. U tom cilju, međutim, one moraju biti adekvatno kapitalizovane. Nakon toga, u principu, ne bi trebalo da dobijaju dodatnu podršku vlade, osim da im se nadoknadi za specifične programe subvencionisanog kreditiranja koje im je naloženo da preduzmu radi ispunjavanja određenih vladinih ciljeva. Otprilike polovina RFI u Evropi se periodično nadoknađuje iz vladinih budžeta.

Neki dobijaju nadoknadu za specifične programe (npr. energetska efikasnost u Letoniji), ali drugi dobijaju opštu alokaciju za subvencionisanje kamatnih stopa, poput analizirane RBSM, na primjer. S obzirom na njihovu kontrakličnu ulogu, mnoge RFI su takođe bile teško pogođene globalnom finansijskom krizom, a više od polovine RFI u Evropi su nakon krize dokapitalizovane javnim novcem (npr. u Češkoj, Poljskoj, Francuskoj i Mađarskoj).

Osim vladinih finansija, RFI prikupljaju novac na međunarodnom nivou. Oko tri četvrtine RFI izdaje obveznice, a većina prima subvencionisana sredstva od multilateralnih i bilateralnih finansijskih institucija, kao što su EIB (Evropska

investiciona banka), Razvojna banka Savjeta Evrope (CEB) i Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) iz Njemačke. Za dug skoro polovine RFI garantuje vlada (npr. u Francuskoj, Nemačkoj i Austriji). RFI se podstiču da dobiju kreditni rejting kako bi im se omogućilo da prikupe sredstva iz drugih izvora. Oko 60% RFI u Evropi (<50% širom svijeta) je ocijenjeno od strane međunarodnih agencija za ocjenjivanje duga (npr. u Mađarskoj, Nemačkoj i Finskoj).

Dobra praksa zahtijeva da RFI budu finansijski održive, a da ne budu vođene profitom. Ovo štiti vlade od gubitaka i prisiljava RFI da bolje iskoriste oskudna finansijska sredstva. Finansijska održivost takođe pomaže RFI u prikupljanju sredstava bez potrebe za državnim garancijama i štiti njihovu nezavisnost od političkog uplitanja. Da bi se osiguralo da je RFI održiva, vlade mogu zahtijevati od njih da generišu određenu stopu prinosa, bilo da je jednaka inflaciji (npr. meksička NAFINSA) ili vladinim dugoročnim troškovima finansiranja (npr. Banka za razvoj poslovanja Kanade). Više od polovine RFI u Evropi mora biti finansijski održivo (npr. u Bugarskoj, Francuskoj, Letoniji, Nemačkoj i Španiji). Neke RFI koje ne uzimaju depozite su održive bez ikakvih državnih transfera (npr. u Austriji).

Analiza srodnih RFI

Naredna tabela sumira odabrane elemente dobre prakse za finansijsku održivost RFI (na osnovu dostupnih podataka) i poredi slične karakteristike u smislu navedenih elemenata. Za Fond za razvoj RS nije bilo dostupnih finansijskih pokazatelja.

Tabela 9. Analiza finansijskog učinka i održivosti vršnjaka

Element	RBSM ²⁵¹	SID banka ²⁵²	HBOR ²⁵³	BGK ²⁵⁴
Finansijska održivost	Nije potrebno da bude profitabilna; ima za cilj diversifikaciju izvora finansiranja, minimiziranje rizika i očuvanje akcionarskog kapitala	Zakonski se zahtijeva da se ne maksimizira profit; radije za održavanje i povećanje kapitala.	Nema za cilj maksimiziranje profita; sav profit raspoređen u rezerve.	Tražena održivost, polazeći od date veličine i uloge
Finansijski pokazatelji	2023	2023	2023	2023
Kreditni rejting	Fitch Ratings na BB+ (stabilni izgledi), i Standard & Poor's - BB- sa stabilnim izgledima.	Standard & Poor's AA- (Stabilni izgledi)	Standard & Poor's BBB+/A-2, (stabilni izgledi)	Moody's credit rating (A2); & Fitch - AAA (pol) stabilni izgledi
Total assets/ ukupna imovina	300 mil EUR	2,685.9 mil EUR	4,021.68 mil EUR	51,472 mil EUR
% od ukupne imovine banaka	2% (2020)	5.9% (2021)	5.4%(2021)	1.7% (2023)
Adekvatnost kapitala (CAR)	18.1%	27.3%	65.08%	33.3%
Povraćaj na aktivu (ROA)	2.0%	0.6%	/	1.6%
Povraćaj na kapital (ROE)	2.5%	3.4%	/	10.6%
NPL (>90 d)	0.1% (2020)	3%	/	Grupa: 0.5% ¹
Operativni troškovi	Cost/income 43.6%	Cost/income 56%	20% increase	17%
Plasirani krediti u 2023. g.	107 mil EUR	1,428 mil EUR	3,600 mil EUR ²⁵⁵	82,300 mil EUR ²⁵⁶

Benchmarking IRF-a

IRF je u potpunom vlasništvu Vlade Crne Gore, od koje je dobio početni kapital, ali ne i naknadno finansiranje. Zakon o Investiciono-razvojnom fondu ne dozvoljava da isti uzima depozite, ali mu dozvoljava da prikuplja sredstva na lokalnom i međunarodnom tržištu kapitala, zajedno sa donatorskim sredstvima. Vlada u potpunosti garantuje dug IRF-a (ovo se ne odražava u zvaničnim podacima o dugu).

²⁵¹ DBNM (2024). Annual Report of the DBNM JSC Skopje's Operations;

²⁵² SID Bank (2024). Annual Report od the SID Bank 2023 – Capital of the Green Future;

²⁵³ HBOR (2023). Godišnji finansijski izvješta za 2023. godinu;

²⁵⁴ BGK 82024). Report of the Management Board on the Activities of the Bank Gospodarstwa Krajowego Groupin 2023;

²⁵⁵ Neto krediti.

²⁵⁶ 356 mlrd PLN.

IRF dobija finansije prvenstveno od multilateralnih RFI, uglavnom od EIB-a, CEB-a, Kineske razvojne banke i AFD-a. Takođe je uspostavila saradnju na dva garantna fonda, programu EU za konkurentnost malih i srednjih preduzeća (COSME) i programu zapošljavanja i socijalnih inovacija (EaSI).

Poslovni model i aktivnosti

Principi dobre prakse

Odgovarajući poslovni model za RFI zavisi od njegovog okruženja i uloge koju se očekuje da igra na finansijskom tržištu. Osim osnovnih principa na kojima počiva svaka finansijska institucija, poslovni model i vrsta aktivnosti koje finansiraju RFI u suštini zavise od mandata same RFI, zasnovanog na ciljevima države kao krajnjeg vlasnika, vladine strategije za prioritetne sektore, te strategije i poslovnog plana institucije.

Kao što je prethodno potencirano, glavni klijenti RFI obično su mala i srednja preduzeća, ali i velike privatne kompanije, druge finansijske institucije i vladina preduzeća ili pod-nacionalne vlade.

Većina RFI pruža kombinaciju finansiranja na veliko i malo, pri čemu je verovatnije da će one u zemljama u razvoju davati kredite direktnim putem, a što se dovodi u vezu sa nerazvijenošću finansijskog sistema. Međutim, najveći izazov u ovom dijelu je cjenovna politika RFI. Prvenstveno iz razloga što RFI treba da uravnoteže potencijalni uticaj subvencionisanih kamatnih stopa na svoju finansijsku poziciju sa blagotvornim uticajem na tržišne kamatne stope u cjelini, a posebno za nedovoljno pokrivene tržišne segmente (npr. MMSP) ili druge projekte sa velikim socio-ekonomskim koristima, kao što je klimatsko finansiranje, finansiranje infrastrukture²⁵⁷ ili finansiranje novih tehnologija. Uopšteno govoreći, upotreba subvencija za snižavanje kamatnih stopa je prihvatljiva u mjeri u kojoj su one transparentne, pristupačne, dobro ciljane i ograničene i ne narušavaju tržišnu utakmicu.

Među analiziranim RFI od strane Svjetske banke(2018), oko polovina je nudila samo proizvode po tržišnim cijenama, dok je druga polovina obezbijedila kombinaciju tržišne stope i subvencionisanih proizvoda. Većina ovih proizvoda je finansirana putem

²⁵⁷ Klimatsko finansiranje kao i npr. finansiranje javne infrastrukture ili novih tehnologija su tipovi finansiranja koje obezbjeđuje ne samo neto pozitivnu dobit za direktnog korisnika – ekonomskog agenta već i za ostale ekonomske agente u prostoru odnosno finansiranje koje obezbjeđuje pozitivne eksternalije.

koncesionih kreditnih linija od multilateralnih finansijskih institucija, unakrsnog subvencionisanja iz profitabilnih poslovnih linija ili vladinog finansiranja. Institucije koje nijesu bile nadoknađene su se tokom vremena suočavale sa gubicima, pa čak i neuspjehom. Važna zaštita od takvih gubitaka je ograđivanje ovih proizvoda. RFI imaju tendenciju da knjiže proizvode i srodna finansiranja van svojih bilansa i umjesto toga prikupljaju naknadu za upravljanje operacijom tj. komisiju. Ovo osigurava da se gubici vraćaju finansijeru a da održivost RFI ne bude ugrožena.

Pregled vršnjaka (srodnih odnosno upredivih institucija u regionu)

Naredna tabela sumira odabrane aktivnosti srodnih RFI. S obzirom na raznolikost proizvoda koje nude analizirane RFI, tabela samo pokazuje da li se određeni proizvod ili usluga nudi. Lista nije konačna i kategorije nisu nužno isključive.

Tabela 10. Pregled poslovnog modela srodnih RFI

Aktivnosti i proizvodi	RBSM	SID Banka	HBOR	BGK	IRF
Subvencionisano finansiranje	X	X	X	X	X
Direktno finansiranje	X	X	X	X	X
Indirektno finansiranje	X	X	X	X	X
Kreditne garancije	X	X	X	X	Ograničeno
Osiguranje izvoznih kredita	X	X	X	X	–
Lizing ili faktoring	X	X	X	–	–
Kapitalno finansiranje ili venture ulaganje	–	X	X	X	–
Agencijski poslovi (ograničene aktivnosti)	–	X	X	X	–

Benchmarking IRF-a

IRF kroz devet programa (preduzetništvo, poljoprivreda, turizam, proizvodnja, uslužne aktivnosti, obrtna sredstva i likvidnost, infrastruktura, green i brown field investicije, garantne šeme i faktoring) nudi kreditnu podršku kroz 20 kreditnih linija. Manjkavost se prepoznaje u činjenici da svi kreditni referenti IRF-a opslužuju krajnje korisnike po svim programima podrške što iziskuje veliko znanje, jer nijesu specijalizovani za posebnu oblast podrške.

Većina aktivnosti IRF-a uključuje direktno pozajmljivanje, a ne naknadno pozajmljivanje preko finansijske institucije. Iako je IRF formalizovao memorandume o

saradnji sa finansijskim institucijama i bavi se indirektnim pozajmljivanjem, ovaj segment nikad nije prešao više od 10% aktivnosti kreditiranja. Fond takođe teži da više sarađuje sa bankama koje su manje sistemski važne i relativno manjeg obima čime se utiče na snaženje konkurencije na finansijskom tržištu.

Procesi i standardi u IRF-u su uglavnom slični onima u komercijalnim bankama. Potencijalni razvojni uticaj kredita nije adekvatno integrisan u proces evaluacije.

2.2.6.5. Razvojni uticaj

Mjerenje uticaja RFI na razvoj odnosi se na pitanja kao što su procjena učinka RFI od strane vlade svake godine, njeni indikatori „uspjeha“, RFI nadgledanje sopstvenog portfelja i evaluacije uticaja njegovih projekata ili programa.

Dobre prakse

Učinak RFI treba redovno i transparentno ocjenjivati. Najbolja praksa se kreće ka transparentnom godišnjem sporazumu o učinku između RFI i vlade, sa jasnim finansijskim i razvojnim ciljevima i standardima učinka za nadzorni odbor i menadžment.

Nadzorni odbor treba da unaprijed dogovori sa Vladom set razvojnih ciljeva i ključnih indikatora učinka, koji mogu biti sadržani u korporativnom planu (ili godišnjem poslovnom planu i strategiji). Plan bi trebalo da bude završen prije početka finansijske godine. Trebalo bi da definiše odgovornost različitih strana (akcionara, nadzornog odbora i uprave RFI), sveobuhvatne ciljeve i finansijske i razvojne ciljeve. Ciljevi treba da budu jasni i jednostavni, a ključni indikatori učinka treba da budu mjerljivi, bilo da se mogu kvantifikovati ili ne. Treba koristiti samo mali broj indikatora, kako bi se izbjeglo veliko administrativno opterećenje za RFI. Poželjno je da indikatori ne bi trebalo da se mijenjaju svake godine, kako bi se omogućilo poređenje učinka RFI tokom vremena. Razvojni učinak može uključivati, na primjer, razvojni uticaj projekata koje finansira RFI, sposobnost RFI da dosegne ciljno tržište, uticaj njegovih aktivnosti na ciljne grupe, održivost njegovih projekata i opseg pružene usluge. Plan takođe treba da jasno naznači koje će se akcije preduzeti ako RFI ne postigne svoje ciljeve. Plan bi mogao biti objavljen kako bi se poboljšao javni nadzor.

Povezana sa širim pitanjem organizacionog učinka je potreba da RFI prati i evaluira razvojni uticaj svojih projekata i programa, zasnovanih na dobrom sistemu praćenja i

evaluacije. Lekcije naučene iz ovih evaluacija treba da se unesu u rad RFI kako bi se informisali o budućim projektima.

Pregled srodnih institucija

Kao što je sugerisano gornjom procjenom, postoje ograničene informacije o procjeni učinka i M&E od strane sličnih RFI. DBNM je istakla da izrađuje trogodišnji plan razvoja i poslovnu strategiju, koji se ažurira svake godine, u okviru zakona koje donosi Skupština. Nadzorni odbor (koji čine predstavnici Vlade) svake godine dogovara strategiju, usvaja trogodišnji plan i prati napredak u ispunjavanju strategije. Za sprovođenje strategije zadužen je upravni odbor. Po završetku godine, godišnji izvještaj se podnosi Skupštini.

Benchmarking IRF-a

Opšti razvojni ciljevi IRF-a jasno su navedeni u zakonu i statutima, planovima rada i programima IRF-a. Međutim, ciljevi nisu uvek prioritetni i dosljedni, niti su povezani sa detaljnom teorijom promjene. Monitoring se uglavnom fokusira na portfoliju, kreditnom riziku i alokaciji resursa.

Na bazi prethodne komparativne analize i analize ključnih atributa izabranih RFI, možemo osnovne rezultati sumirati u narednom tabelarnom pregledu:

Tabela 11. Ključni atributi izabranih razvojnih banaka – sumarna tabela

SLOVENAČKA IZVOZNA I RAZVOJNA BANKA				
Mandat i pravni okvir	Vlasništvo, uređenje i supervizija	Korporativno upravljanje i upravljanje rizicima	Finansijski i operativni učinak	Uticaj na razvoj
Jasan mandat uključujući principe dobre prakse, kao što je rješavanje tržišnih jazova i održivo finansiranje. Osnovana u skladu sa Zakonom o Slovenačkoj izvoznoj i razvojnoj banci iz 2004. godine, izmijenjenim 2020. godine.	U državnom vlasništvu, obezbjeđujući poštovanje mandata i stabilnost. Regulatorno okruženje postavlja država. Predstavnici akcionara iz Ministarstva finansija i ekonomije; Lex specialis, Zakon o bankama, Zakon o osiguranju, Zakon o privrednim društvima, EU regulativa;	Odbor nije nužno većinski ili funkcionalno nezavisan. Uvedeno samo-ocjenjivanje odbora da bi se obezbijedile vještine i raznolikost. Komisija za reviziju, rizik i imenovanja i naknade (svi članovi odbora). Javni poziv za podnošenje prijava za odabir menadžmenta.	221 zaposleni, Srednja RFI, sa posebnim fokusom na funkciju podrške izvozu. U 2023. godini dato ukupno 1,43 mlrd eura kredita nefinansijskim sektorima u Sloveniji	Ne traži se da ima kompetitivan odnos u odnosu na komercijalne banke. Treba da se fokusira na prepoznate oblasti, tzv. tržišne gepove. Nije fokus maksimiziranje profita, već održavanje i povećanje kapitala.
HRVATSKA BANKA ZA OBNOVU I RAZVITAK				
Mandat i pravni okvir	Vlasništvo, uređenje i supervizija	Korporativno upravljanje i upravljanje rizicima	Finansijski i operativni učinak	Uticaj na razvoj
Širok mandat koji pokriva infrastrukturu, MMSP, osiguranje izvoza, konsultantske usluge i razvoj finansijskog tržišta. Osnivački zakon ustanovljen 2006. , izmijenjen 2013. godine. Osnivački zakon definiše oblast državne pomoći.	Državno vlasništvo sa fokusom na javnu infrastrukturu i ekonomsku saradnju. Supervizija usklađena sa dobrim bankarskim principima. Lex specialis, Zakon o bankama, Zakon o privrednim društvima – izuzeća definisana zakonom o HBOR. Bankarska supervizija.	Odborom dominiraju izabrani zvaničnici na visokom nivou (6 ministara). Nisu dati kriterijumi za imenovanje drugih članova odbora. Nezavisna komisija za reviziju. Nisu utvrđeni kriterijumi za imenovanje rukovodstva.	428 zaposlenih, Srednja RFI, sa razvijenom funkcijom osiguranja izvoznih poslova od netržišnih rizika. Bruto krediti u 2023. godini – 4,07 mlrd eura;	Obavezana je pratiti dobru međunarodnu bankarsku praksu. Ima sporazume o saradnji i podjeli rizika sa privatnim sektorom.
POLJSKA RAZVOJNA BANKA				
Mandat i pravni okvir	Vlasništvo, uređenje i supervizija	Korporativno upravljanje i upravljanje rizicima	Finansijski i operativni učinak	Uticaj na razvoj
Veoma širok mandat uključujući izdavanje obveznica Trezora i upravljanje posebnim fondovima. Osnivački zakon ustanovljen 2006., izmijenjen 2021. godine. Nije zakonski obavezna da poštuje principe bankarstva, ali upravlja sredstvima na osnovu podzakonskih akata.	U državnom vlasništvu, djeluje kao agent vlade. Uključen u sindikaciju i podjelu rizika sa privatnim sektorom. Ministar finansija je predstavnik akcionara dok su predstavnici drugih ministarstava u Odboru. Zakon o bankama, Lex specialis	Imenuje ga premijer, ali ga odobrava državni organ; svi neizvršni. "Relevantne i odgovarajuće kvalifikacije i kompetencije". Komisija za reviziju, rizik i imenovanje i naknade (članovi odbora). Imenuje premijer, dva uz prethodnu saglasnost supervizora.	Velika RFI, sa nekoliko podružnica i fondova. Im 2,320 zaposlenih U 2023. Ukupna podrška privredi u 2023. godini bila je 82,3 mlrd eura (356 mlrd poljskih zlota).	Iako nije zakonski propisano, ali BGK pruža sindicirano finansiranje.

RAZVOJNA BANKA SJEVERNE MAKEDONIJE				
Mandat i pravni okvir	Vlasništvo, uređenje i supervizija	Korporativno upravljanje i upravljanje rizicima	Finansijski i operativni učinak	Uticaj na razvoj
Jasno definisan mandat sa fokusom na MMSP i podršku izvozu. Osnivački zakon donesen 2009., aneks 2021. Obavezni da posluju prema tržišnim principima i da se ne takmiče sa privatnim sektorom (90% indirektno finansiranje).	Državno vlasništvo koje obezbjeđuje poštovanje mandata. Nadzor i regulatorni okvir koji uspostavljaju državni organi. Predstavnici nadležnog ministarstva u Odboru; Lex specialis, Zakon o bankama; Kreditiranje usklađeno sa propisima koji regulišu davanje državne pomoći. Standardna bankarska supervizija.	Odbor nije nužno većinski ili funkcionalno nezavisan. Kriterijumi i procesi koji nijesu utvrđeni osnivačkim zakonom. Revizorski odbor većinski nezavisan. Potrebna saglasnost bankarskog supervizora na odabir menadžmenta.	Mala RFI, sa posebnim fokusom na izdavanje garancija. 62 zaposleni u 2024. godini. U 2023. godini DBNM je plasirala 106,8 mil eura kredita (DBNM 2023, Annual Report).	Ne traži se da ima kompetitivan odnos u odnosu na komercijalne banke. Indikrentno, to se dešava. Obim djelovanja je dovoljno velik i diversifikovan bez sistemskog rizika po finansijski sistem.
FOND ZA RAZVOJ REPUBLIKE SRBIJE				
Mandat i pravni okvir	Vlasništvo, uređenje i supervizija	Korporativno upravljanje i upravljanje rizicima	Finansijski i operativni učinak	Uticaj na razvoj
Fond za razvoj Republike Srbije sa sjedištem u Nišu, osnovan je 2009. godine, Zakonom o fondu za razvoj RS, koji je više puta dopunjavao.	Sredstva Fonda se vode na posebnim računima Fonda i koriste se u skladu sa zakonom, statutom i programom rada Fonda, kog odobrava Vlada RS	Upravni odbor Fonda ima Predsjednika i do deset članova, a koji su ministri različitih resora u Vladi RS ili Državni sekretari ministarstava. Predsjednik UO mora biti Ministar regionalnog razvoja, finansija ili ministar nadležan za poslove privrede.	77 zaposlenih, sa sjedištem u Nišu i filijalama u Beogradu i Novom Pazaru.	Misija Fonda je da bude pouzdan partner privredi RS, da doprinese njenom rastu i razvoju, sa ciljem održivog i ravnomjernog razvoja svih krajeva Srbije.
INVESTICIONO RAZVOJNI FOND CRNE GORE				
Mandat i pravni okvir	Vlasništvo, uređenje i supervizija	Korporativno upravljanje i upravljanje rizicima	Finansijski i operativni učinak	Uticaj na razvoj
Osnovan Zakonom o IRF-u 2009 godine. Više izmjena i dopuna, 2010, 2017 i 2023. godine. Širok mandat. Cilj nije ostvarivanje profita.	Lex specialis, Zakon o privrednim društvima. Olakšana supervizija CB.	Mali odbor, potrebno da se uskladi sa Zakonom o privrednim društvima. Bord nije većinski nezavisan, jeste funkcionalno. Nejasna procedura odabira. Zakon ne propisuje kriterijumime odabira, slabi kriterijumi u Statutu.	96 zaposlenih	Sjedište u Podgorici, regionalna kancelarija u Bijelom Polju. Nedovoljno jasno definisana uloga na finansijskom tržištu kao i očekivani razvojni uticaj i rezultati.

3. INVESTICIONO-RAZVOJNI FOND CRNE GORE – CRNOGORSKA NACIONALNA RAZVOJNO-ORJENTISANA KREDITNA INSTITUCIJA

Investiciono-razvojni fond Crne Gore (IRF) je crnogorska nacionalna razvojna finansijska institucija odnosno nacionalna kreditna institucija za promociju razvoja. Osnovan je 2009. godine i pravni je nasljednik Fonda za razvoj Crne Gore koji je poslovao od 1994. godine²⁵⁸. Posebnim Zakonom o Investiciono-razvojnom fondu iz 2009. godine, osniva se IRF i počinje sa radom od januara 2010. godine



Slika 7. Logo Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore

Pored pravnog nasljedstva Fonda za razvoj, IRF nasljeđuje i Direkciju za razvoj malih i srednjih preduzeća u dijelu poslova praćenja i realizacije finansijske podrške razvoju MMSP sektora u Crnoj Gori²⁵⁹.

Fond posluje u cilju podrške ekonomske politike Vlade Crne Gore i podsticanja: ubrzanog privrednog razvoja Crne Gore, dinamiziranja rasta mikro, malih, srednjih i velikih privrednih subjekata, ravnomjernijeg regionalnog razvoja, konkurentnosti i likvidnosti privrednih subjekata, proizvodnje i usluga orijentisanih prema izvozu, proizvodnje kojom se smanjuje uvozna zavisnost, finansiranja infrastrukturnih projekata, projekata vodosnabdijevanja, tretmana otpadnih voda i zaštite životne sredine, efikasnog sprovođenja i okončanja procesa privatizacije prodajom kapitala stečenog u procesu svojinske i upravljačke transformacije, kao i podsticanja finansiranja drugih projekata od lokalnog, regionalnog i državnog značaja²⁶⁰.

Cilj osnivanja IRF-a je podsticanje i ubrzanje ekonomskog razvoja Crne Gore. Dodatno, ciljevi IRF-a su opredijeljeni pružanju podrške za ostvarivanje strateških razvojnih

²⁵⁸ Zakon o investiciono-razvojnom fondu Crne Gore (Sl. list Crne Gore, br 088/09, 040/10 & 080/17), Član 22;

²⁵⁹ Op.cit, čl. 21;

²⁶⁰ Op.cit, čl. 2;

državnih ciljeva kao i sprovođenju ekonomske politike Vlade Crne Gore. Stoga se može povući jasna korelacija između strategije razvoja Crne Gore i osnovnih ciljeva Fonda. Jasna razvojna strategija pretpostavka je dobrog planiranja aktivnosti Fonda u srednjem roku.

Vlada Crne Gore je formiranjem Investiciono-razvojnog fonda obezbijedila efikasan mehanizam za podršku ekonomskom razvoju. Djelatnost Fonda je odobravanje kredita i druge aktivnosti u cilju ostvarivanja osnovnog cilja Fonda - ekonomskog razvoja države Crne Gore.

Kako je i definisano Zakonom o Investiciono-razvojnog fondu, njegove prioritetne oblasti poslovanja mogu se strukturirati na sljedeći način:

- Podrška rastu i razvoju mikro, malih i srednjih preduzeća;
- Podrška početnicima u biznisu i mladim preduzećima;
- Podrška preduzetnicima da započnu novi investicioni ciklus;
- Jačanje preduzetničkih kapaciteta;
- Poboljšanje likvidnosti preduzeća;
- Podsticanje ravnomjernog regionalnog razvoja;
- Podsticanje razvoja prioritetnih sektora (turizam, poljoprivreda, drvoprerađiva, proizvodnja, usluge);
- Podizanje konkurentnosti crnogorskih preduzeća;
- Podrška stvaranju novih radnih mjesta;
- Podrška stvaranju novih proizvoda i tehnologija;
- Pružanje podsticaja za povećanje izvoza;
- Finansiranje ekoloških projekata i infrastrukture;
- Podrška i finansiranje posebnih, najugroženijih ciljnih grupa.

Investiciono-razvojni fond Crne Gore može koristiti različite izvore finansiranja , posebno je upućen na međunarodne fondove, a može se i zaduživati u Crnoj Gori i u inostranstvu na tržištu novca i kapitala u svrhu obavljanja djelatnosti u skladu sa zakonom i aktima poslovne politike Fonda, uz saglasnost osnivača.

Kroz saradnju sa evropskim međunarodnim finansijskim institucijama poput Evropske investicione banke i Razvojne banke Savjeta Evrope, IRF je uspio da značajno

poboljša uslove finansiranja privrede u Crnoj Gori i time doprinio njihovoj konkurentnosti kroz poboljšavanje bilansnih pozicija.

Misija IRF-a kao razvojne institucije je podrška stvaranju novih vrijednosti zasnovanih na znanju, kulturnom naslijeđu i prirodnom bogatstvu, u cilju podsticanja sistemskog, održivog i uravnoteženog ekonomskog i društvenog razvoja u skladu sa opštim strateškim ciljevima Crne Gore. U cilju ostvarivanja definisanog cilja, Fond koristi instrumente finansijske i druge podrške malim i srednjim preduzećima, a posebno kreditnu podršku i faktoring.

Zakon o Investiciono-razvojnom fondu prepoznaje sljedeće djelatnosti fonda²⁶¹:

- odobravanje kredita, obavljanje faktoringa i drugih oblika otkupa potraživanja i izdavanje garancija kojima se naročito:
 - 1) podstiče osnivanje, razvoj i održivost mikro, malih, srednjih i velikih privrednih subjekata i preduzetnika;
 - 2) pruža podrška infrastrukturnim projektima, projektima vodosnabdijevanja i zaštite životne sredine;
 - 3) finansiraju projekti od lokalnog, regionalnog i državnog značaja;
 - 4) podstiče konkurentnost crnogorskih proizvoda i usluga;
 - 5) podstiče zapošljavanje;
- izdavanje garancija za uredno izmirenje obaveza korisnika kredita²⁶², čije pokriće čine sredstva Garantnog fonda;
- osiguranje izvoza roba i usluga iz Crne Gore od netržišnih rizika (u daljem tekstu: osiguranje izvoza)²⁶³;
- kreditiranje u funkciji podrške socijalnom preduzetništvu, samozapošljavanju, iniciranju novog investicionog ciklusa i razvoju i jačanju novog biznisa;
- obavljanje poslova vezanih za prodaju kapitala u portfelju Fonda;
- obavljanje ostalih poslova i aktivnosti kojim se obezbjeđuje podrška unaprijeđenju preduzetništva i ekonomskom razvoju, i

²⁶¹ Zakon o investiciono-razvojnom fondu Crne Gore (Sl. list Crne Gore, br 088/09, 040/10 & 080/17), Član 12;

²⁶² Iako je definisano Zakonom o IRF-u, do sada nije osnovan zasebni garantni fond kao interni dio IRF-a. Međutim, IRF je od 2018. godine korisnik garantnih šema kroz partnerstvo sa EU kao što su COSME i EaSi garantne šeme. IRF je prvi pružalac garancija kroz EaSi šemu u Crnoj Gori a drugi kroz COSME šemu.

²⁶³ Ovaj finansijski instrument je u inicijalnoj fazi uspostavljanja čime IRF uzima ulogu izvozno-kreditne agencije za obavljanje poslova osiguranja izvoza, u ime i za račun države, kao instrumenta kojim država podstiče izvoz i internacionalizaciju domaćih privrednih subjekata.

- obavljanje i drugih poslova utvrđenih zakonom.

IRF odobrava kredite direktnim putem ili indirektnim putem, plasirajući sredstva putem komercijalnih banaka u Crnoj Gori ili putem drugih pravnih lica ovlašćenih za odobravanje kredita.

U narednom periodu očekuje se da će se IRF baviti i poslovima osiguranja izvoza.

U dosadašnjem poslovanju, IRF nije spadao pod opseg kontrole poslovanja banaka osim u djelu minimalnih standarda za upravljanje rizicima u poslovanju, kao i u dijelu propisanog minimalnog obaveznog koeficijenta adekvatnosti kapitala. Uredbe koje regulišu predmetne oblasti donijete su krajem 2018. godine, redovno se ažuriraju i kontrolno-nadzornu funkciju nad njima ima Centralna banka Crne Gore.

Organi upravljanja IRF CG AD su Skupština, Odbor direktora i Izvršni direktor²⁶⁴. Organizaciona šema IRF-a iz 2023. godine data je na slici br. 8.

Tim Fonda čini 96 zaposlenih, a prosječna starost je 40 godina, 55% zaposlenih su žene, 45% muškarci, dok 89% zaposlenih ima visoko stručno obrazovanje.

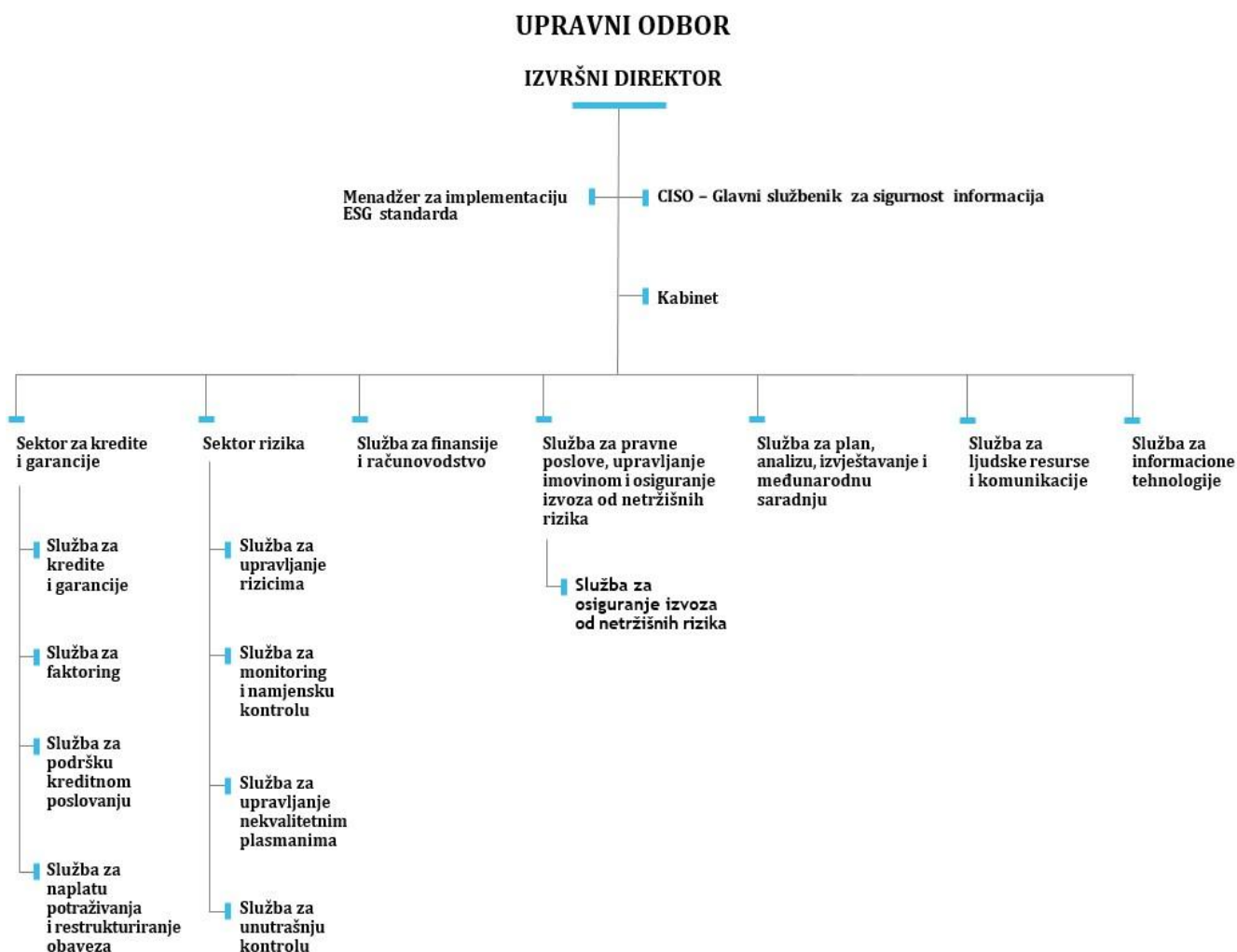
IRF je prepoznat kao institucija sa najpovoljnijim uslovima kreditiranja tokom protekle decenije u Crnoj Gori odnosno finansijska institucija koja je najviše doprinijela pristupu finansijama u Crnoj Gori, te posljedično povećanju konkurentnosti crnogorske privrede. U tom smislu, IRF je privrednim klijentima nudio najniže održive²⁶⁵ kamatne stope, mogućnosti dobijanja grejs perioda, najduže rokove otplate sredstava sa rokovima do dvanaest godina za privredne klijente odnosno petnaest godina za projekte razvoja infrastrukture, te mogućnost fiksiranja kamatnih stopa i time zaštite od rizika rasta kamatnih stopa, a što je posebno važno u periodu snažnog eksternog šoka kao što je rast referentnih kamatnih stopa ECB-a²⁶⁶.

²⁶⁴ Zakon o investiciono-razvojnom fondu Crne Gore (Sl. list Crne Gore, br 088/09, 040/10 & 080/17), Član 13;

²⁶⁵ IRF sve do izbijanja ekonomske krize izazvane virusom COVID-19 nije imao negativan finansijski rezultat. Negativan rezultat 2020. godine je bio obračunska kategorija zbog konzervativnog pristupa u rezervisanjima za „loše“ zajmove.

²⁶⁶ ECB je u samo godinu dana (Jul 2022-Jul 2023) uvećao referentne kamatne stope za 425 baznih poena.

Slika 8. Organizaciona šema Investiciono-razvojnog fonda (2023)



Investiciono-razvojni fond, kao razvojna institucija ima i veoma važnu ulogu koja se ogleda u pionirskom finansiranju strateških i razvojnih grana privrede koji u datim okolnostima nemaju veliku komercijalnu vrijednost, te posljedični efekat na *dodatnost*²⁶⁷ u finansiranju i razvoju uopšte (*additionality*). Poseban oblik dodatnosti je takozvani „*crowding-in*“ efekat odnosno signaliziranje privatnim finansijerima da je određeni sektor isplativ i prihvatljivog nivoa rizika za pružanje daljih finansija²⁶⁸.

Analiza kreditnih plasmana razvojnih banaka u poglavlju dva ističe da su razvojne banke fokusirane ne samo na ostvarenje ekonomskih, već i društvenih i ciljeva zaštite

²⁶⁷ Dodatnost je stepen u kome se nešto dešava kao rezultat intervencije koja se ne bi dogodila da nije bilo intervencije.

²⁶⁸ Tako recimo su komercijalne banke počele u 2023. godini da finansiraju poljoprivredne klijente nakon višegodišnjeg signaliziranja i obezbjeđivanja neophodnih tržišnih informacija od strane IRF-a. Poljoprivredni sektor je u Crnoj Gori umnogome neformalnog tipa i pored preduzeća ga čini preko 48 hiljada individualnih poljoprivrednih gazdinstava.

životne sredine, koje danas objedinjava UN agenda održivog razvoja sa svojih 17 ciljeva održivog razvoja. Tako i IRF u svojoj poslovnoj strategiji teži ostvarenju ovih ciljeva.

IRF se posljednjih godina posebno fokusira na SDG 7 Dostupna i obnovljiva energija za sve, SDG 8 Dostojanstveni rad i ekonomski rast, SDG 11 Održivi gradovi i zajednice, kao i SDG 13 Klimatske akcije. U ovom dijelu veoma je važno napomenuti da je IRF prva finansijska institucija u Crnoj Gori koja razvija klimatsko finansiranje, kako bi potpomogla održivi razvoj države i očuvanje životne sredine, a sve kako bi Crna Gora dostigla svoj nacionalno utvrđeni doprinos smanjenju gasova staklene bašte za 35% do 2030. godine²⁶⁹. kao i uskladila svoj razvojni put sa UN ciljevima održivog razvoja²⁷⁰ (17 SDGs²⁷¹).

Slika 9. UN Ciljevi održivog razvoja²⁷²



U narednom periodu, prilikom finansiranja tranzicije na niskougljeničnu, fleksibilnu i resursno efikasnu ekonomiju, biće neophodno slijediti taksonomiju EU – sistem

²⁶⁹ UNFCCC (2021). Updated NDC for Montenegro; <https://unfccc.int/sites/default/files/NDC/2022-06/Updated%20NDC%20for%20Montenegro.pdf> ; U pripremi je inivirani NDC koji će ovaj targetirani procenat smanjenja GHG emisija povećati na čak 55% do 2030. godine, kako je i preuzeta obaveza u decembru 2022. godine na Ministarskoj konferenciji Energetske zajednice (Energy Community, 2022, Decision of the Ministerial Council of the Energy Community No 2022/02/MC-EnC on amending Ministerial Council Decision No 2021/14/MC- EnC amending Annex I to the Treaty Establishing the Energy Community and incorporating Directive (EU) 2018/2001, Directive (EU) 2018/2002, Regulation (EU) 2018/1999, Delegated Regulation (EU) 2020/1044, and Implementing Regulation (EU) 2020/1208 in the Energy Community acquis communautaire);

²⁷⁰ UN Sustainable development goals, odnosno UN Ciljevi održivog razvoja. <https://sdgs.un.org/goals> ;

²⁷² <https://www.gov.me/vlada-crne-gore/odrzivi-razvoj>

klasifikacije koji određuje odgovarajuće definicije koje ekonomske aktivnosti se mogu smatrati ekološki održivim, te će njih biti poželjno finansirati (projekti ublažavanja klimatskih promjena, projekti prilagođavanja nastalim klimatskim promjenama, projekti cirkularne ekonomije, projekti održivog korišćenja i zaštite voda i morskih resursa, sprječavanje i kontrola zagađenja i zaštita i obnova biodiverziteta i ekosistema) odnosno koje aktivnosti ne ispunjavaju ove ciljeve i ne doprinose ostvarenju univerzalnih razvojnih ciljeva UN, koji postaju važni i za RB i RFI²⁷³.

Klijenti fonda treba da suštinski doprinesu ostvarenju nekih od navedenih ESG ciljeva²⁷⁴ (zaštita životne sredine, društvo i ciljeva dobrog upravljanja), te da ne nanose značajnu štetu ostalim ciljevima, gdje je relevantno. EU taksonomija isključuje podršku projektima koji su povezani sa proizvodnjom uglja (projekti visokog ESG rizika), a u naprednoj fazi, čak se ne preporučuje ni finansijska podrška klijentima koji su dobavljači klijenata koji proizvode ugalj.

3.1. Instrumenti finansijske podrške IRF-a

IRF posluje u svih 25 opština u Crnoj Gori. U 2024. godini, IRF pruža zainteresovanim privrednicima i privređivačima 20 subvencionisanih kreditnih linija kroz devet programskih oblasti podrške, čineći kreditni portfolio sveobuhvatnim i raznovrsnim sa ciljem da uključi sve vrste klijenata sa posebnim osvrtom na ugrožene grupe. Korisnici ovih kreditnih linija su preduzetnici, poljoprivrednici, MMSP, žene u biznisu, početnici u biznisu i opštine.

Kao što je i prikazano u narednom tabelarnom pregledu, kreditne linije IRF-a su segmentirane prema sljedećoj kategorizaciji: preduzetništvo, mikro-biznisi, poljoprivreda, turizam, proizvodnja, usluge, likvidnost, green & brown field, infrastruktura i obnovljivi izvori energije i garantne šeme. Dodatno, IRF pruža mogućnost izdavanja kreditnih garancija u saradnji sa EIF-om²⁷⁵. Kreditne garancije,

²⁷³ EU Regulativom 2020/852 uspostavljen je okvir za olakšavanje održivih ulaganja u EU, a odnosi se i na Evropski ekonomski prostor. (Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088).

²⁷⁴ ESG – Environmental, Social and Governance.

²⁷⁵ Evropski investicioni fond (EIF) je osnovan 1994. godine i dio je EIB Grupe sa fokusom na podršku MSP kroz obezbjeđenje finansijskih sredstava i olakšavanje pristupa kapitalu. EIF igra ključnu ulogu u sprovođenju EU politika koje se odnose na inovacije, preduzetništvo i rast MSP-a. Gotovo polovina EIF-ovih aktivnosti posljednjih godina je implementacija EUInvest programa koji kombinuje sredstva iz budžeta EU sa privatnim i javnim investicijama kako bi

subvencionisane kamate i direktni zajmovi su neke od političkih intervencija koje su ustanovljene kako bi se moderirali krediti sektoru MMSP²⁷⁶.

Tabela 12. Kreditne linije IRF-a

PROGRAMSKE OBLASTI	KREDITNE LINIJE
PREDUZETNIŠTVO	Investicioni krediti za početnike u biznisu Investicioni krediti za razvoj preduzetništva Investicioni krediti za unprjeđenje ženskog preduzetništva Investicioni krediti za mlade u biznisu Razvojni krediti za mikro, mali i srednji biznis
POLJOPRIVREDA	Investicioni krediti za podršku poljoprivrednoj proizvodnji i proizvodnji hrane Investicioni krediti za razvoj poljoprivrede - IPARD Krediti za otkup poljoprivrednih proizvoda Investicioni krediti za ulaganja u ribolovne plovne objekte, ribolovnu opremu i elektronske uređaje - MIDAS 2
TURIZAM	Investicioni krediti za podršku turizmu, hotelijerstvu i ugostiteljstvu
PROIZVODNJA	Investicioni krediti za podršku proizvodnji
USLUŽNE DJELATNOSTI	Investicioni krediti za podršku djelatnostima usluge i trgovine
OBRтна SREDSTVA I LIKVIDNOST	Krediti za refinansiranje tekućih kreditnih zaduženja Krediti za finansiranje trajnih obrtnih sredstava Kratkoročni krediti za likvidnost Krediti za finansiranje trajnih obrtnih sredstava za mikro, mali i srednji biznis Mikrokrediti za likvidnost i obrtna sredstva
INFRASTRUKTURA, GREEN I BROWN FIELD INVESTICIJE	Investicioni krediti za podršku infrastrukturnih projekata, projekata zaštite životne sredine i projekata energetske efikasnosti
GARANTNE ŠEME	EU EaSI investicioni krediti
FAKTORING	Program otkupa potraživanja - faktoring

Izvor: https://www.irfcg.me/pretraga?type=loans&orderby=published_at&order=desc&q=&page=1&limit=6&offset=0

Interesantno je da portfelj IRF-a ima sličnu strukturu kao i privreda države, što govori o inkluzivnosti pružanja finansiranja što nije slučaj kada su u pitanju komercijalne

se pokrenuli veliki projekti u oblastima kao što su infrastruktura, inovacije, digitalizacija, MSP, socijalni sektor i zelena tranzicija. EUInvest pruža garancije (budžet od 26 mlrd eura u periodu 2021-2027) koje smanjuju rizik za investitore, čime se olakšava pristup kapitalu za projekte koji bi inače bili previše rizični. Projektovana mobilizacija sredstava u navedenom periodu kreće se do 376 mlrd eura (https://www.eif.org/who_we_are/index.htm);

²⁷⁶ Asdrubali P., Signore S., (2015 The Economic Impact of EU Guarantees on Credit to SMEs, Evidence from CESEE Countries, Discussion paper 002, EC, EIF;

kreditne institucije koje imaju visok nivo koncentracije kredita²⁷⁷ prema ekonomskim aktivnostima na nivou od 63% prema posljednjim dostupnim podacima²⁷⁸.

IRF svojim klijentima nudi kratkoročne, srednjoročne u dugoročne kredite. IRF do sada nije pružao direktnim putem tehničku pomoć, garancije i subvencije, ali jeste putem posrednika kao što su Zavod za zapošljavanje Crne Gore, UNDP i Ministarstvo ekonomije. Pružana je tehnička podrška krajnjim korisnicima u formi tutoringa, mentoringa i sličnih usluga, dok su garancije klijentima pružane putem evropskih garantnih šema kao što su COSME i EaSi. Sa druge strane, kroz saradnju sa Ministarstvom poljoprivrede, šumarstva i vodoprivrede, IRF je pružao pogodnosti kao što su subvencionisanje kamatne stope svojim krajnjim korisnicima. Ovo je bilo od posebnog značaja u vremenu COVID-19 pandemije.

Kratkoročnim kreditima se finansiraju tekuća aktivnost i likvidnost preduzeća kroz otkup potraživanja (faktoring finansiranje). Njihova je ročnost do godinu dana i pretežno se koriste za pripremu turističke ili poljoprivredne sezone, kao i za sve one potrebe kojima se održava likvidnost preduzeća.

Srednjoročni krediti su namijenjeni finansiranju potreba privrede koje zahtijevaju ročnost od jedne do pet godina.

Dugoročni krediti su krediti čija je ročnost preko pet godina, i kojima se najčešće finansiraju veće investicije i razvojni projekti. Ovi krediti mogu biti namijenjeni za ulaganja u investicione projekte i projekte od strateškog značaja za privredu²⁷⁹.

IRF od početka svog poslovanja pruža najpovoljnije uslove finansiranja za privredne subjekte u Crnoj Gori. Tako su, na primjer, u 2024. godini, uslovi pod kojima IRF plasira svoja sredstva bili sljedeći:

- Iznos kredita do 5 mil EUR;
- Rok otplate kredita do 15 godina (uključujući mogućnost korišćenja grejs perioda);
- Grejs period do 5 godina;
- Proporcionalan sistem obračuna kamata prilagođen potrebama privrede i održivosti Fonda.

²⁷⁷ Predstavlja udio kredita tri najzastupljenije djelatnosti iz grupe nefinansijskih korporacija u ukupnim kreditima nefinansijskih korporacija. Djelatnosti su bazirane na UN ISIC Rev. 4.

²⁷⁸ Jun 2025 ; <https://www.cbcbg.me/me/statistika/statisticki-podaci/indikatori-finansijske-stabilnosti>

²⁷⁹ IRF (2023). Godišnji plan rada IRF-a za 2024. godinu, str. 9;

IRF takođe nudi mogućnost prilagođavanja strukture otplate duga tokovima gotovine shodno posebnosti određenih grana privrede kao što je turizam, sezonalnog tipa. Izuzetno, maksimalni iznos kredita/faktoringa je u 2024. godini na nivou do 10 mil EUR, uz uvažavanje limita izloženosti definisanih aktima Fonda.

Veoma je važno navesti da je maksimalno definisana kamatna stopa kojom IRF direktno plasira svoje plasmane u 2024. godini definisana na 5,5 % kao i da IRF i dalje nudi fiksni način otplate svojim klijentima, što im daje sigurnost i predvidljivost u poslovnom planiranju u uslovima rasta kamatnih stopa.

3.2. Usklađenost sa strateškim razvojnim dokumentima Crne Gore

Ciljevi Fonda, kao državne finansijske razvojne institucije su u potpunosti opredijeljeni pružanju podrške za ostvarivanje strateških razvojnih ciljeva kao i sprovođenju ekonomske politike Vlade Crne Gore i podsticanja: ubrzanog privrednog razvoja Crne Gore, dinamiziranja rasta mikro, malih, srednjih i srednje kapitalizovanih privrednih subjekata, ravnomjernijeg regionalnog razvoja, konkurentnosti i likvidnosti privrednih subjekata, proizvodnje i usluga orijentisanih prema smanjenju uvozne zavisnosti, finansiranja infrastrukturnih projekata, projekata zaštite životne sredine, efikasnog sprovođenja i okončanja procesa privatizacije prodajom kapitala stečenog u procesu svojinske i upravljačke transformacije, kao i podsticanja finansiranja drugih projekata od lokalnog, regionalnog i državnog značaja²⁸⁰.

Jedan od ključnih aspekata RFI kao što je IRF jeste direktna i indirektna povezanost sa nacionalnom socio-ekonomskom razvojnom politikom, preciznije sa *finansiranjem* ovog procesa. Međutim, kako bi se precizirala njihova djelatnost odnosno mandat, on mora biti istaknut u Zakonu kojim je Fond osnovan²⁸¹. Stoga ću u ovom odjeljku navesti neke od ključnih ciljeva iz strateških dokumenata Vlade Crne Gore i povezati ih sa mandatom IRF-a da iste podrži.

²⁸⁰ IRF (2022). Godišnji plan Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore za 2023. godinu;

²⁸¹ Auyezbayeva, T. E. and Tussupova, S., Finance and Economic Growth Relationships in Case of Kazakhstan: Proposed Research Background (October 9, 2013). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2338047> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2338047>

Istovremeno, RFI kao što je IRF su dizajnirane ne samo da isprave tržišne neuspjehe na finansijskom tržištu u Crnoj Gori, već i da bude kritičan alat za podršku proaktivne razvojne strategije, sa ciljem oblikovanja tržišta i strateških razvojnih politika²⁸².

IRF prati strateške razvojne dokumente Crne Gore, gdje se posebno izdvajaju:

- Nacionalna strategija održivog razvoja do 2030. godine
- Strategija pametne specijalizacije 2019-2024. godine i Plan implementacije pametne strategije za 2025. godinu²⁸³
- Srednjoročni program rada Vlade 2024-2027. godine
- Reformska agenda Crne Gore 2024-2027. godine
- Program ekonomskih reformi 2024-2026. godine
- Strategija regionalnog razvoja 2023-2027. godine
- Strategija digitalne transformacije 2022-2026. godine
- Nacionalni energetska i klimatski plan Crne Gore 2025-2030. godine (nacrt)
- Nacionalna strategija cirkularne tranzicije do 2030. godine
- Program za inovacije 2023-2027. godine
- Program pretpriprave podrške IPA III 2021-2027, uključujući Ekonomski investicioni plan i Zelenu agendu za Zapadni Balkan.
- Horizontalne i sektorske strategije od značaja za dinamiziranje razvoja i restrukturiranje crnogorske ekonomije, kao što su:
 - Industrijska politika Crne Gore 2024-2028. godine
 - Strategija razvoja poljoprivrede i ruralnih područja 2023 – 2028. godine
 - Strategija razvoja turizma 2022-2025. godine
 - Nacionalna strategija zapošljavanja i razvoja ljudskih resursa i drugi strateški razvojni dokumenti;

Već je navedeno da IRF svoje prioritet usklađuje sa UN ciljevima održivog razvoja, tako da se strateški ciljevi fonda poklapaju i sa dugoročnim ciljevima razvoja definisanim u **Nacionalnoj strategiji održivog razvoja do 2030. godine**, posebno u oblasti finansiranja održivog razvoja.

²⁸² Mazzucato M. and Penna C (2014). Beyond Market Failures: The Market Creating and Shaping Roles of State Investment Banks, Working Papers Series No. 7, Institute for New Economic Thinking;

²⁸³ Kojim se premošćava priprema Strategije pametne specijalizacije za period 2026-2031. godine, koja se priprema;

Na osnovu strateške vizije razvoja Crne Gore, primjenom S3 metodologije u okviru **Strategije pametne specijalizacije Crne Gore**²⁸⁴, definisane su četiri prioritete oblasti, i to: energija i održiva životna sredina; održiva poljoprivreda i lanac vrijednosti hrane; održivi i zdravstveni turizam i ICT, pri čemu je ICT horizontalan sektor, jer daje poslovnu i tehnološku podršku ostalim prioritetnim sektorima. S tim u vezi, ciljevi Fonda direktno proizilaze iz gore navedenog i odnose se na:

- **Poboljšanje konkurentnosti privrede, bazirano na zelenoj ekonomiji i digitalnoj transformaciji, razvoju prioritetnih sektora, ravnomjernom regionalnom razvoju, osiguravanju likvidnosti mikro, malih i srednjih preduzeća i diversifikaciji ekonomskih aktivnosti;**
- **Podršku posebnim ciljnim grupama** (mladi, početnici u biznisu, žene, individualni poljoprivredni proizvođači) u cilju stvaranja uslova za veće zapošljavanje, povećanje radne aktivnosti i mobilnosti radnika, uz podršku garantnih šema;
- **Unaprjeđenje infrastrukture neophodne za razvoj i povezivanje ruralnih područja;** poboljšanje uslova i kvaliteta života za ostanak stanovništva na selu.

Vlada Crne Gore usvojila je Srednjoročni program rada za period 2024 – 2027. godine i definisala ključne prioritete²⁸⁵. Ciljevi IRF-a direktno proizilaze iz ovog programa rada Vlade i odnose se na:

1. Unaprjeđenje konkurentnosti privrede povećanjem zaposlenosti kroz unaprjeđenje postojećih i kreiranje novih kreditnih linija u cilju podsticanja razvoja poslovanja. Razvijaće se instrumenti i mehanizmi finansijske podrške za podršku razvoju prioritetnih sektora, ravnomjernom regionalnom razvoju, unaprjeđenju poslovanja i likvidnosti mikro, malih i srednjih preduzeća, formiranju klastera, optimizaciji iskorišćenosti kapaciteta velikih sistema u cilju adekvatnog povezivanja, podršku lancima vrijednosti u različitim industrijama i diversifikacija privrednih aktivnosti. Podrška crnogorskim kompanijama nastaviće se sa realizacijom programa podrške konkurentnosti crnogorskih

²⁸⁴ Vlada Crne Gore (2019). Strategija pametne specijalizacije za period 2019-2024. godine; (<https://www.gov.me/dokumenta/18205a91-1afc-4eb7-a5cb-8ad5bd0b7712>)

²⁸⁵ Vlada Crne Gore (2024). Srednjoročni program rada Vlade Crne Gore 2024-2027. godine;

proizvoda/usluga na drugim tržištima, koji će biti dopunjen novim instrumentom u vidu osiguranja izvoza;

2. Podrška specifičnim ciljnim grupama (mladi, početnici, žene u biznisu, tehnološki viškovi, individualni poljoprivredni proizvođači, zanatlije, osobe sa invaliditetom i dr.) u cilju stvaranja uslova za veće zapošljavanje, povećanje zaposlenosti aktivnost i mobilnost radnika, koja će se realizovati kroz namjenske kreditne linije kao i uvođenje novih instrumenata, kao što su garantne šeme;
3. Veza između poljoprivrede, trgovine i turizma kroz diversifikaciju privrednih aktivnosti u ruralnim područjima dobija na značaju. Potražnja za poljoprivrednim proizvodima raste, podstaknuta realizacijom značajnih projekata u sektoru turizma. IRF će nastaviti da podržava projekte u turizmu i ugostiteljstvu, kako za izgradnju novih tako i za nadogradnju postojećih apartmanskih i hotelskih objekata;
4. Povećanje primarne poljoprivredne proizvodnje (biljna i stočarska proizvodnja), organske proizvodnje i rasta prihoda na poljoprivrednim gazdinstvima u saradnji sa Ministarstvom poljoprivrede i ruralnog razvoja bilo je u fokusu prethodnih godina i tako će biti i u narednim godinama. ;
5. Cilj investicione aktivnosti IRF-a je podrška velikim sistemima u cilju stvaranja održivog i manje orijentisanog na uvoz lanca snabdijevanja. Potencijal se vidi u povezivanju proizvođača i velikih sistema kroz kupovinu proizvoda i dalji marketing na domaćem i inostranom tržištu;
6. Unaprijeđenje infrastrukture neophodne za ruralni razvoj i povezanost; poboljšanje uslova života i kvaliteta života seoskog stanovništva;

Svi strateški dokumenti, komplementarni su prioritetima definisanim u dugoročnim razvojnim strategijama i prioritetima Srednjoročnog programa rada Vlade. Nadalje se razrađuju u akcionim planovima, gdje je IRF jedan od ključnih stubova finansiranja razvoja za potrebe MMSP, u skladu sa definisanim razvojnim prioritetima.

U narednoj tabeli dat je pregled uvezanosti izabranih razvojnih strategija i programa rada Vlade sa mandatom IRF-a.

Tabela 13. Uvezanost strategija, njihovih ciljeva i mjera, sa mandatom IRF-a

Strategija	Ciljevi i mjere	Mandat IRF-a
Nacionalna strategija održivog razvoja 2030 (NSOR)	Finansiranje održivog razvoja	Član 12, stav (1), alineja 1,2, i 3, stav (3)
Srednoročni program rada Vlade Crne Gore 2024-2027	Prioritet 2: Stabilan finansijski i ekonomski sistem za bogatu državu, građane i građanke Cilj 6: Snažne javne finansije za snažnu Crnu Goru Cilj 7: Razvijenom ekonomijom do evropskog životnog standarda Cilj 8: Crna Gora - dragulj Evrope (turistička privreda i zaštita životne sredine) Cilj 9: Od tradicionalne do pametne poljoprivrede Cilj 10: Energetika - naša razvojna šansa Cilj 11: Za ravnomjeran i održiv razvoj Prioritet 3: Zdravi i obrazovani pojedinci kao temelj prosperitetnog i solidarnog društva Cilj 15: Nauka i inovacije za pametnu, konkurentnu Crnu Goru (S3 strategija)	Član 12, stav (1), alineja 1,2, 4, 5 i 6
Program ekonomskih reformi 2023-2025	Reformska mjera 2: Uvođenje Programa Garancija za mlade u Crnoj Gori; Reformska mjera 15: Održivi zeleni turizam Reformska mjera 16: Investicije usmjerene ka razvoju poljoprivrede i ruralnih područja	Član 12, stav (1), alineja 1,2,3 i 5, stav (3)
Strategija razvoja MMSP 2023-2026	Strateški cilj 1: Unaprijeđen poslovni/regulatorni ambijent i preduzetnički ekosistem; Operativni cilj 2: Bolji pristup MMSP finansijama; Operativni cilj 3: Promocija preduzetništva i podsticanje početnika u poslovanju; Operativni cilj 4: Razvoj institucionalne mreže za podršku MMSP i poslovno udruživanje. Strateški cilj 2: Podrška transformaciji i jačanju konkurentnosti MMSP; Operativni cilj 1: Digitalna transformacija MMSP; Operativni cilj 2: Tranzicija MMSP ka održivom zelenom poslovanju; Operativni cilj 3: Razvoj savremenih znanja i vještina MMSP; Operativni cilj 4: Podsticanje inovativnosti MMSP Strateški cilj 3: Poslovna organizovanost i pristup novim tržištima; Operativni cilj 1: Poslovna organizovanost MMSP u klastere, lance dobavljača, lance vrijednosti; Operativni cilj 2: Priprema za izvoz i podrška MMSP u pristupu inostranim tržištima	Član 12, stav (1), alineja 1,3,4 i 5, stav (3)

Izvor: Strateški dokumenti Vlade Crne Gore i Zakon o Investicionom razvojnom fondu CrneGore (komilacija autora)

Iz predstavljenog pregleda možemo zaključiti da Investiciono razvojni fond priprema svoje kreditne linije u skladu sa ključnim strateškim dokumentima Vlade Crne Gore i na taj način ostvaruje svoju osnovnu misiju.

3.3. Podrška IRF-a regionalnom razvoju i regionalnoj politici Crne Gore

3.3.1. Strateška dokumenta regionalnog razvoja Crne Gore

Politikom regionalnog razvoja obezbjeđuje se ravnomjerniji rast i razvoj svih jedinica lokalne samouprave i regiona, zasnovan na konkurentnosti, inovativnosti i podsticanju zapošljavanja. Regionalni razvoj se planira Strategijom regionalnog razvoja, kao i strateškim planovima razvoja jedinica lokalne samouprave (JLS). Strateškim planom JLS se utvrđuje postojeće stanje razvoja JLS, opšti cilj razvoja, strateški ciljevi sa prioritetima za njihovo ostvarivanje, mjere i smjernice za ostvarivanje strateškog plana, orijentaciona sredstva za sprovođenje strateškog plana, način njihovog obezbjeđivanja i druga pitanja od značaja za razvoj²⁸⁶.

Strategija regionalnog razvoja Crne Gore 2023-2027 (SRR) temeljni je planski dokument politike regionalnog razvoja, kojim se utvrđuju ciljevi i prioriteti regionalnog razvoja, način njihovog postizanja, područja sa razvojnim specifičnostima, kao i međusobni odnos i aktivnosti organa državne uprave i drugih nosilaca aktivnosti regionalnog razvoja, koji su uključeni u sprovođenje SRR²⁸⁷.

Vizija regionalnog razvoja Crne Gore definisana Strategijom regionalnog razvoja 2023-2027 je ravnomjerniji regionalni razvoj za život po mjeri čovjeka, zasnovan na konkurentnosti, inovativnosti, unaprjeđenju ljudskog kapitala, digitalizaciji, dekarbonizaciji i socijalnoj inkluziji²⁸⁸.

Važno je istaći da je politika regionalnog razvoja horizontalna, kompozitna politika i njeno sprovođenje zahtijeva značajne napore svih resora i drugih uključenih aktera, koji doprinose njenom sprovođenju, gdje je uloga IRF-a svakako značajna.

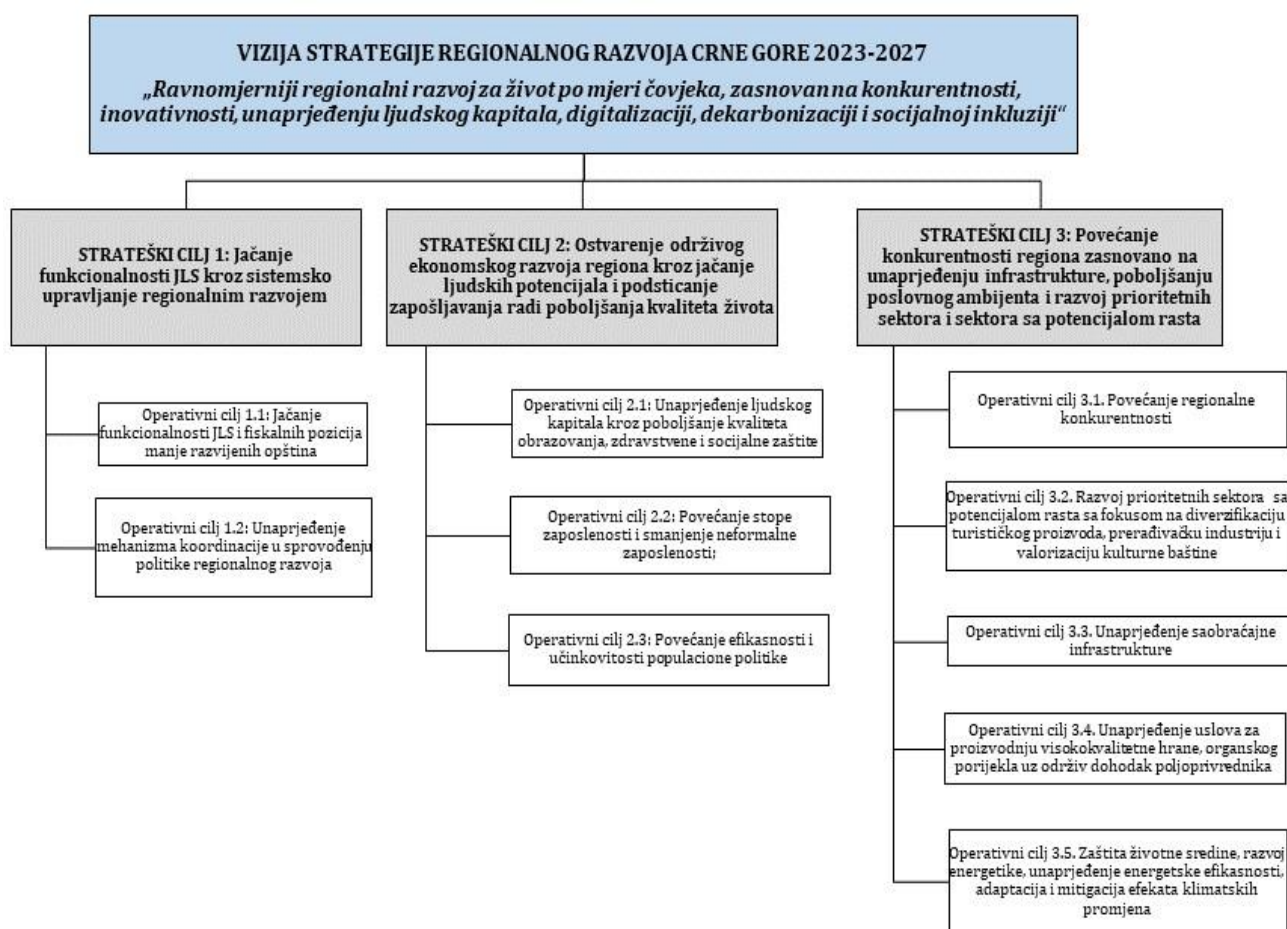
²⁸⁶ Zakon o regionalnom razvoju ("Sl.list CG", br. 020/11, 026/11, 020/15 i 047/19);

²⁸⁷ Obaveza donošenja SRR i Strateških planova razvoja je predviđena Zakonom o regionalnom razvoju, kojim se uređuje način podsticanja i planiranja regionalnog razvoja Crne Gore i druga pitanja od značaja za regionalni razvoj. Za potrebe prostornog planiranja, kreiranja i implementacije politike regionalnog razvoja, Zakon o regionalnom razvoju, u skladu sa geografskim karakteristikama i razmještaju prirodnih uslova za razvoj, definiše tri geografska regiona: Primorski, Središnji i Sjeverni. Po Zakonu o teritorijalnoj organizaciji Crne Gore, Crna Gora je podijeljena na 25 jedinica lokalne samouprave, od kojih se 13 nalazi u Sjevernom regionu, i po 6 u Središnjem i Primorskom. Istovremeno, u okviru statističke nomenklature prostornih jedinica Eurostata, Crna Gora je, shodno regulativi Evropske komisije (EC) 1059/2003 definisana kao jedan statistički region regiona na sva tri NUTS nivoa (NUTS 1=NUTS 2=NUTS 3), tj. Crna Gora je jedan od ukupno 242 regiona na nivou NUTS 2 u okviru EU-27 (Vlada Crne Gore, 2023, Strategija regionalnog razvoja Crne Gore 2023-2027);

²⁸⁸ Strategija regionalnog razvoja Crne Gore 2023-2027, str. 32;

Strategijom regionalnog razvoja se utvrđuju i načini obezbjeđivanja sredstava za ostvarivanje ciljeva regionalnog razvoja kao i druga pitanja od značaja za razvoj. Strategiju regionalnog razvoja donosi Vlada na period do sedam godina, čime se teži njeno usklađivanje sa finansijskim okvirom EU. Diskontinuitet u odnosu na prethodnu SRR, doveo je do petogodišnjeg vremenskog okvira dokumenta za ovaj vremenski okvir, kako bi se pratio finansijski okvir Unije, čija se aktuelna finansijska perspektiva završava 2027. godine.

Slika 10. Strateški i operativni ciljevi SRR 2023-2027. godine



Iako se Crna Gora statistički prema nomenklaturi EU računa kao jedan region, veliki su regionalni razvojni dispariteti na geografskom nivou, unutar same zemlje, pa je utvrđena dalja regionalizacija kroz prepoznavanje tri „statistička“ regiona u zemlji, za potrebe vođenja regionalne razvojne politike na nacionalnom nivou.

Između dva **popisa** nastavlja se trend intenzivnih unutrašnjih migracija, uz izraženo “demografsko” praznjenje Sjevernog regiona, čime se gep između raspoloživih resursa i

stanovništva u prostoru – dalje pogoršava. Kao što je predstavljeno u narednoj tabeli, u Sjevernom regionu, koji obuhvata 53% površine zemlje, živi oko četvrtine stanovništva (24%), i po rezultatima Popisa 2023, taj broj je smanjen za 25,247 stanovnika (čak 24%). U Središnjem regionu, površine 36%, živi gotovo polovina stanovnika Crne Gore, tj. 49% (uobičajeno mjesto prebivališta), što je rast od 13,862 (5%) u odnosu na prethodni popis iz 2011. godine. Primorski region bilježi najizraženiji trend rasta broja stanovnika, zahvaljujući kako internim tako i migracijama u Crnu Goru iz drugih zemalja. Na površini od svega 12%, živi preko četvrtine stanovništva zemlje (163,672), koja se u odnosu na Popis 2011, povećala za 14,989 stanovnika (5%).

Tabela 14. Površina statističkih regija Crne Gore i promjene broja stanovnika 2011-2023. g

	Površina		Popis 2011		Popis 2023 ²⁸⁹		Promjene 2023-2011	
Sjeverni region	7,304	53%	177,851	29%	152,590	24%	-25,247	-14%
Primorski region	1,591	12%	148,695	24%	163,672	26%	14,989	10%
Središnji region	4,917	36%	293,533	47%	307,371	49%	13,862	5%
Crna Gora	13,812	100%	620,079	100%	623,633	100%	3,604	0.6%

Izvor: Uprava za statistiku Crne Gore, 2024 (obrađena autora) ;

Važan indikator razlika u razvijenosti na nivou opština je **Indeks razvijenosti**²⁹⁰. U narednom tabelarnom pregledu dajemo uporedni prikaz dostupnih podataka za Indeks razvijenosti JLS za period 2010-2024. godine.

("Službeni list Crne Gore", br. 42/11, 72/19, 1/23, 112/25)

²⁸⁹ Uprava za statistiku (2024). Popis 2023. <https://www.monstat.org/cg/page.php?id=2202&pageid=1992>

²⁹⁰ Indeks razvijenosti je kompozitni pokazatelj koji se računa kao ponderisani prosjek više osnovnih društveno-ekonomskih pokazatelja u cilju mjerenja stepena razvijenosti jedinica lokalne samouprave (JLS). To su: ukupni oporezivi dohodak po stanovniku, stopa nezaposlenosti, opšte kretanje stanovništva – stopa rasta, kao i obrazovna struktura stanovništva odnosno udio obrazovanog stanovništva (srednje, više i visoko obrazovanje) u stanovništvu dobi od 15 do 64 godine. Za svaki indikator ponder je 25%. Važno je napomenuti da je u prvom periodu bilo 5 indikatora, a kasnije je taj peti indikator ukinut – prihodi budžeta JLS po stanovniku, koji je nosio ponder 15%. Po važećoj metodologiji za svaki indikator isti je ponder. (Uredba o načinu izračunavanja indeksa razvijenosti jedinice lokalne samouprave, "Službeni list Crne Gore", br. 42/11, 72/19, 1/23, 112/25) ;

Tabela 15. Indeks razvijenosti jedinica lokalne samouprave

U odnosu na prosjek Crne Gore (CG=100)	2010-2012			2016-2018			2019-2021			2022-2024		
	JLS	Indeks razvije-nosti JLS	Stepen razvije-nosti JLS	JLS	Indeks razvije-no-sti JLS	Ste-pen	JLS	Indeks razvije-nosti JLS	Ste pe n	JLS	Indeks razvije-nosti JLS	Stepen
Iznad 125%	BD	331.73	1									
	TV	173.09	2									
	HN	160.17	3									
	KO	143.21	4									
	PG	141.13	5									
	BR	133.86	6	BD	157.01	1	BD	142.68	1	BD	170.50	1
	PŽ	131.30	7	TV	133.83	2	TV	128.76	2	TV	134.68	2
100- 125%	DG	100.94	8	PG	121.12	3	PG	122.85	3	PG	116.98	3
				KO	118.91	4	HN	117.27	4	KO	113.24	4
				HN	115.53	5	KO	116.33	5	HN	112.73	5
				BR	100.53	6				BR	105.45	6
75% - 100%	NK	95.03	9	DG	94.97	7	CT	99.29	6	ŽB	96.16	7
	ŽB	77.51	10	NK	93.54	8	BR	98.79	7	CT	96.03	8
	UL	75.44	11	CT	91.19	9	DG	98.69	8	DG	92.16	9
				ŽB	89.98	10	NK	96.14	9	NK	89.5	10
				UL	83.47	11	ŽB	95.45	10	UL	88.86	11
				PŽ	82.35	12	PŽ	83.27	11	ZT	87.96	12
				PV	78.55	13	PV	81.47	12	KL	81.39	13
							KL	80.47	13	PV	79.18	14
							UL	79.11	14	TZ	77.22	15
							MK	77.48	15	MK	75.82	16
50%-75%	CT	74.95	12	KL	74.11	14	BP	71.15	16	PL	72.01	17
	PV	70.74	13	MK	73.48	15	ŠN	70.81	17	PŽ	70.15	18
	KL	64.41	14	ŠN	66.47	16	TZ	63.45	18	ŠN	69.72	19
	MK	63.38	15	BP	64.78	17	BA	62.86	19	BP	66.79	20
	BA	60.08	16	BA	58.43	18	AN	54.37	20	BA	66.55	21
				TZ	56.35	19				RO	52.06	22
				RO	52.73	20						
Ispod 50%	ŠN	49.4	17	PL	47.24	21	RO	48.7	21	AN	41.55	23
	RO	39.64	18	GS	43.96	22	GS	48.1	22	GS	28.32	24
	BP	38.06	19	AN	41.6	23	PL	44.27	23	PT	12.89	25
	PL	38.00	20	PT	28.13	24	PT	28.32	24			
	AN	37.92	21									

Izvor: Pravilnici o utvrđivanju stepena razvijenosti JLS (Sl.list CG 61/13, 82/16, 113/20 I 122/25;

Objavljeni Indeksi razvijenosti pokazuju rast razlika razvijenosti između crnogorskih opština, odnosno veoma izraženu razliku u indeksu razvijenosti (Crna Gora = 100)

između najrazvijenije JLS - Budve i najnerazvijenije JLS - Petnjice (indeksno - 142:28 u periodu 2019-2021, odnosno čak 170:13 u periodu 2022-2024)²⁹¹, gdje je Budva 5 puta odnosno čak 13 puta razvijenija od Petnjice po ovom sintetičkom pokazatelju. U sva četiri posmatrana periodu, rasponi u razvijenosti kreću se 8.7, 5.5, 5.0 i 13.2 respektivno.

Broj opština iznad crnogorskog prosjeka je svega 6, slijedi 10 opština u rasponu od 75 do 100% crnogorskog prosjeka, dok je 6 opština u rasponu razvijenosti 50-75% crnogorskog prosjeka, a tri najnerazvijenije opštine po ovom sintetičkom indikatoru, su ispod 50% crnogorskog prosjeka. U skladu sa navedenim Pravilnikom, jedinice lokalne samouprave koje se nalaze ispod 75% nacionalnog prosjeka, mogu biti predložene za dodatne poene prilikom kandidovanja razvojnih projekata za finansiranja kako iz nacionalnih tako i iz pretpristupne podrške EU, namijenjenje regionalnom razvoju. Pri tome je važno istaći da pojekti moraju zadovoljiti traženi nivo kvaliteta i kriterijume.

Pored navedenog, važno je istaći i da je, u međuvremenu došlo i do promjene Uredbe o metodologiji izračunavanja indeksa shodno najboljim međunarodnim praksama, pa je smanjen i broj uporednih indikatora²⁹². Negativno je da je sada veći broj opština ispod prosjeka razvijenosti (sa 13 JLS na 19 JLS), ali je i porastao broj opština u Crnoj Gori, te sada imamo četiri nove opštine: Gusinje, Zeta, Tuzi i Petnjica, koje su sve ispod prosječnog nivoa razvijenosti.

Razlozi nejednakosti u razvijenosti su brojni, oni su sistemski i višedecenijski. Međutim, kao ključne razloge Strategija regionalnog razvoja navodi sljedeće razloge: nedovoljan ljudski kapital i njegov prostorni razmještaj u odnosu na prirodne resurse i izgrađene kapacitete, nerazvijena infrastruktura, neadekvatna iskorišćenost raspoloživih resursa, nizak stepen diverzifikacije privrede. Ključne posljedice, koje čine ujedno i izazove u implementaciji SRR u budućem periodu su: (i) visoka nezaposlenost, naročito žena i mladih; (ii) neujednačeni fiskalni kapaciteti JLS (iii) visoka stopa rizika od siromaštva i (iv) migracije i negativan prirodni priraštaj²⁹³.

Važno je napomenuti da je pored SRR, lokalni razvoj crnogorskih regiona praćen i pripremom strateških planova razvoja JLS.

²⁹¹ Pravilnik o utvrđivanju stepena razvijenosti jedinica lokalne samouprave ("Sl. list CG", br. 151/22)

²⁹² Uredba o načinu izračunavanja indeksa razvijenosti jedinice lokalne samouprave (Sl.list Crne Gore br. 42/11, 72/19, 1/23 i 112/25) ;

²⁹³ Vlada Crne Gore (2023). Strategija regionalnog razvoja Crne Gore 2023-2027, str. 5;

Regionalni dispariteti i učinkovitost regionalne politike jedan su od strukturnih problema crnogorske ekonomije. Ostaju kao ozbiljan razvojni izazov i u narednom periodu. Drugim riječima, izazovi regionalnog razvoja Crne Gore, od kojih su većina višedecenijskog karaktera, mogu se sistematizovati na sljedeći način²⁹⁴:

- *Evidentna je visoka (dugoročna) nezaposlenost i stopa rizika od siromaštva, posebno žena i mladih, u Sjevernom regionu* - Crna Gora nema jedinstvenu politiku ili strategiju koja obuhvata sve programe aktivne politike zapošljavanja, sa posebnim fokusom na regionalne disparitete. Naime, neusklađenost znanja i vještina nezaposlenih sa potrebama tržišta rada i dalje predstavlja problem i za mlade sa srednjom i sa visokom stručnom spremom. Ovdje je važno naglasiti da su nastavne metode više usmjerene na sticanje/akumuliranje znanja, nego na kritičko razmišljanje i samostalno istraživanje. Razlike u kvalitetu i kapacitetima obrazovanja, socijalne i zdravstvene zaštite između regiona, utiču i na različitu stopu rizika od siromaštva između regiona. Dodatno, prepoznata je neophodnost boljeg usmjeravanja mjera socijalne politike za smanjenje siromaštva, sa fokusom na regionalnu dimenziju, imajući u vidu nastale promjene u strukturi alokacije socijalnih davanja. Pored neusklađenosti socijalne politike sa politikama na tržištu rada, postoji njihova neusklađenost sa politikama u oblasti obrazovanja i zdravstva i unaprjeđenja poslovnog ambijenta.
- *Posljednjih decenija registruje se negativan prirodni priraštaj i rastuće migracije (kako unutrašnje, tako i spoljne)* - Iako su mjere SRR 2014-2020 doprinijele unaprjeđenju osnovne i poslovne infrastrukture, i neznatnom unaprjeđenju poslovnog okruženja, one nijesu značajnije doprinijele dovoljnom broju prilika za zaposlenje i smanjenju rizika od siromaštva. U narednom srednjoročnom periodu je neophodno kreirati set konkretnih mjera i aktivnosti, kombinacijom mjera fiskalne politike sa ostalim politikama poput: demografske, obrazovne, zdravstvene, socijalne i naročito mjera aktivne politike tržišta rada.
- *Nediversifikovana ekonomska struktura i gep između potencijalnog i realizovanog izvoza, kako po grupama proizvoda, tako i po izvoznim tržištima, takođe ima i svoju regionalnu dimenziju* - crnogorska MMSP orjentisana su uglavnom na domaće

²⁹⁴ Op.cit., str. 22-23;

tržište, gdje je, u uslovima liberalizovanog tržišta i prisustva kvalitetnih robnih marki iz svih krajeva svijeta, konkurencija veoma oštra, a ona posebno pogađa mali i srednji biznis u Sjevernom regionu, koji se u takvim uslovima, opredjeljuje za niže faze prerade.

- *Nedovoljna konkurentnost MMSP, nerazvijena infrastruktura (posebno putna infrastruktura i lokalni komunalni servisi) i visok stepen neformalne ekonomije* - Iako je većina promjena regulatornog okvira i poslovnog ambijenta u prethodnom periodu imala pozitivan uticaj, poslovno okruženje u Crnoj Gori, i na centralnom i lokalnom nivou, karakteriše nepredvidivost, složene administrativne procedure, kao i nedovoljan pristup finansiranju - posebno start-ap-ova i inovacija. Poteškoćama u unaprjeđenju konkurentnosti JLS u velikoj mjeri doprinose i dalje brojni parafiskalni nameti. Najveći broj parafiskaliteta, posmatrano po glavi stanovnika, je upravo u opštinama Sjevernog regiona koje bilježe najmanji stepen konkurentnosti.
- *Održivost javnih finansija na lokalnom nivou, raspoloživost resursa za operativno i investiciono finansiranje potreba sve većeg broja JLS i nedovoljno razvijeni administrativni kapaciteti, posebno na lokalnom nivou* – iako se kontinuirano dograđuju mehanizmi i iznosi na prihodnoj strani budžeta lokalnih samouprava, posebno kroz izmjene poreskih zakona i Zakona o finansiranju lokalne samouprave, mnoge opštine imaju hroničan deficit raspoloživih sredstava za razvoj, posebno sredstava za infrastrukturne investicije. Tako je npr. novim zakonskim rješenjima iz jula 2022. godine značajno povećan procenat ustupanja poreza na dohodak fizičkih lica opštinama Sjevernog regiona, obzirom na njihovu slabu razvijenost, migratorna kretanja, slabiji fiskalni kapacitet privrede i stanovništva u odnosu na druga dva regiona u Crnoj Gori i slabe mogućnosti da iz svojih prihoda finansiraju zakonom utvrđene obaveze. Međutim, prepoznata je neophodnost da dostupna podrška i sredstava koja su na raspolaganju budu pravilnije raspoređena, odnosno usmjerena prevashodno na manje razvijene JLS. Dodatno, neophodno je dalje raditi na unaprjeđenju međuopštinske saradnje kao mehanizma saradnje kojim se mogu nadomjestiti neujednačeni kapaciteti JLS za sprovođenje zakonom propisanih poslova i da se rješavaju zajednički izazovi koji prevazilaze granice JLS.

- *Nedostaci u koordinaciji politike regionalnog razvoja na nacionalnom i lokalnom nivou* – politika regionalnog razvoja je fragmentirana između više organa državne uprave i JLS, a evidentan je i nedostatak statističkih podataka na opštinskom i regionalnom nivou za praćenje implementacije strategije i politike regionalnog razvoja. Za efikasnije sprovođenje operativnih ciljeva SRR i definisanih mjera po regionima, potrebno je unaprijediti institucionalni okvir koji će značiti poboljšanje funkcije nadzora nad sprovođenjem strategije i politike regionalnog razvoja, unaprjeđenje koordinacije i moguće objedinjavanje nadležnosti vezanih za regionalni razvoj. Pored navedenog, u koordinaciji i monitoringu sprovođenja SRR, poseban izazov je nedostatak statističkih podataka na regionalnom nivou.

3.3.2. Uticaj IRF-a na regionalni razvoj Crne Gore

IRF je aktivni kontributor regionalnom razvoju Crne Gore prvenstveno kroz stavljanje u fokus nerazvijenih regiona. Kao institucija čiji je osnovni cilj podsticanje ekonomskog rasta i razvoja Crne Gore, posebna pažnja se poklanja radu IRF-a u nerazvijenim opštinama zemlje sa naglaskom na one koje se nalaze na sjeveru države. Ovo je ujedno i najnerazvijeniji region države, te je kao ključni problem u oblasti regionalnog razvoja ustanovljen veliki razvojni gep između Sjevera i druga dva regiona u Crnoj Gori²⁹⁵.

IRF je prepoznat kao ključnih državnih razvojnih institucija, kao RFI nadležna za pripremu i sprovođenje politike regionalnog razvoja, u domenu svojih nadležnosti²⁹⁶.

Kada je u pitanju doprinos IRF-a regionalnom razvoju države, pored pomoći privrednim subjektima neophodno je i pružanje povoljnih uslova finansiranja jedinicama lokalne samouprave sa ciljem unaprjeđenja lokalne infrastrukture, kako bi obavljanje poslovnih aktivnosti uopšte bilo izvodljivo i održivo, i kako bi se smanjili opšti troškovi poslovanja²⁹⁷. Finansijske aktivnosti IRF-a su usklađene sa mjerama podsticanja regionalnog razvoja Crne Gore, a posebno sa sljedećim mjerama:

1. ulaganje u izgradnju, održavanje i unaprjeđenje infrastrukturnih objekata (saobraćajna i komunalna infrastruktura, zdravstvene ustanove, ustanove socijalne i dječje zaštite, obrazovno-vaspitne ustanove i ustanove visokog

²⁹⁵ Vlada Crne Gore (2023). Strategija regionalnog razvoja Crne Gore 2023-2027, str. 33-34;

²⁹⁶ Zakon o regionalnom razvoju ("Sl.list CG", br. 020/11, 026/11, 020/15 & 047/19);

²⁹⁷ Kako je već navedeno, u novijoj ekonomskoj misli pojedini autori svrstavaju javne usluge kao peti faktor proizvodnje.

- obrazovanja, sportski objekti, stambeni objekti, objekti kulture i drugi objekti od značaja za regionalni razvoj); i
2. podrška razvoju malih i srednjih preduzeća, uključujući pripremu i realizaciju programa i projekata razvoja malih i srednjih preduzeća, edukaciju preduzetnika, kao i staranje o organizovanju regionalnih i lokalnih centara za podršku razvoja malih i srednjih preduzeća.

S tim u vezi, IRF ima i **regionalnu kancelariju u Bijelom Polju** koje je centralna tačka za operacije na ovoj teritoriji. Sjedište IRF-a u Podgorici pokriva djelovanje u druga dva regiona.

Generalno, posmatrajući strateške dokumente regionalnog razvoja od 2006. godine, ni u jednom periodu nisu se do kraja ostvarivali zacrtani ciljevi ulaganja u infrastrukturu i podršku MMSP u Sjevernom regionu. Aktivnosti IRF-a ublažavaju ove ocjene. IRF je od svog osnivanja do kraja 2024. godine finansirao oko **20%** kreditnih plasmana u sjevernim opštinama, posmatrano po iznosu odobrenih sredstava. Velika većina ovih plasmana je finansirala privrednike, iz razloga što IRF do sada nije finansirao u značajnijoj mjeri jedinice lokalne samouprave.

Finansijske aktivnosti IRF-a su usklađene sa mjerama podsticanja regionalnog razvoja Crne Gore, a posebno sa sljedećim mjerama:

1. ulaganje u izgradnju, održavanje i unaprjeđenje infrastrukturnih objekata (saobraćajna i komunalna infrastruktura, zdravstvene ustanove, ustanove socijalne i dječje zaštite, obrazovno-vaspitne ustanove i ustanove visokog obrazovanja, sportski objekti, stambeni objekti, objekti kulture i drugi objekti od značaja za regionalni razvoj); i
2. podrška razvoju malih i srednjih preduzeća, uključujući pripremu i realizaciju programa i projekata razvoja malih i srednjih preduzeća, edukaciju preduzetnika, kao i staranje o organizovanju regionalnih i lokalnih centara za podršku razvoja malih i srednjih preduzeća.

Kada se plasman IRF-a uporedi sa BDO-ovom²⁹⁸ procjenom za sektor komercijalnog bankarstva od samo 5%, brojke potvrđuju da IRF *veću pažnju* poklanja regionalnom razvoju Crne Gore, kako u teoriji, tako u praksi. Kada se uzme u obzir i nezainteresovanost komercijalnog bankarstva za povećanjem kreditiranja privrede usljed razloga kao što su averzija rizika ili smanjena profitabilnosti (pogotovo u rizičnijem dijelu države) te njihova suštinska usmjerenost na maksimizaciju profita kao bilo kog privatnog privrednika, ovaj rezultat je u potpunosti logičan.

Već je prethodno istaknuto da je gotovo polovina popisanog stanovništva po rezultatima Popisa 2023, naseljena u Centralnom regionu, apostrofirajući gorenavedeno.

Sa druge strane, u Podgorici radi 48%²⁹⁹ ukupnog broja zaposlenih u državi na kraju 2021. godine, preduzeća ostvaruju 60% ukupnog prihoda, ostvaruje se 55% ukupnog broja bruto zarada, 63% ukupne dobiti i tek 32,5% gubitaka što dovoljno govori o ekonomskoj snazi i koncentrisanosti u Glavnom gradu ali i veće profitabilnosti o čemu je bilo riječi. U 2023. godini, u Podgorici je radilo 45% ukupno registrovanih zaposlenih u Crnoj Gori.

IRF od početka pruža posebne kreditne pogodnosti za krajnje korisnike koji dolaze iz nerazvijenih djelova zemlje kako bi uticao na njihovu razvojnu konvergenciju ka razvijenijim djelovima i time pospješio uravnotežen regionalan razvoj države. Ove pogodnosti se ogledaju u smanjenju kamatne stope za projekte finansirane u nerazvijenim opštinama shodno indeksu razvijenosti, dok se za pojedine programe podrške one efektuiraju u definisanju niže kamatne stope ka krajnjim korisnicima koji svoj projekat realizuju u nerazvijenoj regiji.

Shodno Završnom izvještaju o realizaciji Strategije regionalnog razvoja Crne Gore 2014-2020. godine, nastavljen je negativan trend najmanje realizacije mjera regionalnog razvoja u Sjevernom, nerazvijenom regionu koji iznosi samo 69% od planiranih mjera. Na nivou države stepen realizacije mjera u smislu finansijskih sredstava je 79%. S druge strane, važno je napomenuti da se i od ukupnih ulaganja skoro polovina odnosilo na Sjeverni region – 47%, gdje su najzastupljenija bila kreditna sredstva. Kritički osvrt na stepen realizacije planiranih mjera u SRR 2014-2020. ukazuje na trend nastavka

²⁹⁸ BDO, inicijali tri osnivača poznate evropske revizorske konsultantske kuće: Binder (UK), Dijker (Netherlands) and Otte (Germany), koja je osnovana 1963. godine (<https://www.bdo.global/en-gb/about/our-global-network/background>);

²⁹⁹ Priivredna komora Crne Gore (2022). Privreda Crne Gore, PKCG 2021, str. 113;

nedovoljnih investicija, a pogotovu u oblasti osnovne infrastrukture kao prekursora za razvoj poslovanja i uopšte uslova za život.

Tabela 16. Akcioni plan SRR 2023-2027. za 2023. godinu – kreditne linije IRF-a

Strateški cilj 3: Povećanje konkurentnosti regiona zasnovano na unaprjeđenju infrastrukture, poboljšanju poslovnog ambijenta i razvoj prioritetnih sektora i sektora sa potencijalom rasta	
Operativni cilj 3.1. Povećanje regionalne konkurentnosti	
Mjera 3.1.7. Kreditne linije IRFCG za rast konkurentnosti privrede	Indikator rezultata: Vrijednost realizovanih kreditnih linija (na nivou regiona, učešće žena) Realizovana aktivnosti u 2023. godini je 459 kredita (132 žene), 188,2 mil € Sjeverni region: 92 kredita (23 žene); 9,4 mil € -5% (žene 1% odnosno 1,6 mil €) Središnji region: 302 kredita (98 žene); 143 mil € -76% (žene 11% odnosno 19,3 mil €) Primorski region: 65 kredita (11 žene); 35,9 mil € -19% (žene 1,6 mil € odnosno 1%)
Operativni cilj 3.2. Razvoj prioritetnih sektora sa potencijalom rasta sa fokusom na diverzifikaciju turističkog proizvoda, prerađivačku industriju i valorizaciju kulturne baštine	
Mjera 3.2.4. Unaprjeđenje finansijske podrške kroz subvenciju dijela kamate na kredite IRFCG za povećanje kvaliteta ponude	Indikator rezultata: Broj podržanih projekata/Iznos dodijeljene podrške U 2023. godini ova aktivnost nije realizovana i sredstva su preusmjerena na 3.1.7. i aktivnost 3.1.11. Program za podsticanje direktnih investicija u turizmu i ugostiteljstvu za 2023.godinu - Programska linija za nabavku opreme velike vrijednosti za hotele i sličan smještaj

Izvor: Vlada Crne Gore, Izvještaj o sprovođenju AP SRR 2023-2027, u 2023. godini;

Glavni podsticajni instrument kojim IRF doprinosi ravnomjernom regionalnom razvoju su povoljni odnosno subvencionisani i razvojno-orjentisani krediti. Tako je i u aktuelnoj SRR 2023-2027 i njenim pratećim akcionim planovima.

Kada je u pitanju iznos finansijskih sredstava za realizaciju aktuelne SRR, najveći dio sredstava vezuje se za ostvarenje strateškog cilja 3. Povećanje konkurentnosti regiona zasnovano na unaprjeđenju infrastrukture, poboljšanju poslovnog ambijenta i razvoj prioritetnih sektora i sektora sa potencijalom rasta.

U ukupno realizovanim sredstvima po mjerama politike regionalnog razvoja u 2023. godini, IRF je učestvovao sa **37%**. Iako su se one mogle pratiti po više operativnih ciljeva, njihov agregat dat je u mjeri 3.1.7.

U skladu sa definisanim operativnim ciljevima regionalnog razvoja u narednom periodu, aktivnosti IRF-a doprinose direktno ili indirektno na sljedeće: smanjenje broja JLS korisnica Egalizacionog fonda, povećan broj projekata JLS finansiranih iz EU fondova, ostvaren veći stepen realizacije razvojnih projekata, naročito na sjeveru, smanjena

nezaposlenost na nivou regiona, povećana zaposlenost na nivou regiona, povećan broj zaposlenih sa bruto zaradom većom od 1.000 eura, povećana zaposlenost mladih, povećan broj mladih poljoprivrednika, smanjena razlika u stepenu konkurentnosti JLS, povećan broj smještajnih kapaciteta visoke kategorije na nivou regiona, povećan broj smještajnih kapaciteta u privatnom smještaju na nivou regiona, povećan broj noćenja turista na nivou regiona, povećane investicije u saobraćajnu infrastrukturu, unaprijeđena saobraćajna infrastruktura, povećan broj poljoprivrednih gazdinstava upisanih u registar, unaprijeđeni sistemi za prečišćavanje otpadnih voda na nivou regiona, unaprijeđeno vodosnabdijevanje na nivou regiona, unaprijeđena energetska infrastruktura na nivou regiona kao i unaprijeđeni sistemi prečišćavanja otpadnim vodama, primarna i sekundarna kanalizacija na nivou regiona.

Finansiranje jedinica lokalne samouprave

Kada je u pitanju doprinos IRF-a regionalnom razvoju države, pored pomoći privrednim subjektima, neophodno je i pružanje povoljnih uslova finansiranja jedinicama lokalne samouprave sa ciljem unaprjeđenja lokalne infrastrukture, kako bi obavljanje poslovnih aktivnosti uopšte bilo izvodljivo i održivo, i kako bi se smanjili opšti troškovi poslovanja.

U novijoj ekonomskoj teoriji, neki autori, poput Majkla Hadsona³⁰⁰, smatraju da je pored rada, kapitala, prirodnih resursa i preduzetništva, faktor produktivnosti i javna usluga, gdje spada i razvoj infrastrukture odnosno da širenjem dijapazona i kvaliteta pružanja javnih usluga kao i njihovim subvencionisanjem pada i „*cijena koštanja*“ privrede, čime se snaži njena izvozna konkurentnost i stiču povoljniji uslovi za razvoj industrije, ali i ostalih djelatnosti kao što je turizam. Anketa SB je pokazala da veliki dio RB pruža finansijske usluge za razvoj lokalne infrastrukture, dok su glavni finansijski instrumenti u ovom dijelu zajmovi, garancije i javno-privatna partnerstva. Barem 59% RB pružaju ovaj vid podrške u svojim državama čime dodatno dokazuju svoj razvojno-orjentisani mandat.

Iz prethodno navedenog, može se zaključiti da jedan od ključnih prepoznatih problema regionalnog razvoja u Crnoj Gori jeste i finansiranje jedinica lokalne samouprave, kao

³⁰⁰ U novijoj ekonomskoj misli pojedini autori svrstavaju javne usluge kao peti faktor proizvodnje, zbog njihovog sve većeg značaja u savremenim ekonomijama, kroz procese internacionalizacije i digitalizacije.

glavnih nosioca regionalnog razvoja. Iako je IRF od osnivanja finansirao JLS i njihova povezana pravna lica, akcenat na njihovom finansiranju je stavljen posljednjih godina kroz saradnju sa Razvojnomo bankom Savjeta Evrope (CEB) kako bi se poboljšali uslovi finansiranja iz razloga što su budžeti većine opština u Crnoj Gori nedovoljni, a posebno budžeti nerazvijenih opština, gdje i postoje najveće potrebe za infrastrukturnim i ulaganjima u poboljšanje uslova za život i privređivanje.

IRF je ušao u ovaj proces ohrabren povećanjem kapaciteta za pozajmljivanjem opština u Crnoj Gori u periodu prije pandemije COVID-19 odnosno smanjenjem opšte zaduženosti opština od čega je nekoliko opština poput Gusinja ili Žabljaka bilo bez preuzetih dugovanja.

Početkom 2019. godine stupio je na snagu novi Zakon o finansiranju lokalne samouprave³⁰¹. Ovaj zakon je donešen u cilju jačanja fiskalnih pozicija jedinica lokalne samouprave i mogućnosti obezbjeđenja njihovog stabilnog finansijskog položaja sa posebnim akcentom na podršku opštinama Sjevernog regiona. Naime, novim zakonskim rješenjima značajno je povećan procenat ustupanja prihoda od poreza na dohodak fizičkih lica prema mjestu prebivališta lica koja ostvaruju dohodak - opštinama Sjevernog regiona (član 11 Zakona, Sjeverni region – ustupanje ovih prihoda 100% i drugi regionu 50%), obzirom na njihovu slabu razvijenost, migratorna kretanja, slabiji fiskalni kapacitet privrede i stanovništva u odnosu na druga dva regiona u Crnoj Gori i manjih mogućnosti da iz svojih prihoda finansiraju zakonom utvrđene obaveze³⁰².

U 2019. godini značajno su poboljšani svi pokazatelji stanja javnih finansija na lokalnom nivou kao posljedica primjene novih zakonskih rješenja, dok je u 2020. godini došlo do određenog smanjenja sopstvenih i ustupljenih prihoda lokalnih samouprava usljed negativnih uticaja pandemije izazvane virusom COVID-19.

Dodatni impuls da se IRF upusti u projekat snaženja finansiranja infrastrukturnih projekata nerazvijenih opština je razvojni multiplikator koji je najveći u ovom dijelu zemlje, zbog neadekvatne valorizacije brojnih resursa. Značajan rast predmetnog indikatora odnosno „otključavanje“ razvojnih resursa Sjevera Crne Gore omogućeno je i otvaranjem prve i najvažnije dionice crnogorskog Autoputa Bar-Boljare na potezu od

³⁰¹ Službeni list Crne Gore br. 3/19, 86/22, 5/24 i 7/24.

³⁰² Vlada Crne Gore (2023). Strategija regionalnog razvoja Crne Gore 2023-2027, str. 72;

Podgorice do Mateševa čime je unaprijeđena saobraćajna konekcija između dva geografski odvojena regiona zemlje – Središnjeg i Sjevernog.

Međutim, niz razloga poput spomenute ekonomske krize uslovljene pandemijom COVID-19, ali i nastavak krize uslovljen ratom u Ukrajini, energetsom krizom i visokom inflacijom usljed uvećavanja monetarnih agregata su usporili ovaj proces. Dodatan razlog je politička nestabilnost od prve demokratske smjene vlasti u nezavisnoj Crnoj Gori na parlamentarnim izvorima avgusta 2020. godine. Pored navedenog političkog konteksta, u ovom segmentu javnih politika, veoma je važna i međuopštinska saradnja, kako bi oskudni resursi bili usmjereni na efikasan i efektivan način u široj regiji, i kako bi se afirmisalo stručno znanje i dobre prakse.

Tako se u SRR 2023-2027 navodi da je međuopštinska saradnja nedovoljno iskorišćeni mehanizam saradnje kojim se mogu nadomjestiti neujednačeni kapaciteti JLS za sprovođenje zakonom propisanih poslova, te da je to mehanizam rješavanja zajedničkih izazova koji prevazilaze granice JLS. Ovaj se mehanizam treća snažiti u narednom periodu.

Dalje, važno je istaći da je IRF jedina finansijska institucija u državi koja pruža finansiranje za male opštinske projekte do 5 mil €, dok za veće iznose opštine imaju mogućnost da dobiju finansiranje od većih međunarodnih finansijskih institucija, poput direktnog finansiranja od EIB-a i CEB-a, uz mogućnost dobijanja granta kroz WBIF platformu³⁰³.

Finansiranje IRF-a u 2024. godini se pruža i kroz kreditnu liniju: *„Investicioni krediti za podršku infrastrukturnih projekata, projekata zaštite životne sredine i projekata energetske efikasnosti“*.

Kreditni kroz ovaj program podrške su usmjereni za ulaganje u projekte putne infrastrukture, vodosnabdijevanja, elektroenergetskog sistema, kanalizacije, komunalnih usluga, željeznice, javnih prevoznih sredstava, projekte izgradnje skladišta od posebnog značaja, infrastrukture priobalja, itd. Sredstva su takođe namijenjena i za infrastrukturne projekte kojima se valorizuju ekonomski potencijali (biznis zone, zone primarne proizvodnje i sl.). U okviru tzv. *„klimatske“* komponente finansiranja IRF-a, predmetni program promoviše realizaciju projekata kojima se unaprjeđuje zaštita životne sredine,

³⁰³ Zapadnobalkanski investicioni okvir - <https://www.wbif.eu/> ;

poboljšava energetska efikasnost, afirmišu obnovljivi izvori energije i ostali „zeleni“ projekti.

Dodatno, infrastrukturni projekti JLS imaju najduže rokove koje IRF pruža klijentima, a to je ukupan period otplate do petnaest godina uz uključen grejs do pet godina. Ovako dugi rokovi otplate su neophodan preduslov investicionih projekata uopšte zbog dugih rokova povrata investicije i samim tim bilansne uravnoteženosti troškova i prihoda. Stoga se može zaključiti da je IRF jedina finansijska institucija u CG koja pruža razvojno orjentisane finansije sa socijalnim mandatom JLS u Crnoj Gori, dok su ostali izvori finansija komercijalne prirode i ne odgovaraju navedenim namjenama.

3.4. Uticaj kreditiranja IRF-a na finansiranje privrede i povećanje konkurentnosti

Prije nego pristupimo analizi uticaja kreditiranja IRF-a na finansiranje privrede i povećanje konkurentnosti, neophodno je kratko se podsjetiti da je Crna Gora, od II svjetskog rata, svoj privredni razvoj bazirala na konceptu razvoja jugoslovenske privrede do raspada SFRJ, a taj koncept, u užem formatu naveden je i u SRJ (1992-2003). Crna Gora je počela postepeni proces kreiranja svoje razvojne politike krajem 90-tih godina XX vijeka, što je uticalo i na ekspanziju sektora usluga, posebno turizma, uz nastavak smanjenja učešća poljoprivrede i industrije u strukturi Bruto dodate vrijednosti. U XXI vijeku, promjena granske strukture se i dalje dešava u korist usluga, ali se smanjuje ta dinamika, kao što se vidi na sljedećem tabelarnom pregledu.

Tabela 17. Granska struktura crnogorske ekonomije

SEKTORI	Udio sektora u Društvenom proizvodu				Udio sektora u Bruto dodatoj vrijednosti					
	1952	1960	1970	1980	1990	2000	2010	2015	2019	2024
Poljoprivreda i šumarstvo	42.6	31.3	17.1	11.1	14.2	12.5	6.9	6.0	4.4	4.4
Industrija	7.4	20.0	28.6	30.8	35.0	19.1	15.5	12.7	11.8	10.6
Građevinarstvo	20.1	15.9	15.6	14.7	6.8	4.3	6.1	4.2	8.0	4.9
Saobraćaj	4.5	10.8	13.3	15.2	20.9	10.5	5.8	4.9	5.5	5.3
Trgovina	21.9	18.3	22.0	18.7	13.4	14.1	14.7	14.5	15.6	17.7
Hoteli i restorani	3.5	3.7	7.0	4.5	4.7	2.8	6.6	9.4	9.6	9.8
Ostalo			4.0	5.0	3.7	36.6	44.4	48.3	45.1	47.3
Ukupno	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Izvor: Statistički godišnjaci SRCG za referentne godine 1952-1980, UNSTAT podaci za 1990. godinu i podaci Uprava za statistiku za period 2000-2024. godine (stalne cijene);

Možemo zaključiti da se u posmatranom periodu granska struktura privrede dinamično mijenjala, a nju su najvećim dijelom opredjeljivale razvojne smjernice zajedničke države – Jugoslavije. U periodu ubrzane industrijalizacije zemlje, koju je pratila takođe ubrzana deagrarizacija, Crna Gora je ostvarila značajan privredni rast i razvoj, pri čemu se učešće poljoprivrede i šumarstva u Društvenom proizvodu značajno smanjilo, a primat ostvaruje industrija, sa učešćem u strukturi BDV-a 1990. godine do čak 35%. Pored industrije (teške, ali i lake industrije), značajnu dinamiku ostvaruje i rast sektora građevinarstva, zbog visokih ulaganja u nekoliko ključnih industrija (Željezara,

Kombinat aluminijuma, Hidroelektrane Piva i Perućica, Termoelektrana Pljevlja, što je praćeno i značajnim ulaganjima u saobraćajnu infrastrukturu – drumsku i željezničku, aerodrome, kao i Luku Bar)³⁰⁴. Tako formirana struktura privrede, bila je veoma uvezno zavisna, generalno slabo izvezno orjentisana, značajno upućena na jugoslovensko tržište, a počeli su se prepoznavati i razvojni gepovi u prostoru (pražnjenje ruralnog područja, migracije iz Sjevernog regiona prema Središnjem i Primorskom regionu, dijelom i prema inostranstvu, i sl.). Raspadom jugoslovenskog tržišta, najveću cijenu „platila“ je crnogorska industrija, posebno ona izvezno orjentisana, a visoko uvezno zavisna kroz inpute proizvodnje, kao i pomorska privreda koja je donosila značajne devizne prihode i čija je flota brojala preko 45 brodova³⁰⁵. Tek uvođenjem njemačke marke kao sredstva plaćanja u novembru 1999. godine, osnivanjem nezavisne CBCG i odvajanjem spoljnotrgovinske i carinske politike iz sistema SRJ, Crna Gora je ušla u višegodišnji i neizvjestan proces zaokruživanja sopstvenog pravnog i ekonomskog sistema, što je rezultiralo obnovom crnogorske nezavisnosti maja 2006. godine i daljim promjenama privredne strukture u korist usluga i orjentacije prema turizmu i njegovim multisektorskim efektima. Razvojni problemi i nizak nivo konkurentnosti crnogorske ekonomije ostali su i dalje, ali su izazovi postali još brojniji, jer se Crna Gora našla kao nezavisna država, „eurizovana“ i veoma liberalizovana, u sistemu savremenih međunarodnih odnosa, na kom vlada oštra konkurencija. Izazovima globalizacije, Crna Gora je odgovarala strateškim partnerstvima i potpisivanjem različitih sporazuma o ekonomskoj saradnji i trgovini, prvenstveno prema glavnim strateškim partnerima - zemljama EU i zemljama regije.

Tako se kao **prioritetni sektori za podršku razvoju u savremenim uslovima** prepoznaju prvenstveno poljoprivreda i proizvodnja hrane, te njihov pozitivan uticaj na ruralni i regionalni razvoj, sektor MMSP u svim nefinansijskim sektorima, sa posebnim akcentom na turizam i industrije u razvoju, odnosno inovativni i brzorastući mali biznis.

Drugim riječima, trebalo bi u srednjem roku težiti da se održi i eventualno poveća učešće poljoprivrede u Bruto dodatoj vrijednosti, kao i proizvodnja prehrambene

³⁰⁴ Vukčević R. (1986). Efikasnost investicija u Crnoj Gori, u "Strategija razvoja SR Crne Gore", IDEI, Titograd, str. 43-46.

³⁰⁵ Avramovic, D., Ostojić N. (2016). The Impact of Sanctions on the Economy and Society of the Federal Republic of Yugoslavia in an International Perspective, European Center for Peace and Development (ECPD), Beograd; str. 111-113; www.ecpd.org.rs/pdf/2015/books/2016/2016_the_impact_of_sanction_web.pdf

industrije koja se klasifikuje u sektor prerađivačke industrije (C). Kod prehrambene industrije postoje značajni potencijali rasta. A što se tiče ukupnog sektora industrije, koji obuhvata proizvodnju energije, vađenje rude i kamena, prerađivačku industriju i snabdijevanje vodom (B, C, D i E), njegovo učešće bi trebalo postepeno povećavati, makar prema 15% učešća u Bruto dodatoj vrijednosti. Time bi se smanjio stepen izloženosti crnogorske ekonomije na eksterne šokove, jer bi se napravio bolji balans između preovlađujućih usluga koje su izuzetno izložene na eksterne šokove (npr. negativni efekti na turizam tokom pandemije COVID-19, koji su uzrokovali realni pad BDP-a od rekordnih -15% u 2020. godini³⁰⁶) i sektora poljoprivrede i industrije, gdje nije bilo fenomena „zaključanih industrija“, kao što je to bilo sa turizmom i putovanjima. Zemlje regije koje su sa većim učešćem industrije u BDV-u i BDP-u, poput BiH, Kosova, Sjeverne Makedonije i Srbije, imale su znatno manji realni pad BDP-a u periodu pandemijske krize³⁰⁷.

Istovremeno, prioritet ostaje turistička industrija i povezane usluge sa turizmom, koje ostaju okosnica razvoja crnogorske ekonomije, koja želi postati zelena i digitalna, integrisana u najvećoj mjeri u Zajedničko evropskog tržište. Za ovu razvojnu strategiju neophodna je i eksterna finansijska podrška u svim oblicima, posebno kroz strane direktne investicije i povoljnije razvojne kredite. Time dolazimo i do analize potencijala razvojne podrške finansijskog sistema u Crnoj Gori i pozicije i uloge IRF-a u finansiranju privrede i povećanju konkurentnosti.

³⁰⁶ Uprava za statistiku (2024), Nacionalni računi ;

³⁰⁷ EUROSTAT

(2024),

Real

Growth

Rate,

<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00115/default/table?lang=%20en>

3.4.1. Finansijski sistem u Crnoj Gori

Na finansijskom tržištu u Crnoj Gori u 2024. godini posluje 11 komercijalnih banaka. Tržište je banko-centrično, jer gotovo 93% ukupne imovine posjeduju komercijalne banke i preko njih se odvija najveći dio finansijske intermedijacije. Ukupna aktiva finansijskog sektora u Crnoj Gori na kraju 2024. iznosila je 7,8 mlrd € (105% BDP-a).³⁰⁸

Ostatak finansijskog sistema Crne Gore čine osiguravajuća društva, mikro-kreditne finansijske institucije, lizing društva, investicioni fondovi, faktoring društva i društva za otkup potraživanja (cca 7% zbirno učešće u aktivni finansijskog sektora). Nakon banaka, druge po aktivni su osiguravajuća društva (9), pri čemu dominiraju ona koja se bave neživotnim osiguranjem (5). Jedanaest mikrokreditnih finansijskih institucija, jedno lizing društvo, osam investicionih fondova, dva faktoring društva i tri društva za otkup potraživanja poslovala su u 2024. godini u Crnoj Gori, čineći sa bankama ukupno 45 aktivnih subjekata.

Na finansijskom tržištu u Crnoj Gori, pristup alternativnim izvorima finansiranja odnosno alternativnom kapitalu je veoma ograničen. Tržište lizing i faktoring finansiranja je takođe ograničeno, dok su ulaganja u vlasništvo posebno ograničena. Ovi razlozi naglašavaju važnu ulogu razvojnih banaka, na tržištima ograničene dostupnosti razvojnog kapitala³⁰⁹. Navedeno je i potvrđeno ključnim strategijama i mjerama za razvoj MMSP u Crnoj Gori, kao što je Strategija razvoja MMSP³¹⁰.

Regulator finansijskog tržišta je Centralna Banka Crne Gore. S obzirom da CBCG nema emisionu ulogu zvaničnog državnog sredstva plaćanja, glavne uloge CBCG kao regulatora su podsticanje i očuvanje stabilnosti finansijskog sistema, uključujući podsticanje i održavanje zdravog bankarskog sistema, sigurnog i efikasnog platnog prometa i doprinos postizanju i održavanju stabilnosti cijena³¹¹. Izuzetno od ovoga, CBCG podržava realizaciju ekonomske politike Vlade Crne Gore, djelujući pri tom u skladu sa načelima slobodnog i otvorenog tržišta i slobode preduzetništva i konkurencije.

³⁰⁸ CBCG (2025). Izvještaj o stabilnosti finansijskog sistema u 2024. godini, str. 25. <https://www.cbcbg.me/me/kljucne-funkcije/finansijska-stabilnost/finansijski-sistem-crne-gore> ;

³⁰⁹ Uloga razvojnih finansijskih institucija u finansijskom sistemu u istorijskom kontekstu i njen značaj danas, predstavljena je u poglavlju 1.3. ovoga rada.

³¹⁰ Vlada Crne Gore (2023). Strategija razvoja mikro, malih i srednjih preduzeća u Crnoj Gori za period 2023 – 2026, <https://www.gov.me/dokumenta/3e145aba-089d-40bf-8bbb-6e7a91b3e873> ;

³¹¹ <https://www.cbcbg.me/me/kljucne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi> ;

Sektor komercijalnog bankarstva

Posmatrano kroz strukturu bilansa komercijalnih banaka, ključni poslovi kojima se banke u Crnoj Gori bave su: prihvatanje depozita i odobravanje kredita, kao i razne vrste platnih usluga i novčanih transfera, dok su poslovi investicionog bankarstva ili aktivnog ulaganja sredstava u finansijske instrumente slabo zastupljeni, prevashodno usljed nerazvijenosti tržišta kapitala³¹². Crnogorski bankarski sistem je uglavnom orjentisan na domaće klijente.

Glavni proizvodi koji se nude na finansijskom tržištu u Crnoj Gori su krediti, preferencijalni krediti, faktoring proizvodi, otkup potraživanja i lizing.

Koncentracija na bankarskom tržištu

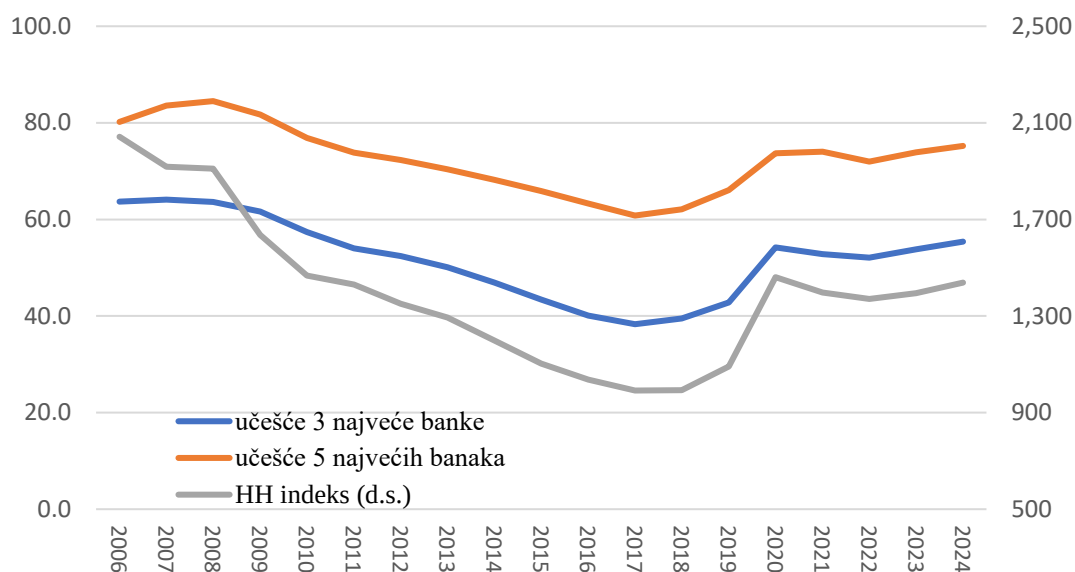
U decembru 2020. godine je došlo do merdžera/spajanja Crnogorske Komercijalne Banke i Societe Generale Montenegro Banke (*ex. Podgoričke banke*), kao i merdžera Komercijalne Banke i Nove Ljubljanske Banke (NLB) u novembru 2021. godine, čime je na tržištu preostalo 11 banaka, od čega 8 u većinskom stranom vlasništvu (dok je njihov udio u aktivni preko 85%)³¹³. U odnosu na kraj 2018. godine, kada je na tržištu poslovalo 15 banaka, evidentno je snaženje koncentracije posmatrano po Herfindal-Hiršmanovom indeksu u periodu 2018-2020., te blag pad u periodu 2021-2024. godine, zahvaljujući ujednačenijem rastu aktive kod većine banaka. Dvije manje i ne-sistemske banke³¹⁴ su u prvom dijelu 2019. godine ušle u stečaj čime je dodatno smanjen broj aktivnih banaka u sistemu.

³¹² Na Montenegroberzi ostvaren je promet od svega 9,7 mil. eura (0,1% BDP-a) u 2024. godini, naspram 12,3 mil. eura prometa u 2023. (0,2% BDP-a). (CBCG (2025). Izvještaj o stabilnosti finansijskog sistema u 2024. godini, str. 50);

³¹³ Trend koncentracije na bankarskom tržištu je zabilježen i u svim državama regije. Više na <https://bif.rs/2023/07/koncentracija-bankarskog-trzista-i-konkurencija-da-li-su-srbiji-potrebne-manje-specijalizovane-banke/>.

³¹⁴ Invest banka Montenegro AD Podgorica i Atlas banka AD Podgorica.

Grafik 9. HH indeks, tržišna učešća (%), 2006–2024³¹⁵



Hiršman–Herfindalov indeks (HHI) bankarskog sektora u Crnoj Gori tokom 2023. godine iznosio je 1.395 poena, što i dalje ukazuje na umjerenu koncentraciju tržišta. Nakon blagih oscilacija, indeks je u 2024. godini porastao na oko 1.420 poena, čime je prekinut trend smanjenja koncentracije prisutan od 2020. godine. Iako je koncentracija znatno niža u odnosu na period 2006–2008., kada je vrijednost HHI prelazila 1.800 poena, tržište i dalje pokazuje izraženu dominaciju nekoliko većih banaka. Kada se posmatra koncentracija kreditnog portfolija, ona je znatno viša — oko 1.750 poena, što ukazuje da se najveći dio kreditne aktivnosti i dalje koncentriše kod ograničenog broja vodećih banaka.

Hiršman–Herfindalov indeks (HHI) je mjera tržišne koncentracije, koja se često koristi za analizu nivoa konkurencije u različitim sektorima, te se često koristi i u bankarskom sektoru. HHI se izračunava kao suma kvadrata tržišnih udjela (izraženih u procentima) svih učesnika na tržištu. Formula za HH indeks je:

$$HHI = \sum_{i=1}^N s_i^2$$

gde je:

³¹⁵CBCG (2025). Izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema u 2024. godini, str. 28. <https://www.cbcbg.me/me/kliucne-funkcije/finansijska-stabilnost/finansijski-sistem-crne-gore> ;

- s_i - tržišni udio i -tog učesnika (izražen u procentima),
- N - broj učesnika na tržištu.

HHI vrijednosti se interpretiraju na sljedeći način:

- **HHI < 1000:** Tržište je konkurentno ili nisko koncentrisano.
- **1000 ≤ HHI < 1800:** Tržište je umjereno koncentrisano.
- **HHI ≥ 1800:** Tržište je visoko koncentrisano³¹⁶.

Što je tržište više koncentrisano³¹⁷, to implicira manju konkurenciju među bankama. Visok HHI u bankarskom sektoru može ukazivati na dominaciju nekoliko velikih banaka, što može dovesti do manjih pogodnosti za krajnje korisnike, kao što su više kamatne stope ili manja inovativnost nuđenih usluga.

Prema Izvještaju CBCG o stabilnosti finansijskog sistema za 2024. godinu, koncentracija bankarskog sektora mjerena Hiršman–Herfindalovim indeksom (HHI) prema aktivu porasla je sa 1.395 na oko 1.420 poena, što i dalje ukazuje na umjerenu koncentraciju i zadržavanje tržišta u zoni relativno niskih vrijednosti. Posmatrano prema kreditnom portfoliju, koncentracija je značajno viša i iznosi oko 1.750 poena, dok HHI za depozite iznosi približno 1.370 poena, što sugerise postojanje nešto veće disperzije u strukturi izvora finansiranja.

HH indeks može se izraziti u apsolutnim i u relativnim brojevima. Ako je kao maksimalna vrijednost HH indeksa grafički predstavljena vrijednost od 2.500, Izvještaj CBCG navodi da tri najveće banke imaju učešće 54,6%, a pet najvećih banaka čak 74,5% u 2024. godini, što znači da preostalih 6 banaka imaju svega 25,5% učešća na tržištu.

Kao što je prikazano na grafiku kretanja HHI, samo u 2017. i 2018. godini on je bio ispod 1.000 poena, što je klasifikovalo bankarski sektor u Crnoj Gori u tom periodu, kao nisko koncentrisano tržište.

³¹⁶ Matsumoto, A., Merlone, U., & Szidarovszky, F. (2011). Some notes on applying the Herfindahl–Hirschman Index. *Applied Economics Letters*, 19(2), 181–184. <https://doi.org/10.1080/13504851.2011.570705>

³¹⁷ U literaturi se mogu naći i klasifikacije tržišnih struktura, gdje su referentne vrijednosti HH indeksa koncentracije preko 2.600 označene kao veoma visoko koncentrisana tržišta, dok je HH indeks 10.000 – monopolski koncentrisano tržište (Begović B., Bukvić R., Mijatović B., Paunović M., Sepi R., Hiber D. (2002). *Antimonopolska politika u SR Jugoslaviji*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd, str. 35);

Sistemske rizici

Kako se navodi u Izvještaju CBCG o stabilnosti finansijskog sistema u 2024. godini, sistemski rizik može nastati kao posljedica određenih internih neravnoteža i ranjivosti samog finansijskog sistema/bankarskog sektora, a može nastati i kao posljedica spoljnih šokova koji mogu pogoditi privredu, šire gledano, ili direktno finansijski sistem³¹⁸. Svakako, sistemom spojenih sudova i „prelivanjem“ nestabilnosti među privrednim subjektima, ranjivosti se mogu pojačati i povećati nestabilnost cijelog ekonomskog sistema. Na kraju 2024. godine, sistemski rizici u Crnoj Gori ocijenjeni su kao umjereni, pri čemu su blago smanjeni u odnosu na kraj prethodne godine, uz stabilne makroekonomske i finansijske pokazatelje te poboljšanje likvidnosne pozicije bankarskog sektora.

Među glavnim ranjivostima banaka, koje su niske do umjerene, izdvajaju se: učešće loših kredita u ukupnim kreditima, izloženost banaka prema državi, izloženost banaka prema stanovništvu (posebno kod gotovinskih kredita) i povećanje ročne neusklađenosti između izvora i sredstava (usljed generalnog rasta učešća depozita po viđenju, s jedne strane, te dugoročnih kredita, s druge strane)³¹⁹.

Posljednjih godina bio je prisutan i rizik uslovljen rastom eurskih kamatnih stopa na međunarodnom finansijskom tržištu. ECB je npr. rekordno uvećala referentne kamatne stope za 450 baznih poena u periodu Jul 2022 - Septembar 2023. okom 2024. godine kamatne stope su se zadržale na povišenom nivou, uz tek blago smanjenje krajem godine, što je i dalje zadržavalo pritisak na troškove zaduživanja.

Ovaj rizik se povezivao sa uočenim trendovima da je u Crnoj Gori postojala velika izloženost privrede prema varijabilnim kamatnim stopama³²⁰. Na kraju 2024. godine, od ukupnog broja kredita, 7,6% se odnosilo na kredite sa varijabilnom kamatnom stopom,

³¹⁸ CBCG (2025). Izvještaj o stabilnosti finansijskog sistema u 2024. godini, str. 9.

³¹⁹ CBCG(2025), str. 11.

³²⁰ Varijabilne kamatne stope su kamatne stope koje se mijenjaju tokom perioda otplate kredita, mijenjajući na taj način i novčani iznos kamate koji se plaća u tom periodu. Varijabilna kamatna stopa je obično vezana za neku referentnu kamatnu stopu, u Crnoj Gori obično sa eurskog tržišta, na način da varijabilna stopa predstavlja zbir referentne kamatne stope i tzv. fiksne margine, tj. nepromjenjivog/fiksnog dijela kamatne stope. Na taj način ona minimalno može biti jednaka fiksnoj margini (kada je referentna kamatna stopa jednaka nuli ili je ispod nule), a svaki porast referentne kamatne stope direktno povećava varijabilnu stopu iznad nivoa fiksne margine. Varijabilne kamatne stope su obično niže od fiksnih, zbog većih rizika koje za klijente nosi njihov potencijalni porast. One su generalno prikladne za finansiranje kredita sa relativno kraćim rokom otplate, odnosno u situacijama kada se na srednji do dugi rok ne očekuje njihov rast.

dok su preostali krediti bili ugovoreni uz fiksnu kamatnu stopu ³²¹. Tokom 2025. godine banke su nastavile da svojim klijentima nude konverziju kamatnih stopa iz varijabilne u fiksne (za ranije odobrene kredite), a kod novih kredita pretežno da odobravaju kredite sa fiksnom kamatnom stopom, između ostalog kao rezultat inicijative CBCG realizovane sredinom 2022. godine, u vrijeme kada je ECB otpočinjala povećanje svojih referentnih kamatnih stopa. Tako je učešće kredita sa varijabilnom kamatnom stopom tokom 2023. godine palo sa 25,2% na 12,2%, a dalje je opalo tokom 2024. te je na kraju 2024. iznosilo 7,6%³²².

Visok nivo stranog vlasništva u crnogorskom bankarskom sistemu³²³ kao i visoka izloženost prema nerezidentima³²⁴ čini ga ranjivim na poremećaj kao rezultat unutrašnjih ili eksternih faktora. Strane banke mogu rebalansirati svoj globalni kreditni portfolio na način koji će negativno uticati na Crnu Goru, uključujući i kao rezultat ekonomskih turbulencija u eurozoni i/ili na tržištima državnog duga. Pored toga, strane banke mogu smanjiti finansiranje (i na nivou kapitala i međukompanijskih kredita) svojim podružnicama koje posluju u Crnoj Gori zbog stvarnog ili uočenog pogoršanja kvaliteta aktive, posebno povećanje problematičnih kredita, ili u slučaju slabijeg ekonomskog učinka od očekivanog. Kao rezultat ovih ili drugih faktora, ili drugih potencijalnih šokova, strane banke mogu revidirati svoje poslovne strategije u, ili u vezi sa Crnom Gorom, a posebno njihovu odluku da nastave da obezbjeđuju postojeće nivoe finansiranja svojim podružnicama u Crnoj Gori. Sličan trend je bio zastupljen tokom ekonomske krize iz 2009. godine. Bilo kakvo rezultirajuće finansiranje i kao rezultat smanjenja pozajmljivanja može negativno da utiče na crnogorsku ekonomiju. U ovom smislu, uz dodatu pro-cikličnost u finansiranju koje karakteriše komercijalni sektor, literatura prepoznaje tzv. „*flight home*“³²⁵ efekte i „*flight-to-quality*“³²⁶ efekte.

³²¹ Na tri veće banke odnosilo se 91,8% tih kredita, a 84,7% kredita je bilo preostale ročnosti duže od tri godine. Na nefinansijski sektor odnosilo se 46,2% kredita sa varijabilnom stopom, raznovrsne namjene, dok se na stanovništvo odnosilo 25,1% kredita, od čega 62,4% na stambene kredite (CBCG, Izvještaj za 2024. godinu, str. 34);

³²² CBCG (2025). Izvještaj o stabilnosti finansijskog sistema u 2024. godini, str. 28.

³²³ Više od 80%, CBCG podaci;

³²⁴ 1,5 mlrd € odnosno 21,2% vrijednosti pasive, CBCG podaci 2025.

³²⁵ Kada se uslovi kreditiranja pogoršavaju, pojavljuje se efekat „domaće“ pristrasnosti odnosno efekat „bjekstva kući“, te smanjenje mogućnosti finansiranja u konkretnoj zemlji u kojoj postoje podružnice strane banke (Giannetti M. and Laeven L. 2012. "Flight Home, Flight Abroad, and International Credit Cycles." *American Economic Review*, 102 (3): 219–24. DOI: 10.1257/aer.102.3.219);

³²⁶ Bijeg ka kvalitetu dešava se u uslovima smanjenih ekonomskih aktivnosti i strožijih kreditnih uslova na tržištu bankarskih kredita, kada se smanjuje relativni iznos kredita rizičnijim zajmoprimcima, u korist manje rizičnih. (Opširnije u: Lang, W. W., & Nakamura, L. I. (1995). "Flight to quality" in banking and economic activity. *Journal of*

Tokom 2024. godine nastavljen je rast kreditne aktivnosti, pri čemu se udio kredita u aktivni bankarskog sektora ponovo povećao, uz snažniji rast plasmana prema stanovništvu u odnosu na nefinansijske institucije. Krediti stanovništvu zabilježili su rast od 9,5%, dok su krediti nefinansijskim preduzećima porasli za oko 4,1%. Banke su bile izraženije orijentisane ka fizičkim licima, budući da je ovo finansiranje profitabilnije i nižeg rizika, dok je kreditiranje preduzeća i dalje ocijenjeno kao manje lukrativno i rizičnije.

U proteklom periodu, kada je u pitanju kreditiranje privrede, najviše su kreditirani sektori trgovine, turizma i građevinarstva³²⁷. Ovo su sektori koji i inače najviše doprinose privredi u postojećoj strukturi. Međutim, restrukturiranje privrede je u vladinim politikama stavljeno u sami vrh prioriteta sa namjerom da se postigne dodatni razvojni zamajac, a u čemu sa finansijske strane najvažniju ulogu ima IRF kao državna RB iz navedenih razloga, kao što su povećanje atraktivnosti željenih sektora za privlačenje privatnih investicija.

Bilansna suma banaka na kraju 2024. godine iznosila je 7,8 mlrd. eura i bilježi značajan rast od 7,9% u odnosu na kraj 2023. godine, što je u skladu sa rastom agregata privrede koju opslužuje. Istovremeno je zabilježen pad likvidne aktive banaka za 7,4% u odnosu na prethodnu godinu, što ukazuje na aktivniju upotrebu raspoloživih sredstava i smanjenje viška likvidnosti koji je bio prisutan tokom 2022. godine.

U strukturi aktive banaka na kraju 2024. godine, neto krediti su zadržali dominantno učešće od 61,2%, dok su u strukturi pasive i dalje najznačajniji depoziti, sa učešćem od 82,3% u ukupnim izvorima finansiranja³²⁸.

Sa druge strane, i dalje zabrinjava izuzetno visoko učešće depozita po viđenju, koje je na kraju 2024. godine iznosilo 85,3% ukupnih depozita, što je povećanje od 2,6 procentnih poena u odnosu na prethodnu godinu. Radi poređenja, njihovo učešće je na kraju 2013. godine iznosilo svega 42%. Ova dugoročna tendencija objašnjava se niskim

Monetary Economics, 36(1), 145–164. doi:10.1016/0304-3932(95)01204-9; Bernanke, B. & Gertler, M. & Gilchrist, S. (1996). The Financial Accelerator and the Flight to Quality, The Review of Economics and Statistics, MIT Press, vol. 78(1), pages 1-15;

³²⁷ Shodno posljednjem podatku CBCG za Q2/25, koncentracija iznosi 63% ka ova tri sektora. (CBCG, Indikatori finansijske stabilnosti <https://www.cbcb.me/r/statistika/statisticki-podaci/indikatori-finansijske-stabilnosti>);

³²⁸ CBCG (2025). Izvještaj o stabilnosti finansijskog sistema u 2024. godini, str. 13-14;

pasivnim kamatnim stopama, zbog čega je oročavanje depozita postalo manje atraktivno za deponente.

Leveridž ratio pokazatelj u 2024. iznosio je 5,4%, što je i dalje niže od prosjeka Evropske unije, ali predstavlja blago poboljšanje u odnosu na prethodnu godinu. Ovakav nivo ukazuje na umjereni sistemski rizik, ali i na zadovoljavajuću kapitalizovanost banaka.

Koeficijent adekvatnosti kapitala (CAR) na kraju 2024. godine iznosio je 18,4%, što je značajno iznad regulatornog minimuma od 10%, i potvrđuje visoku otpornost bankarskog sektora na moguće šokove.

Profitabilnost sektora takođe je porasla – povrat na imovinu (ROA) iznosio je 1,7%, a povrat na kapital (ROE) 15,4%, što predstavlja najviši nivo u posljednjoj deceniji, zahvaljujući rastu neto kamatnog prihoda i kontroli troškova poslovanja.³²⁹

U cjelini posmatrano, bankarski sistem Crne Gore ostao je stabilan, visoko likvidan i adekvatno kapitalizovan, uz kontinuirano jačanje pokazatelja solventnosti i profitabilnosti.

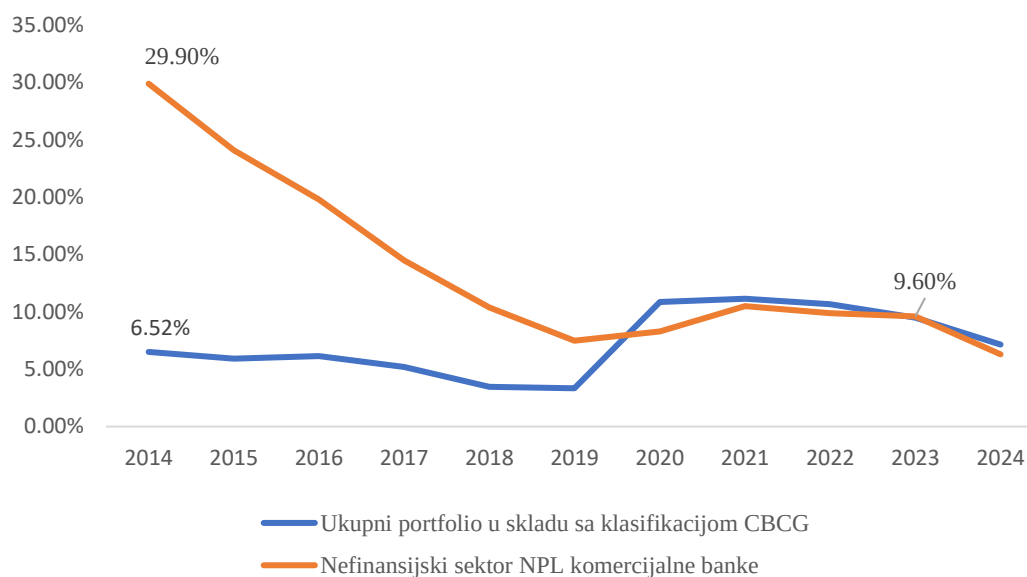
Kreditni rast i nekvalitetni krediti komercijalnih banaka i IRF-a

Nekvalitetni krediti (NPL) u sektoru privrede nastavili su trend oporavka započet 2021. godine, nakon rasta tokom pandemijskog perioda. Na kraju 2024. godine, udio NPL-ova u ukupnim kreditima privrede iznosio je 6,3%, što predstavlja smanjenje u odnosu na 9,6% s kraja 2023. godine i ukazuje na nastavak stabilizacije i poboljšanja kvaliteta kreditnog portfelja.

Iako je nivo nenaplativih kredita i dalje nešto viši nego u pretkriznom periodu 2019. godine (7,5%), pad zabilježen tokom 2024. potvrđuje pozitivna kretanja u pogledu naplate potraživanja i bolju kreditnu disciplinu dužnika.

³²⁹ Op.cit., str. 14, 33-34;

Grafik 10. Nekvalitetni plasmani (NPL) IRF-a naspram komercijalnih banaka (kreditu privredi)



Na prethodnom grafikonu se vidi da je nivo nekvalitetnih kredita (NPL) u nefinansijskom sektoru tokom 2024. godine dodatno smanjen, ali i dalje iznad prosjeka ukupnog portfolija bankarskog sektora. Sličan nivo zabilježen je i u portfoliju IRF-a, što potvrđuje da i pored relativno zdravog kvaliteta plasmana, postoji izražen kreditni jaz u finansiranju crnogorskih preduzeća.

Ovakva situacija ukazuje na ograničenu spremnost komercijalnih banaka da preuzmu veći rizik kreditiranja privrede, što mnoge preduzetnike, naročito iz sektora malih i srednjih preduzeća, usmjerava ka IRF-u kao alternativnom izvoru finansiranja.

Sa druge strane se kroz ovaj indikator može vidjeti i uloga IRF-a u dodatnosti, kontracikličnom kreditiranju, kreditnom signaliziranju te posljedično i crowding-in efektu koje su među glavnim funkcijama RB i RFI.

Tokom 2024. godine, krediti stanovništva nastavili su snažan rast od 9,5%, te su na kraju godine činili 42,5% ukupnih kredita komercijalnih banaka. Istovremeno, krediti privredi su porasli po umjerenijoj stopi od 4,1%, uz učešće od 33,1% u ukupnim kreditima bankarskog sektora.

Zbog viših efektivnih kamatnih stopa i nižeg kreditnog rizika, tržište kreditiranja stanovništva ostaje atraktivnije i profitabilnije za komercijalne banke u odnosu na kreditiranje privrede.

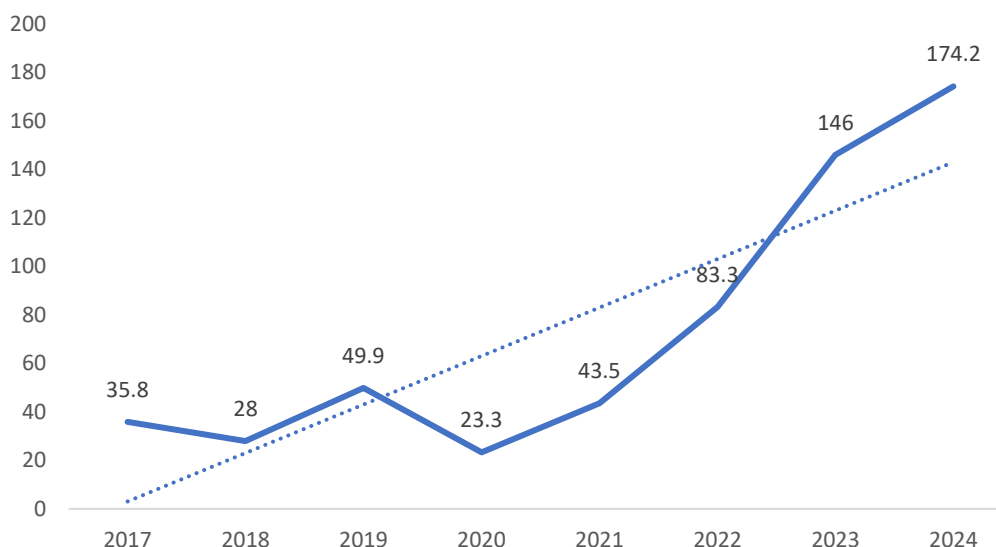
Privreda je, kao i prethodnih godina, dominantno tražila kratkoročne kredite za održavanje likvidnosti, što je u skladu sa hroničnom nelikvidnošću i strukturnim neravnotežama crnogorske ekonomije. Iako su komercijalne banke od 2020. godine značajno povećale ukupno kreditiranje privrede, najveći dio tog rasta i dalje se odnosi na kratkoročne kredite usmjerene na finansiranje obrtnih sredstava i tekuće likvidnosti. Takva struktura kreditiranja odražava i tržišnu tražnju privrede, ali i ročnu neusklađenost izvora sredstava, budući da se krediti uglavnom finansiraju iz kratkoročnih depozita stanovništva i preduzeća.

Sa druge strane, tokom 2024. godine zabilježen je dalji pad sistemskog i kreditnog rizika u sektoru privrede, zahvaljujući dinamičnom postpandemijskom oporavku, rastu realne aktivnosti i boljoj naplati potraživanja. Istovremeno, kreditni rizik privrede bio je manje izražen nego kod sektora stanovništva, što je doprinijelo jačanju fokusa komercijalnih banaka na finansiranje nefinansijskih institucija i korporativnog sektora.

Profitabilnost banaka, kamatne stope

Neto dobit banaka u 2024. godini iznosila je 174,2 mil. eura, što je za 19,3% rast u odnosu na 2023. godinu. Ovakav rezultat prvenstveno je posljedica rasta neto prihoda od kamata, koji su povećani za 17,8%, kao i prihoda od naknada i provizija, koji su porasli za 11,6%. Rast profitabilnosti banaka u 2024. godini proizašao je iz efekata viših kamatnih stopa, većeg obima kreditne aktivnosti i poboljšane efikasnosti poslovanja.

Grafik 11. Neto rezultat (mil €) 2017-2024³³⁰



Od ukupne neto dobiti bankarskog sektora u iznosu od 174,2 miliona eura, na četiri najveće banke — koje pojedinačno imaju više od 10% tržišnog učešća — odnosilo se 127,8 miliona eura, odnosno 73,4% ukupne dobiti sektora. Sve banke u sistemu su u 2024. godini poslovale pozitivno, bez iskazanih gubitaka³³¹.

Povećanje profitabilnosti banaka rezultat je prvenstveno rasta neto kamatne marže, koja je u 2024. iznosila 3,9% (u odnosu na 3,4% godinu ranije), što odražava efekat viših aktivnih kamatnih stopa i ograničenog rasta pasivnih stopa. Ovaj trend potvrdio je poboljšanu efikasnost i održivu profitabilnost bankarskog sektora Crne Gore.

Dominantni finansijski proizvodi

Hroničan nedostatak likvidnosti u crnogorskoj ekonomiji i tokom 2024. godine nastavio je da se ogleda kroz rast zaduženosti privrede prema bankama, pri čemu je dominantan dio kreditne aktivnosti i dalje bio usmjeren na kratkoročne kredite za likvidnost i obrtna sredstva. Međutim, u poređenju sa prethodnom godinom, udio ovih kredita u ukupno novoodobrenim kreditima smanjen je sa 78,1% na 53,7%, što ukazuje na blago preusmjeravanje privrede ka dugoročnijim i investicionim kreditima.

³³⁰ CBCG (2025). Izvještaj o stabilnosti finansijskog sistema u 2024. godini, str. 33-34.

³³¹ Op.cit. str. 36.

Prema podacima CBCG, krediti za likvidnost pravnim licima u 2024. iznosili su 523,3 miliona eura, u okviru ukupno 974,3 miliona eura novoodobrenih kredita privredi, kako je prikazano u narednoj tabeli i na grafiku.

Ovakva struktura kreditiranja i dalje ukazuje na trajnu strukturnu slabost realnog sektora, u kojem se kreditna sredstva pretežno koriste za održavanje tekuće likvidnosti, dok se manji dio usmjerava ka investicionim i razvojnim projektima. Prema istraživanjima iz 2021. godine, evidentan je značajan jaz za ovim tipom finansijskog proizvoda³³². Što se tiče komercijalnih banaka, ovaj zajam se najčešće odobrava u formi overdraft-a ili revolving kreditne linije. Kada su u pitanju dugoročni investicioni zajmovi, oni se najčešće uzimaju za investiranje u poslovni prostor kompanija.

Nelikvidnost predstavlja strukturni problem crnogorske privrede, proistekao iz platno-bilansnih neravnoteža, a prije svega iz niskog stepena pokrivenosti robnog uvoza izvozom, što dovodi do kontinuiranog odliva sredstava iz domaćeg finansijskog sistema.

Tabela 18. Kreditiranje privrede i zajmovi za održavanje likvidnosti

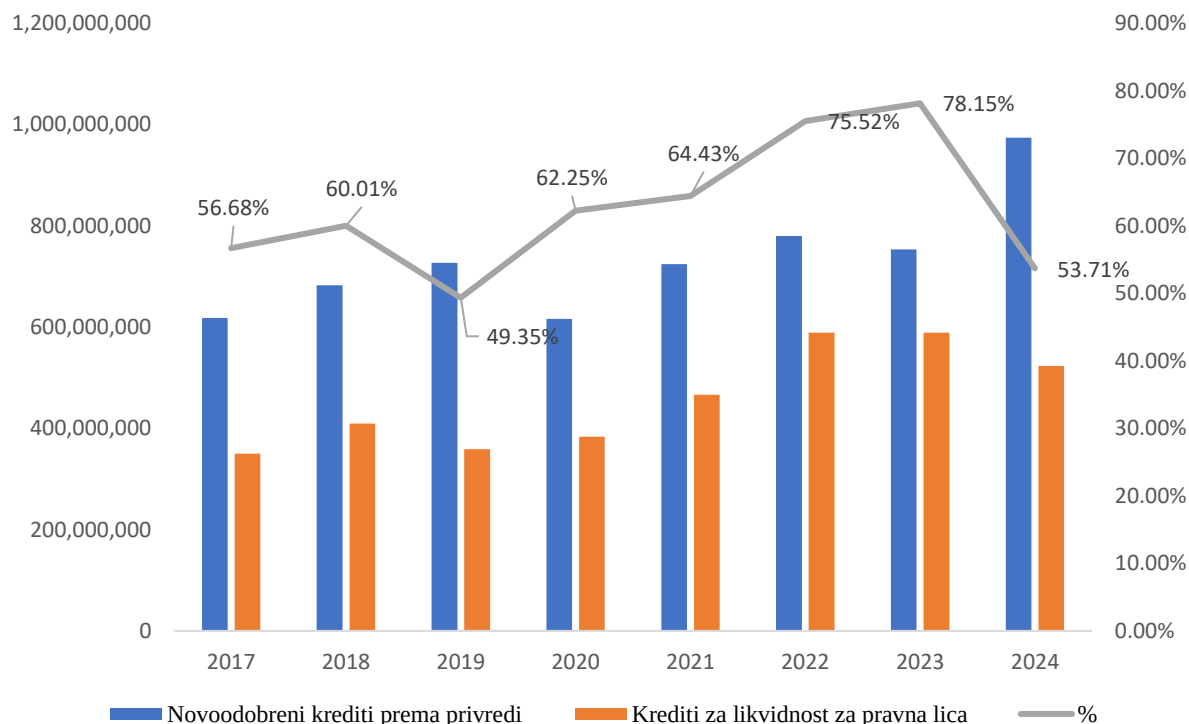
Godina	Novoodobreni krediti prema privredi	Kreditni za likvidnost za pravna lica	%
2017	618,186,000	350,399,000	56.68%
2018	682,579,000	409,605,000	60.01%
2019	727,189,000	358,892,000	49.35%
2020	616,464,000	383,735,000	62.25%
2021	724,099,000	466,531,000	64.43%
2022	779,942,000	589,038,000	75.52%
2023	753,574,000	588,935,000	78.15%
2024	974,320,000	523,293,000	53.71%

Izvor: Izvor: <https://www.cbcb.me/me/statistika/statisticki-podaci/monetarna-i-finansijska-statistika/monetarne-finansijske-institucije>

Trend kretanja kredita za održavanje likvidnosti predstavljen je na sljedećem grafiku.

³³² Ministarstvo ekonomskog razvoja (2021). Izvještaj o tržišnim neuspjesima i investicionim prazninama (EuropeAid/140230/IH/SER/ME "Improving access to finance of private sector for competitiveness and innovation" project), Finalni izvještaj, Novembar 2021;

Grafik 12. Kreditiranje za održavanje likvidnosti pravnih lica³³³



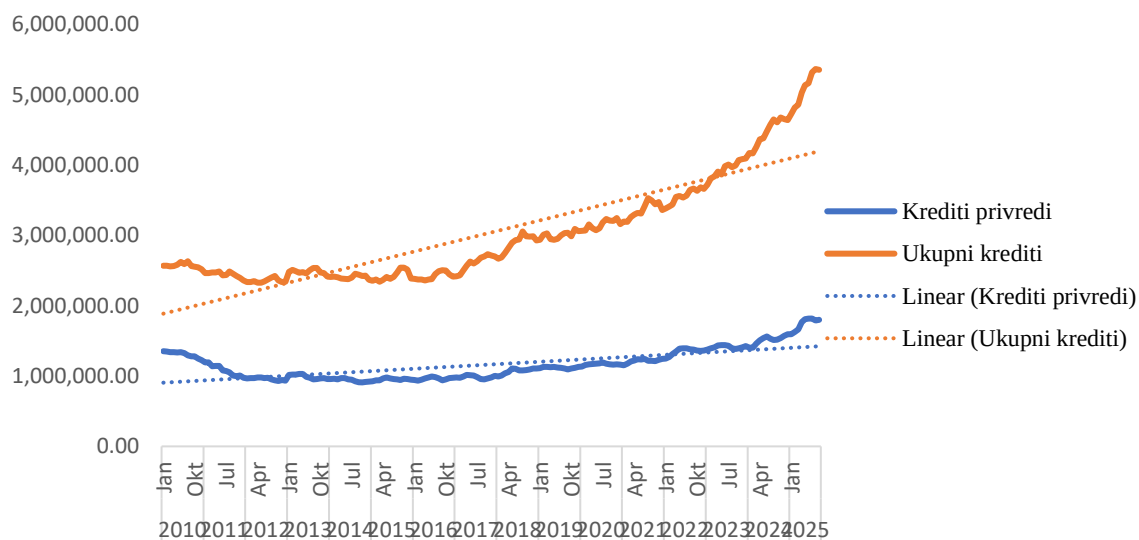
Zbog strukturnog problema nelikvidnosti, aktivnost IRF-a od esencijalne važnosti radi finansijske i nefinansijske podrške restrukturiranju crnogorske privrede, kako bi došlo do rasta izvoza i supstitucije uvoza, sa akcentom na takozvani „nevidljivi izvoz“ u okviru pružanja turističkih usluga.

3.4.2. Kreditiranje privrede i pristup finansijama

Kreditna aktivnost u Crnoj Gori je u posljednjih četrnaest godina značajno porasla. Stanje ukupnih kredita je u septembru 2025. godine iznosilo 5,36 milijardi eura, što predstavlja rast od oko 78% u odnosu na januar 2010. godine. Ovakva kretanja potvrđuju dugoročan trend širenja kreditne aktivnosti i rast uloge bankarskog sektora u finansiranju realne ekonomije, što je prikazano na narednom grafiku.

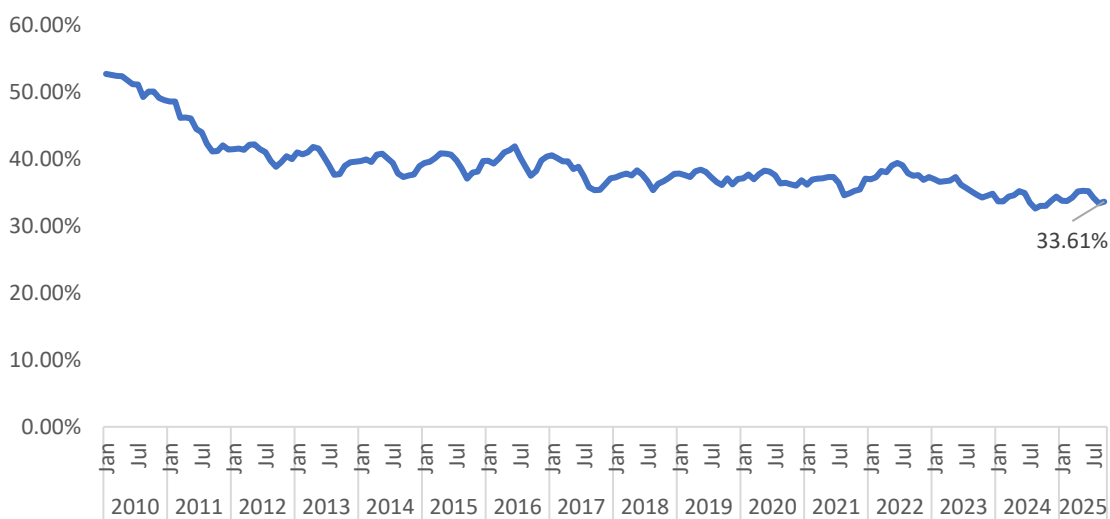
³³³ Izvor: <https://www.cbcbg.me/me/statistika/statisticki-podaci/monetarna-i-finansijska-statistika/monetarne-finansijske-institucije>

Grafik 13. Kretanje ukupne kreditne aktivnosti i kreditiranja privrede (2010-2025Q3)



Iako je ukupna kreditna aktivnost značajno porasla, udio kredita privredi u ukupnim kreditima je u periodu od 2010. do početka 2025. godine pokazao postepen pad — sa nivoa od skoro 53% na svega 33,6%, što ukazuje na dugoročan trend veće orijentisanosti banaka prema stanovništvu u odnosu na sektor privrede.

Grafik 14. Udio kredita privredi u ukupnim kreditima



Ovaj trend stvara razloge za zabrinutost, jer je u kontrastu sa dinamičnim oporavkom i rastom crnogorske ekonomije. On ukazuje da je rast kreditne aktivnosti banaka relativno više usmjeren ka sektoru stanovništva, opšte vlade i ostalim neproizvodnim sektorima, dok je proizvodni sektor privrede u manjoj mjeri obuhvaćen.

Sektor stanovništva karakteriše više kamatne stope³³⁴, niži nivo nenaplativih kredita (NPL)³³⁵ i duži rokovi otplate³³⁶, uglavnom zbog dominantnog udjela stambenih kredita, što dodatno smanjuje sklonost banaka da plasiraju sredstva u privredu, naročito kroz dugoročne kreditne aranžmane.

U takvom okruženju se dodatno naglašava razvojna i stabilizaciona uloga Investiciono-razvojnog fonda (IRF), kao ključnog mehanizma za kompenzaciju tržišnih ograničenja i podršku dugoročnom finansiranju realne ekonomije.

Crnogorski privrednici finansijske resurse mogu dobiti kroz sljedeće izvore:

1. Sektor komercijalnog bankarstva;
2. Mikro-kreditne finansijske institucije;
3. Investiciono-razvojni fond Crne Gore; i
4. Ostale izvore (međunarodni programi podrške, grantovi itd.)

Rast geopolitičkih i ekonomskih neizvjesnosti, uključujući rat u Ukrajini, usporavanje privredne aktivnosti u EU i rastuću inflaciju, uz istorijski rast referentnih kamatnih stopa Evropske centralne banke, značajno su otežali uslove finansiranja privrede u Crnoj Gori počev od 2021. godine.

Pored toga, smanjeno prisustvo IRF-a na tržištu, uslovljeno skupljim izvorima finansiranja i opreznijim pristupom novim plasmanima, dodatno je doprinijelo prekidu višegodišnjeg trenda pada ponderisane aktivne kamatne stope prema sektoru privrede, koja je tokom 2024. godine umjereno porasla, u skladu sa rastom euribora i tržišnih stopa u eurozoni.

Skoro dva od tri mala i srednja preduzeća (MSP) u Crnoj Gori nisu imala zajam ili kreditnu liniju u 2019. godini. Ovaj udio (60%) je značajno povećan sa 43% iz 2013-te godine. Sličan je udio izračunat i prema studiji WB iz 2023. godine³³⁷. Privrednici koji

³³⁴ Na kraju 2024. godine, prosječna ponderisana kamatna stopa (KS) na stanje kredita stanovništva iznosila je 7,62%, dok je prosječna KS prema privredi bila 5,36%, prema podacima Centralne banke Crne Gore (CBCG).

³³⁵ Na kraju 2024. godine, udio nekvalitetnih kredita (NPL) prema stanovništvu iznosio je 3,1%, dok je u sektoru nefinansijskih preduzeća iznosio 6,3%, prema podacima Centralne banke Crne Gore (CBCG).

³³⁶ Na kraju 2024. godine, udio kredita sa ročnošću dužom od tri godine kod stanovništva iznosio je 96,4%, dok je kod nefinansijskog sektora taj udio bio 65,1%, prema podacima Centralne banke Crne Gore (CBCG).

³³⁷ Svjetska banka (2023). Anketa o preduzećima – Crna Gora 2023, Figura 14: Korišćenje finansijskih usluga. Vašington, D.C.: Svjetska banka.

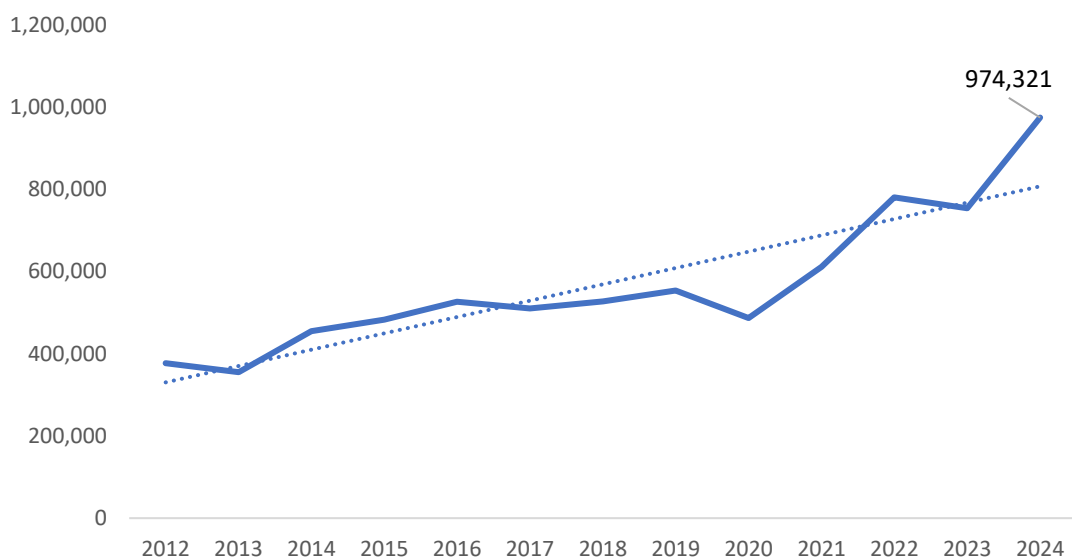
dobiju kredit se suočavaju sa visokim kolateralnim zahtjevima od strane kreditora, koji odražavaju kontinuirane striktno kreditne uslove na tržištu.

U skladu sa istraživanjem koje je izvršeno od strane Unije poslodavaca Crne Gore iz 2015. godine³³⁸, jedan od najvećih „ubica biznisa“ u Crnoj Gori je **neadekvatan pristup finansijama** privrede. Studija je došla do zaključka da više od 80% privrednika imaju ovaj problem, dok je prosjek u razvijenim zemljama u rasponu od 15% do 30%³³⁹. Ovakve okolnosti navode ugrožene grupe da dostupnost finansija traže u neformalnom sektoru gdje su uslovi finansiranja znatno lošiji, te je pristup finansijama dodatno otežan.

Pristup MSP bankarskim finansijama u Crnoj Gori je ograničen visokim kamatnim stopama i zaduženošću domaćih kompanija. Ograničen privredni lizing, otkup potraživanja i faktoring, kao i nepostojeće tržište korporativnih obveznica, ograničavaju pristup MMSP alternativnim izvorima finansiranja.

Kreditiranje privrede u proteklom periodu prikazano je na tabelama i graficima u nastavku ovog dijela rada.

Grafik 15. Kretanje kredita privredi u Crnoj Gori³⁴⁰



Kao što je prikazano na grafikonu, kreditna aktivnost prema privredi u Crnoj Gori prati cikluse ekonomske aktivnosti, sa uočljivim rastom u periodima privrednog oporavka i

³³⁸ Montenegrin Employers Federation (2016). Report, Access to Financial Resources in Montenegro – The Enabling Environment for Sustainable Enterprises in Montenegro. p. 4;

³³⁹ OECD (2016), Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD Scoreboard, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/fin_sme_ent-2016-en.

³⁴⁰ Izvor: <https://www.cbpg.me/me/statistika/statisticki-podaci/monetarna-i-finansijska-statistika/monetarne-finansijske-institucije>

stagnacijom tokom kriznih faza. Nakon pada kreditne aktivnosti tokom pandemije COVID-19 (2020.), uslijedio je postepen oporavak, pri čemu su preduzeća sve više koristila dugoročne izvore finansiranja.

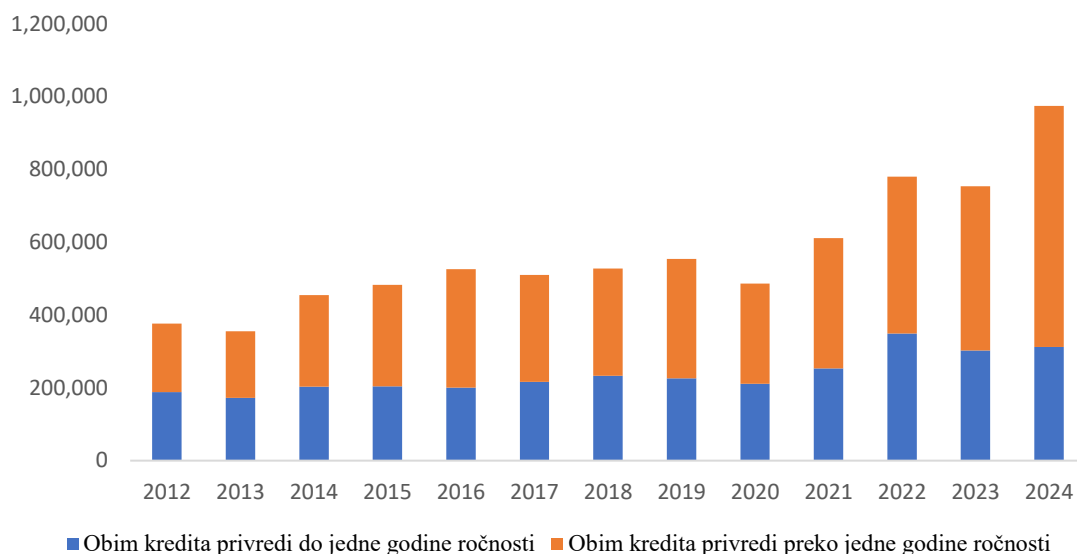
Tokom 2024. godine obim kredita privredi dostigao je 974,3 miliona eura, što je rast od 29% u odnosu na prethodnu godinu. Posebno je značajan porast kredita sa ročnošću dužom od jedne godine, čije je učešće u ukupnim kreditima poraslo sa 60% na 68%, što ukazuje na veći fokus na investicione i razvojne projekte.

Tabela 19. Obim kredita privredi prema ročnosti (000 €)

Godina	Obim kredita privredi do jedne godine ročnosti			Obim kredita privredi preko jedne godine ročnosti			Ukupno	
	0 €	indeks	u strukturi	0 €	indeks	u strukturi	0 €	indeks
2012	187,985		50%	188,612		50%	376,597	
2013	172,335	-8%	49%	182,692	-3%	51%	355,027	-6%
2014	203,582	18%	45%	250,837	37%	55%	454,419	28%
2015	203,753	0%	42%	279,220	11%	58%	482,973	6%
2016	200,577	-2%	38%	325,486	17%	62%	526,063	9%
2017	216,362	8%	42%	293,929	-10%	58%	510,291	-3%
2018	233,440	8%	44%	294,088	0%	56%	527,528	3%
2019	225,783	-3%	41%	328,195	12%	59%	553,978	5%
2020	210,823	-7%	43%	275,952	-16%	57%	486,775	-12%
2021	253,137	20%	41%	358,385	30%	59%	611,522	26%
2022	349,471	38%	45%	430,471	20%	55%	779,942	28%
2023	302,961	-13%	40%	450,610	5%	60%	753,571	-3%
2024	312,235	3%	32%	662,086	47%	68%	974,321	29%

Kretanja kredita privredi prema ročnosti možemo prikazati i grafički.

Grafik 16. Kretanje kredita privredi prema ročnosti³⁴¹



Dubljom finansijskom analizom, koja je moguća zbog relativno malog broja velikih kompanija se dolazi, na primjer, do ocjene da od svih novo-odobrenih kredita u godinama 2018. i 2019., 23% odnosno 19% se odnosilo na velike kompanije, respektivno. Ovakva struktura plasmana potvrđuje visoku koncentraciju kreditne aktivnosti u ograničenom broju velikih klijenata, dok je pristup malih i srednjih preduzeća finansiranju i dalje ograničen.

Što se tiče IRF-a u istom periodu, prosjek obima pružene podrške velikim kompanijama je oko 16%, što ukazuje da je IRF više fokusiran na segment MMSP. Istovremeno, pokazatelj velikih izloženosti komercijalnih banaka nakon snažnog rasta tokom perioda krize izazvane pandemijom, kada je na kraju Q2 2022. godine iznosio 175,1, pokazuje stabilizaciju i postepeni pad. Na kraju Q2 2025. godine, ovaj indikator iznosi 118,6, što ukazuje na smanjenje koncentracionog rizika i veću diverzifikaciju kreditnih portfolija banaka.³⁴²

CBCG ne objavljuje dublju analitiku koja bi mogla da pruži uvid u obim kredita koji je plasiran zasebno sektorima MMSP, velikim preduzećima, ali i preduzetnicima, već podatke integriše. Kao razlog za ovo se navodi nejednak tretman veličine privrednog

³⁴¹ Izvor: <https://www.cbcbg.me/me/statistika/statisticki-podaci/monetarna-i-finansijska-statistika/monetarne-finansijske-institucije>

³⁴² Velike izloženosti su date prema odredbama člana 172 Zakona o kreditnim institucijama („Sl. list Crne Gore“, br. 72/19, 82/20, 8/21). Velike izloženosti u odnosu na osnovni regulatorni kapital. Indikatori dostupni na <https://www.cbcbg.me/me/statistika/statisticki-podaci/indikatori-finansijske-stabilnosti> ;

subjekta od strane pojedinačnih kreditora na tržištu usljed specifičnosti male crnogorske ekonomije, te je konsolidacija podataka otežana. U svakom slučaju, računa se da je obim kredita koji se pruža sektoru MMSP znatno veći nego obim kredita koji se pruža velikim kompanijama, ne samo zbog mnogo većeg broja kompanija ove veličine, već i iz razloga što je EBITDA³⁴³ (koja se uzima kao glavni parametar za sposobnost dužnika da vrati dug) tri puta veći za sektor MMSP u odnosu na velike kompanije.

Kao što je već prethodno istaknuto, značajan dio kreditne tražnje privrede u proteklom periodu bio je usmjeren na održavanje likvidnosti, što je ograničilo investicionu aktivnost i usporilo strukturni rast. Ipak, u najnovijem periodu vidljivi su znaci postepenog oporavka investicija, posebno u sektorima turizma, energetike i građevinarstva, koji se pokazuju otpornijim na promjene tržišnih uslova.

Uprkos rastu referentnih kamatnih stopa i povećanoj neizvjesnosti, današnji ekonomski i institucionalni okvir omogućava brži oporavak investicija nego što je to bio slučaj tokom naftne krize 1970-ih godina³⁴⁴, zahvaljujući razvijenijem finansijskom tržištu, dostupnosti razvojnih instrumenata poput IRF-a, te većoj integrisanosti Crne Gore u evropske tokove kapitala.

Naime, rast cijena osnovnih sirovina odnosno energenata je doveo do opšteg poremećaja na tržištima i rasta cijena, što je samim tim dovelo do rasta nesigurnosti i rizika, te u krajnjem, do smanjenja obima novih investicija u ekonomiji. Taj trend se održao na snazi nekoliko godina.

Savremena ekonomska kretanja predstavljaju, na neki način, lakmus papir prethodnih šokova — s tom razlikom što je danas transmisioni mehanizam monetarne politike oslabljen zbog visoke likvidnosti finansijskog sektora, nastale kao rezultat dugogodišnje politike monetarnog olakšavanja i jeftinog novca Evropske centralne banke.

Prema OECD-u, **determinante dostupnosti finansijskih sredstava** sljedeće:

1. Sveukupni pravni, institucionalni i regulatorni okvir države;

³⁴³ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – dobit prije poreza, kamate, amortizacije.

³⁴⁴ Schneider G.L. The 1973 Oil Crisis and Its Economic Consequences, Bill of Rights Institute; <https://billofrightsinstitute.org/essays/the-1973-oil-crisis-and-its-economic-consequences> ;

2. Dostupnost vještina, znanja i informacija o potencijalnim izvorima finansiranja za MMSP sektor; &
3. Adekvatan miks finansijskih instrumenata i institucija dostupnih MMSP sektoru u razumnom vremenskom periodu³⁴⁵.

MMSP u Crnoj Gori uzimaju relativno malo kreditnih sredstava, iako je procenat onih koji traže kreditna sredstva prema svim analizama oko 50%, a posebno potencijalni preduzetnici i start ap preduzeća, jer ponuda nije prilagođena njihovim potrebama, alternativni izvori finansiranja nijesu raspoloživi, procedure odobravanja sredstava su dugotrajne, zahtjevi za sredstvima obezbjeđenja neadekvatni mogućnostima preduzetnika i opšti uslovi kreditiranja nepovoljni. Preduzeća često nemaju potrebnu kreditnu sposobnost, ni odgovarajuća sredstva obezbjeđenja kredita.³⁴⁶

3.4.3. Tražnja za kreditima privrede i finansijski jaz

3.4.3.1. Analiza tražnje

Prema rezultatima ankete o kreditnoj aktivnosti banaka realizovane u II kvartalu 2025. godine³⁴⁷, koju Centralna banka Crne Gore (CBCG) sprovodi od aprila 2018. godine, tražnja za kreditima privrede je značajno porasla, čime je nastavljen rastući trend iz prethodnih kvartala. Rast tražnje je naročito izražen kod mikro, malih i srednjih preduzeća (MMSP), dok je kod velikih preduzeća zabilježen nešto blaži rast.

Istovremeno, kreditni standardi banaka su u prosjeku ublaženi, i to najviše kroz smanjenje kamatnih marži, niže provizije i naknade, te produženje ročnosti kredita. Ovakvo kretanje rezultat je povećane konkurencije u bankarskom sektoru, stabilizacije makroekonomskih uslova i smanjenja percepcije rizika.

Za razliku od prethodnog perioda, u kojem je dominiralo smanjenje konkurencije i rast averzije prema riziku, tokom 2025. godine došlo je do ublažavanja percepcije rizika i pojačane konkurencije u bankarskom sektoru, što je pozitivno uticalo na dostupnost kredita, naročito za mala i srednja preduzeća.

³⁴⁵OECD (2016), Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD Scoreboard, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/fin_sme_ent-2016-en.

³⁴⁶ Privredna komora Crne Gore (2022). Privreda Crne Gore 2021, str. 66 ;

³⁴⁷ CBCG, 2025. Izvještaj o rezultatima ankete o kreditnoj aktivnosti banaka – II kvartal 2025, str. 6–8;

Tokom prve polovine 2025. godine, zabilježeno je i povećanje maksimalnih iznosa kredita odobrenih privredi, što, uz smanjenje kamatnih marži i naknada, ukazuje na povoljnije kreditne uslove i veći stepen spremnosti banaka da finansiraju realni sektor.

Indikativno je da trend pooštavanja kreditnih uslova ide kontra smjera smanjenja tržišnog učešća Investiciono-razvojnog fonda (IRF).

U funkcionalnom smislu, IRF i dalje djeluje kao fasilitator konkurencije i stabilizator kreditnih uslova za privredu, posebno u segmentu mikro, malih i srednjih preduzeća (MMSP) — što predstavlja jedan od ključnih postulata ovog rada, koji će biti ekonometrijski potvrđen u empirijskom dijelu istraživanja.

Efekti stabilizacije kreditnih uslova postali su vidljivi i kroz strukturu odobrenih i odbijenih zahtjeva, naročito u segmentu MMSP preduzeća.

Tokom prethodnih kvartala zabilježen je pad broja odbijenih kreditnih zahtjeva sektoru mikro, malih i srednjih preduzeća (MMSP), što predstavlja promjenu trenda u odnosu na prethodne godine. Ovaj pomak rezultat je blagog ublažavanja kreditnih standarda, ali i pojačane konkurencije među bankama, koja je doprinijela povoljnijim uslovima finansiranja i većoj dostupnosti kredita za MMSP sektor³⁴⁸.

Kod velikih preduzeća, broj odbijenih zahtjeva je ostao na približno istom nivou, što ukazuje na stabilizaciju kreditne aktivnosti u tom segmentu i uravnoteženiji odnos bankarskog sektora prema različitim kategorijama klijenata.

Istovremeno, i pored relativne stabilizacije makroekonomskih uslova, u drugom kvartalu 2025. godine i dalje dominira tražnja za kreditima namijenjenim finansiranju obrtnog kapitala i restrukturiranju postojećih obaveza (refinansiranju). Ovakva struktura tražnje i dalje odražava ograničenu likvidnost privrede, koja se u kontinuitetu prepoznaje kao hroničan i strukturni problem crnogorskog ekonomskog sistema.

Iako se bilježe početni znaci rasta interesovanja za dugoročne investicione kredite³⁴⁹, posebno u sektorima energetike, turizma i građevinarstva, preovlađujuća orijentacija privrede prema kratkoročnom zaduživanju ukazuje da su problemi likvidnosti i dalje dominantan motiv kreditne tražnje.

³⁴⁸ CBCG, 2025. Izvještaj o rezultatima ankete o kreditnoj aktivnosti banaka – II kvartal 2025, str. 10–11;

³⁴⁹ Op.cit, str. 10–12;

Na primjer, Strategija razvoja MMSP³⁵⁰, prepoznaje otežan pristup finansijama kao jedan od ključnih izazova sa kojima se suočava crnogorska privreda. U dokumentu se navodi da ovaj problem ostaje značajna prepreka za rast i razvoj MMSP sektora, budući da kreditni rizici ostaju visoki, alternativni izvori finansiranja su ograničeni, dok tradicionalne finansijske institucije i dalje zahtijevaju visok nivo kolaterala i razvijenu kreditnu istoriju koju mnoga preduzeća nemaju.

Kada je riječ o ročnoj strukturi kredita, banke procjenjuju da će se postojeći trend kratkoročnog zaduživanja privrede zadržati i u narednom periodu, budući da krediti za finansiranje obrtnog kapitala i dalje čine najveći dio ukupne tražnje³⁵¹.

Taj trend je posebno izražen kod velikih i srednjih preduzeća u sektorima energetike, građevinarstva i turizma. Prema rezultatima ankete o kreditnoj aktivnosti banaka za II kvartal 2025. godine, banke ovaj pomak povezuju sa povoljnim makroekonomskim kretanjima, uključujući stabilan rast BDP-a, uspješnu turističku sezonu i pojačanu realizaciju infrastrukturnih i energetskih projekata, što doprinosi većem optimizmu i spremnosti dijela privrede za nova ulaganja.

Prema rezultatima ankete o kreditnoj aktivnosti banaka za II kvartal 2025. godine, kreditni standardi³⁵² su u prethodnom periodu blago ublaženi, nakon višegodišnjeg trenda pooštavanja koji je započeo 2020. godine. Ovakav pomak posebno je izražen kod mikro, malih i srednjih preduzeća (MMSP), gdje su banke iskazale veći stepen spremnosti da odobre nove kredite, iako su marže i kolateralni zahtjevi i dalje na povišenom nivou u odnosu na pretkrizni period.

I pored toga, MMSP sektor, koji čini 99,8% ukupnog broja poslovnih subjekata u Crnoj Gori³⁵³, a udio je i veći ako se u obzir uzmu strukovno registrovani preduzetnici i dalje se suočava sa ograničenim pristupom finansijama.

Prema rezultatima ankete o kreditnoj aktivnosti banaka za II kvartal 2025. godine, uslovi kreditiranja privrede su u prethodnom periodu stabilizovani, nakon višegodišnjeg trenda pooštavanja koji je započeo 2020. godine. Iako su kamatne marže i kolateralni

³⁵⁰ Ministarstvo ekonomskog razvoja i turizma Crne Gore, 2023. Strategija razvoja mikro, malih i srednjih preduzeća Crne Gore 2023–2027, str. 18–19;

³⁵¹ CBCG, 2025. Izvještaj o rezultatima ankete o kreditnoj aktivnosti banaka – II kvartal 2025, str. 11–13:

³⁵² Kreditni standardi podrazumijevaju kriterijume za odobrenje kredita i/ili kreditnih linija od strane banke kojima se definišu: vrsta kredita, prepoznati sektorski ili geografski prioriteti, prihvatljivost kolaterala, bonitet dužnika itd., uključujući interna uputstva, promjene u politici odobrenja kredita i njenoj primjeni.

³⁵³ https://monstat.org/uploads/files/publikacije/registri/Saopstenje_Broj_Poslovnih_Subjekata_2024.godina.pdf ;

zahtjevi i dalje na povišenom nivou, njihova dalja eskalacija nije zabilježena tokom 2025. godine, što ukazuje na blago ublažavanje pritisaka u pristupu finansijama.

Ponuda standardnih MMSP proizvoda banaka, međutim, nije značajno proširena, pa preduzeća i dalje najniže ocjenjuju pristup finansijama kao element poslovnog ambijenta.

Prema rezultatima ankete o kreditnoj aktivnosti banaka za II kvartal 2025. godine, uslovi kreditiranja privrede su u prethodnom periodu stabilizovani, nakon višegodišnjeg trenda pooštavanja koji je započeo 2020. godine. Iako su kamatne marže i kolateralni zahtjevi i dalje na povišenom nivou, njihova dalja eskalacija nije zabilježena tokom 2025. godine, što ukazuje na blago ublažavanje pritisaka u pristupu finansijama.

Ponuda standardnih MMSP proizvoda banaka, međutim, nije značajno proširena, pa preduzeća i dalje najniže ocjenjuju pristup finansijama kao element poslovnog ambijenta³⁵⁴.

Uprkos stabilizaciji, na percepciju rizika u bankarskom sektoru i dalje snažno utiču geopolitička neizvjesnost, rat u Ukrajini i trajni inflatorni pritisci u Evropi i regionu, što podstiče oprezniji pristup bankarskog sektora u finansiranju privrede³⁵⁵.

Prema očekivanjima banaka, u narednom periodu se ne očekuje značajnije pogoršanje opšte ekonomske situacije, već stabilizacija poslovnog okruženja, uz i dalje prisutne geopolitičke rizike i umjerene inflatorne pritiske. Banke procjenjuju da će percepcija i averzija prema riziku ostati na umjerenom nivou, dok se u pogledu kreditnih standarda očekuje zadržavanje postojećih uslova, bez novih zaoštavanja.

Iako pojedini faktori — poput troškova izvora sredstava i rizika naplate potraživanja — i dalje djeluju ograničavajuće, banke u cjelini očekuju stabilan trend kreditne aktivnosti, uz moguće blago povećanje plasmana prema sektoru privrede u drugoj polovini 2025. godine³⁵⁶.

U cjelini posmatrano, rezultati ankete ukazuju na stabilizaciju kreditne aktivnosti privrede u Crnoj Gori tokom 2025. godine. Nakon višegodišnjeg perioda pooštavanja standarda i povišenog rizika, uslovi finansiranja su se stabilizovali, a tražnja za kreditima zadržala blagi rast, uz izraženije interesovanje za dugoročne investicione kredite.

³⁵⁴ CBCG, 2025. Izvještaj o rezultatima ankete o kreditnoj aktivnosti banaka – II kvartal 2025, str. 13–15;

³⁵⁵ Op.cit., str. 34–36;

³⁵⁶ CBCG, 2025. Izvještaj o rezultatima ankete o kreditnoj aktivnosti banaka – II kvartal 2025, str. 15–17;

Istovremeno, iako marže i kolateralni zahtjevi ostaju relativno visoki, percepcija rizika u bankarskom sektoru se smanjila i ocjenjuje se kao umjerena i stabilna.

Ovakva kretanja sugerišu da je bankarski sektor postepeno ušao u fazu stabilnijeg rasta kreditne aktivnosti, uz zadržavanje opreza prema sektoru MMSP, koji i dalje ostaje najranjiviji u pristupu izvorima finansiranja³⁵⁷.

3.4.3.2. Finansijski jaz

U prethodnim godinama više institucija i autora pokušalo je da, koristeći različite metodološke pristupe, kvantifikuje veličinu kreditnog (finansijskog) jaza na tržištu Crne Gore — odnosno da procijeni kolika je razlika između tražnje za finansijskim sredstvima i njihove efektivne ponude kroz formalni finansijski sektor.

Finansijski jaz, odnosno razlika između ponude i tražnje za kreditima privrede, i dalje je izražen, naročito u segmentu mikro, malih i srednjih preduzeća (MMSP). Ovaj jaz prvenstveno proizilazi iz ograničenih mogućnosti banaka da preuzmu dodatni rizik, uz istovremenu visoku tražnju za likvidnosnim sredstvima i nedovoljno razvijene alternativne izvore finansiranja poput lizinga, faktoringa i tržišta kapitala.

Rezultati različitih istraživanja prikazuju značajna odstupanja u procjenama jaza, u zavisnosti od primijenjene metodologije i izvora podataka, što dodatno potvrđuje kompleksnost ovog pitanja.

U nastavku ovog poglavlja se navode najrelevantnije procjene:

1. Procjena Svjetske banke pokazuje da je u 2017. kreditni jaz (nedostatak sredstava) na crnogorskom finansijskom tržištu iznosio 16% BDP -a, ili približno 631 milion USD. Naime, ponuda kreditnih sredstava je tada procijenjena na 569 mil USD (19% neotplaćenih kredita u tom periodu), dok je tražnja procijenjena na 1,2 mlrd USD, što čini potencijalan jaz od 631 mil USD (119% veća tražnja od ponude)³⁵⁸. U ovom dijelu veoma je važno naglasiti da, na osnovu novijeg istraživanja preduzeća EIB-EBRD-WB

³⁵⁷ Op.cit., str. 10–17;

³⁵⁸ IFC (2017). SME Finance Gap Assessment of the Shortfalls and Opportunities in Financing Micro, Small and Medium Enterprises in Emerging Market, World Bank, str. 64-65. (<https://www.smefinanceforum.org/sites/default/files/Data%20Sites%20downloads/MSME%20Report.pdf>);

- (iz 2019. godine)³⁵⁹, oko 47% preduzeća u Crnoj Gori je finansijski ograničeno. Prema istraživanju Svjetske banke iz 2023. godine (*B-Ready* istraživanje), Indeks percepcije pristupa finansijama kao ograničenje za poslovanje MMSP u Crnoj Gori iznosi 88.2³⁶⁰
2. U okviru A2F projekta³⁶¹, takođe je rađena procjena finansijskog jaza na crnogorskom tržištu kreditiranja privrede, koristeći GAFMA³⁶² i PCA³⁶³ metodologiju i CATI³⁶⁴ anketu. Ukupno su intervjuisali 456 MMSP preduzeća odnosno njihove vlasnike ili više menadžere. GAFMA pravi kalkulaciju po principu da izračuna potencijalnu tražnju za različitim finansijskim instrumentima procenom potencijalnog broja aplikacija i prosječnog iznosa po aplikaciji, uzevši u obzir trendove na tržištu. Podaci iz ankete su bili korišćeni kako bi se napravila procjena tražnje. Problem kod ove metodogije je upitna preciznost podataka, a pogotovu u nedostatku važnih informacija koje je pružala svjetska banka u okviru *Doing Business* analize, koja se ne sprovodi od 2020. godine. Prilikom analize konsultanti su procijenili da će tražnja biti smanjena što se nije efektuiralo u stvarnosti, već naprotiv, tražnja i plasmani su znatno porasli u prethodnom periodu. Tako je npr. došlo do porasta kreditiranja privrede od 25,6% i 27,5% u 2021. i 2022. godini, iako je kreditiranje IRF-a u padu od 2020. godine. IRF je sa svojim niskim nivoima NPL-a odigrao ulogu kreditnog signalizatora i „crowding in“ investicija privatnog sektora u ovom dijelu, što su neke od glavnih uloga RB i RFI. Konsultanti su procijenili da je tražnja manja od realizacije u svim procjenama kako je prikazano u narednoj tabeli. Doprinos ovoj pogrešnoj procjeni su i niske stope rasta kreditne aktivnosti i rasta privrede respektivno (1,5% i 6%) koje su uzete za polazne vrijednosti. Dodatno, konsultanti su procijenili značajan pad broja predatih kreditnih aplikacija i manji iznos zahtijevanih kreditnih

³⁵⁹ World Bank (2019). Enterprise Survey 2019, Montenegro, (dostupno na <https://datacatalog.worldbank.org/search?q=montenegro%20enterprise%20survey%202019>);

³⁶⁰ Samo u BiH je ovaj indeks viši (92), dok je u npr. u Srbiji 81.9, Sjevernoj Makedoniji 77.8, Albaniji 63.6 i Kosovu 43.1. (Word Bank (2023). World Bank Group Country Survey 2023; (dostupno na <https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0065807/Montenegro---World-Bank-Group-Country-Survey-2023>);

³⁶¹ PWC & IPER (2021). Report on market failures and investment gaps, u okviru projekta "Improving access to finance of private sector for competitiveness and innovation", EuropeAid/140230/IH/SER/ME, November 2021;

³⁶² GAFMA (Guidelines for MSME Access to Finance Market Assessments) - Smjernice za procenu pristupa MMSP finansijskom tržištu, koje je 2014. godine razvila jedinica za istraživanje i analizu tržišta Evropskog investicionog fonda (EIF), objašnjavaju okvir za procenu pristupa finansijskom tržištu, njegovu strukturu i sadrže različite analitičke alate. EIF je ove smjernice razvio kao alatku koja obuhvata dobre prakse i pruža praktične smjernice za sprovođenje ex-ante procjene pristupa finansijama MMSP. (EIF Working Paper 2014/22 - Guidelines for SME Access to Finance Market Assessments) https://www.eif.org/news/centre/publications/EIF_Working_Paper_2014_22.htm);

³⁶³ PCA - Principal Component Analysis (statistički metod analize glavnih komponenti);

³⁶⁴ CATI - Computer-assisted telephone interviewing (računarski potpomognuto telefonsko anketiranje);

sredstava za svaki tip finansijskog proizvoda. Njihova analiza je utvrdila visok jaz kada su u pitanju kratkoročni krediti do niskog jaza kada su u pitanju dugoročni krediti što se dijelom i ostvarilo u 2021. i 2022. godini. Ako iskoristimo podatke dobijene od strane anketara A2F projekta i uporedimo ih sa trendom rasta kreditne aktivnosti u 2021. godini i rastom BDP-a, dolazimo do cifre od tražnje na minimalnom nivou od 817 mil €, dok određene analize ukazuju i na tražnju koja je znatno veća od ovog nivoa. Dodatno, od 456 ispitanika, njih 247 misli da su problemi sa pristupom finansijama jedan od glavnih razloga za neuspjeh poslovanja u zemlji, što je rast u odnosu na 156 u 2019. godini što prikazuje striktnije uslove koje su banke postavile pred svoje klijente u postpandemijskom oporavku i rast jaza u odnosu na pred-krizni period.

Tabela 20. Pogrešna procjena A2F projekta

Tip zajma	Tražnja 2021	Realizacija 2021	Razlika	Razlika %
Kratkoročni kredit	187.421.647,00	253.137.000,00	65.715.353,00	35,06%
Dugoročni kredit	96.962.960,00	358.385.000,00	261.422.040,00	269,61%
IRF kredit	143.471.247,00	210.300.000,00	66.828.753,00	46,58%
TOTAL	427.855.854,00	821.822.000,00	393.966.146,00	92,08%

- Evropska investiciona banka je takođe istraživala jaz na tržištu finansija u Crnoj Gori³⁶⁵. Prema njihovoj analizi, tražnja je procijenjena na 560 mil € odnosno 16,4% BDP-a, dok je ponuda procijenjena na 552 mil € odnosno 16% BDP-a. Rezultati su pokazali da je jaz pogotovo izražen kada su u pitanju početnici u biznisu i poljoprivredni proizvođači, kao i da je stopa odbitaka iznad-prosječna u odnosu na region. Jaz je izraženiji za preduzeća na sjeveru države, za lizing finansije koje su gotovo nepostojeće kada je u pitanju finansiranje privrede, kao i za ulaganja u vlasništvo.
- Slične nalaze je potvrdila i Svjetska Banka³⁶⁶. Oni ističu da dva od tri MMSP preduzeća nijesu uzimali kredit u 2019. godini, što je značajan rast u odnosu na 2013. kada je taj

³⁶⁵ EIB (2016). Assessment of financing needs of SMEs in Western Balkans Countries. Country Report: Montenegro“, August 2016, Bussines and Finance Consulting; https://www.eib.org/attachments/efs/assessment_of_financing_needs_of_smes_montenegro_en.pdf

³⁶⁶ World Bank (2021). Montenegro Systematic Country Diagnostic Update, June 2021;

udio iznosio 43%. Takođe ističu da MMSP kompanije koje dobiju zajam moraju založiti značajno visoke kolaterale, što je u skladu sa ostalim analizama. Prema World Bank Enterprise Survey 2023 za Crnu Goru³⁶⁷, samo 38% malih firmi ima bankarski kredit (naspram 63% srednjih i 62% velikih), što jasno ukazuje na slabiji pristup finansijama kod MSP. &

5. OECD – Western Balkans Competitiveness Outlook 2024 (profil Crne Gore) navodi da relativno strogi kolateralni zahtjevi ograničavaju pristup bankarskom finansiranju za najmanja preduzeća, a da su krediti banaka za MSP iznosili 14,9% BDP-a u 2022. (ispod prosjeka Zapadnog Balkana od 17,7%)³⁶⁸.

3.4.4. Neuspjesi tržišta

Nakon sagledavanja veličine finansijskog jaza i ograničenja u pristupu finansijama, neophodno je analizirati uzroke koji dovode do takvih tržišnih disbalansa. Ograničeni pristup kapitalu u Crnoj Gori nije samo posljedica makroekonomskih okolnosti, već i strukturnih slabosti finansijskog sistema, koje se manifestuju kroz različite oblike tržišnih neuspjeha (*market failures*).

Prema više istraživanja i analiza sprovedenih u prethodnom periodu, kao i mišljenjima strukovnih eksperata, glavni neuspjesi finansijskog tržišta u Crnoj Gori su:

1. Nedostatak adekvatnog kolaterala kao glavni problem pristupa finansija za MMSP

Problem nedostatka adekvatnog kolaterala posebno je izražen kod mikro i malih preduzeća, početnika u biznisu i malih poljoprivrednih proizvođača. Kako finansiranje putem lizinga još uvijek nije zaživjelo u Crnoj Gori, a preduzeća tradicionalno preferiraju sopstveno vlasništvo nad imovinom u odnosu na eksterno finansiranje, mogućnosti pribavljanja potrebnih sredstava su dodatno ograničene. Ovakve preferencije djelimično proizilaze iz nedovoljno razvijene finansijske pismenosti (*financial illiteracy*), zbog čega se lizing često i ne razmatra kao održiva opcija. Dodatno, odsustvo funkcionalnih kreditno-garantnih fondova i instrumenata za podjelu rizika čini da problem nedostatka

³⁶⁷ Svjetska banka. (2025). Enterprise Surveys – Montenegro 2023: Country Profile (Figura 14: "Use of financial services"). Washington, DC: World Bank Group;

³⁶⁸ OECD. (2024). Western Balkans Competitiveness Outlook 2024: Montenegro. Paris: OECD Publishing, str 67-69;

kolateralu bude još izraženiji i predstavlja jednu od ključnih prepreka pristupu finansijama za MMSP sektor u Crnoj Gori.

Kao dva najveća problema pristupu finansijama privrednika u Crnoj Gori su percipirani *nedostatak adekvatnog kolaterala* i *visoke kamatne stope*. Ovo je potvrđeno i anketom³⁶⁹, gdje je od 456 ispitanika (svi MMSP) 30,3% među mikro kompanijama odgovorilo da su visoki zahtjevi za kolateralom glavni razlozi u otežanom pristupu finansija, dok je 22,3% odgovorilo da misli da je upravo to bio razlog zašto nijesu dobili kredit, što je u samom vrhu ponuđenih odgovora anketiranih privrednika. Međutim, u periodu otkad je vršena anketa, kamatne stope su nastavile rast i ostale su na visokom nivou, dodatno produbljujući problem pristupa finansijama.

Problem dostupnosti finansija u smislu obezbjeđenja kredita je pogotovo izražen kod **malih privrednika, kao i ugroženih grupa**, usljed razloga kao što su nedostatak adekvatnog kolaterala, kao i izuzetno visoki zahtjevi za kolateralom od strane kreditora³⁷⁰, nedostatak kreditne istorije i slično. Već je prethodno istaknuto da su čak dva od tri MMSP preduzeća u Crnoj Gori imala ograničen pristup finansiranju još u predkriznom periodu, 2019. godine, što predstavlja značajan porast u odnosu na 2013. godinu³⁷¹. Pooštavanje uslova finansiranja u prethodnim godinama, uz izražene inflatorne pritiske, dodatno je produbilo problem nedostatka adekvatnog kolaterala, čime se finansijski jaz u privredi dodatno povećao. Banke često oklijevaju da oslobode dijelove postojećih hipoteka, odnosno tvrdih kolaterala, čak i kada im tržišna vrijednost raste, što u praksi stvara dodatne troškove i smanjuje efikasnost poslovanja i obrt kapitala u privredi. Ovakva praksa je posebno izražena u periodu evidentnog rasta cijena nekretnina u Crnoj Gori tokom prethodnih godina.

2. Visoke kamatne stope

Zbog visokog rizika zemlje, povećanih poslovnih troškova i skupih izvora finansiranja, kamatne stope u Crnoj Gori su više nego u zemljama regiona, poput Srbije i Hrvatske, a

³⁶⁹ PWC & IPER (2021). Report on market failures and investment gaps, u okviru projekta "Improving access to finance of private sector for competitiveness and innovation", EuropeAid/140230/IH/SER/ME, November 2021;

³⁷⁰ Vrijednost kolaterala potrebna za pristup bankarskom kreditu je i dalje u prosjeku iznad 200%, što je značajno više u poređenju sa nivoom iz 2009. od 152%.

³⁷¹ World Bank Group; World Federation of Development Financing Institutions. (2018). 2017 Survey of National Development Banks. World Bank, Washington.

značajno iznad prosjeka zemalja EU-27. Na njihov nivo utiče niz faktora, među kojima su kreditni rejting i premija rizika zemlje, stopa rasta BDP-a, nivo javnog duga, broj preduzeća u blokadi, dužina sudskih postupaka, kao i specifične karakteristike svakog plasmana – tip kredita, kreditna sposobnost klijenta, kvalitet sredstava obezbjeđenja, udio nenaplativih kredita i visina neamatnih prihoda banaka. Kombinovano djelovanje ovih faktora stvara strukturni pritisak na cijenu kapitala i ograničava konkurentnost finansijskog sektora, posebno u segmentu MMSP.

Uzroci koji se uobičajeno navode kada su u pitanju visoke kamatne stope u Crnoj Gori su strukturnog tipa. Tako recimo, Unija poslodavaca Crne Gore i analitičar Predrag Drecun³⁷² posebno ističu razloge kao što su visoka tražnja za kreditima u Crnoj Gori, visok rizik, kako sistemski tako i individualni krajnjih korisnika kreditnih sredstava, što utiče da visoke kamate budu amortizer visokog rizika. Pored ovih, kao razlozi se navode i fiksni troškovi banaka, koji su predmetom niske ekonomije obima ali i regulatorno okruženje, kreditna obezbjeđenja, kao i pravna zaštita banaka kao povjerilaca koja iziskuje značajne transakcione troškove.

Sa aspekta fiksnih troškova banaka, razvoj elektronskog bankarstva i porast broja elektronskih naloga koje klijenti samostalno realizuju doveli su do značajnog smanjenja obima operativnih aktivnosti unutar banaka. Posljedično, došlo je do smanjenja troškova zarada zaposlenih, koji predstavljaju pojedinačno najveću stavku u strukturi rashoda banaka. U tom kontekstu, evidentan je i kontinuiran pad broja operativnih izvršilaca, posebno šalterskih radnika u komercijalnim bankama, što ukazuje na dalju digitalnu transformaciju sektora.

Takođe se navode rigorozne mjere CBCG koje čine da banke imaju veći udio sredstava „zamrznutih“ u vidu obavezne rezerve kod CBCG, iako ovaj problem danas nije izražen³⁷³. Visoke kamatne stope uobičajeno reflektuju povišen sistemski rizik u ekonomiji, ali istovremeno ograničavaju investicione aktivnosti i smanjuju broj projekata koji mogu biti finansijski održivi. Na taj način, značajan dio potencijalno profitabilnih i razvojno važnih

³⁷² Unija poslodavaca Crne Gore (2016). Pristup finansijskim sredstvima u Crnoj Gori (Report, Access to Financial Resources in Montenegro – The Enabling Environment for Sustainable Enterprises in Montenegro, Jul 2016); <https://www.poslodavci.org/biblioteka/publikacije/pristup-finansijskim-sredstvima-u-crnoj-gori>

³⁷³ Osnovicu za obračun obavezne rezerve čine depoziti po viđenju i oročeni depoziti, osim depozita centralnih banaka. Stopa za obračun obavezne rezerve je 5,5% na dio osnovice koju čine depoziti po viđenju i depoziti ugovoreni sa ročnošću do jedne godine, odnosno do 365 dana, i 4,5% na dio osnovice koju čine depoziti ugovoreni sa ročnošću preko jedne godine, odnosno 365 dana.

projekata ostaje nefinansiran, čime se usporava ukupni ekonomski rast. Stoga, smanjenje kamatnih stopa na tržištu predstavlja važan izvor dodatnosti u finansiranju i ima direktan razvojni efekat na privredu, naročito u segmentu mikro, malih i srednjih preduzeća.

Misija MMF-a, pod vođstvom Šefa tima za Crnu Goru, g-dina Alasaira Skota, je 2016. godine, kao glavne razloge visokih kamatnih stopa u Crnoj Gori navela opšte troškove banaka (*overheads*) i visinu rezervacija odnosno pritisak regulatora.³⁷⁴ Misija MMF-a u svom saopštenju navodi, pored do sada navedenih razloga i visoku zaduženost ekonomije, kao i spor oporavak nekvalitetnih plasmana koji deriviraju iz svjetske ekonomske krize iz 2008. godine. Svi ovi problemi ostaju i danas, osim nivoa nekvalitetnih zajmova koji je značajno snižen.

Među eksternim faktorima koji utiču na kretanje kamatnih stopa u Crnoj Gori posebno se izdvajaju inflacija, budžetski deficit i nivo javnog duga, bilans plaćanja sa inostranstvom i realna stopa rasta BDP-a. Kombinovano djelovanje ovih makroekonomskih pokazatelja utiče na rizični profil zemlje, a time i na percepciju investitora i kreditora o stabilnosti finansijskog sistema. U praksi, ovi faktori su u prethodnim godinama značajno doprinosili oscilacijama kamatnih stopa i troškovima zaduživanja privrede.

Dodatni problem visokih kamatnih stopa ogleda se u tome što značajan dio finansijskih sredstava biva preusmjeren iz produktivne sfere privrede u servisni sektor, odnosno u pokrivanje transfernih troškova koje generiše finansijski sistem. Time se smanjuje obim kapitala koji bi mogao biti uložen u realnu ekonomiju. Istovremeno, visoke kamatne stope dovode do toga da se brojni investicioni projekti uopšte ne realizuju, jer ne mogu zatvoriti svoju finansijsku konstrukciju.

Finansijski sektor daje najveći doprinos privredi onda kada omogućava da preduzeća manji dio svojih prihoda izdvajaju za troškove finansijskih usluga, čime im ostaje više sredstava za ulaganje u osnovna sredstva, obrtni kapital i druge produktivne investicije. Optimalna funkcija finansijskog sistema podrazumijeva da se štednja u najvećoj mogućoj mjeri usmjerava ka investicijama, uz održavanje društveno prihvatljivih nivoa nenaplativih kredita i operativnih marži.

³⁷⁴ IMF (2016). Montenegro: Financial System Stability Assessment, Volume 2016: Issue 088, <https://doi.org/10.5089/9781475519815.002>;

Visoke kamatne stope na kredite privredi direktno ograničavaju mogućnost formiranja domaće akumulacije potrebne za nove investicije koje bi omogućile prelazak u više faze prerade proizvoda, povećanje produktivnosti i rast BDP-a. Drugim riječima, kada je cijena kapitala previsoka, finansijski sektor – kao servisni segment ekonomije – umjesto da podržava realni sektor, postaje faktor koji koči ekonomski razvoj i smanjuje sposobnost privrede da generiše dugoročni rast zasnovan na investicijama i inovacijama.

Iako je pad cijene novca za privredu u prethodnom periodu bio značajan, to nije bitnije promijenilo ukupnu ekonomsku poziciju nefinansijskog sektora, čime se potvrđuje da niža cijena zaduživanja predstavlja samo jedan od preduslova za rast profitabilnosti i međunarodne konkurentnosti. Ključni ograničavajući faktori i dalje su strukturno-sistemske i institucionalne prirode, među kojima se izdvajaju nizak nivo produktivnosti, ograničena konkurentnost i nepovoljno poslovno okruženje. Drugim riječima, smanjenje kamatnih stopa može biti katalizator, ali ne i zamjena za sveobuhvatne reforme koje su potrebne za održiv ekonomski razvoj.

3. Komercijalne banke su fokusirane na srednje i velike kompanije sa dobrom kreditnom istorijom i niskim rizičnim profilom

Samo određene bonitetne kompanije, sa stabilnim poslovanjem, snažnom kapitalnom pozicijom i dokazanim istorijatom urednog servisiranja obaveza, mogu ostvariti kratkoročnu finansijsku podršku bez obezbjeđenja u vidu tvrdog kolaterala. Takve kompanije, zahvaljujući svojoj tržišnoj poziciji i povoljnim poslovnim perspektivama, predstavljaju ograničeni segment klijenata sa niskim rizikom, koji banke prepoznaju kao pouzdane partnere u kreditiranju. Ipak, ovakav pristup dodatno ograničava pristup finansijama za preduzeća sa slabijim bonitetom ili kraćom istorijom poslovanja, naročito za nova i inovativna preduzeća.

Komercijalne banke u Crnoj Gori su i dalje dominantno fokusirane na srednja i velika preduzeća sa stabilnim poslovanjem, razvijenom kreditnom istorijom i dokazanim finansijskim kapacitetom. Istorijski podaci pokazuju da novi privredni subjekti, mikropreduzeća i preduzetnici nose znatno viši rizik finansiranja, pa su samim tim izloženi ograničenom pristupu bankarskim izvorima kapitala.

Ove kategorije, često označene kao „*ugrožene grupe*“, prinuđene su da sredstva za očuvanje i unapređenje poslovanja obezbjeđuju putem mikro-kreditnih institucija, koje su fleksibilnije u pogledu uslova odobravanja kredita, ali nude znatno više kamatne stope. Takvi uslovi često dovode do prekomjernog zaduživanja i stvaranja „dužničke zamke“, usljed potrebe za stalnim refinansiranjem postojećih obaveza.

Sa rastom kamatnih stopa u 2023–2024. godini i produženim efektima inflatornih pritisaka, očekuje se dalji porast finansijske nelikvidnosti i insolventnosti u ovom segmentu preduzeća. Dodatno, izražena asimetrija u uslovima finansiranja između velikih i malih subjekata narušava tržišnu konkurenciju, što se, naročito u malim ekonomijama poput crnogorske, jasno prepoznaje kao oblik tržišnog neuspjeha.

Sa rastom referentnih stopa glavnih partnerskih centralnih banaka i povećanom atraktivnošću njihovih državnih zapisa i obveznica, banke u Crnoj Gori su nastavile da usmjeravaju značajan dio svojih sredstava ka sigurnijim plasmanima u hartije od vrijednosti. Prema podacima Centralne banke Crne Gore, portfelj državnih vrijednosnih papira komercijalnih banaka iznosio je 677,7 miliona eura na kraju 2023. godine, što predstavlja porast od gotovo tri puta u odnosu na kraj 2020. godine. Udio hartija od vrijednosti u bilansima banaka porastao je sa 10,3% u 2020. na 19,5% u 2022, stabilizujući se na 17,3% u Septembru 2025.³⁷⁵

Kao rezultat toga, kreditni jaz između ponude i tražnje za finansiranjem ostaje izražen, posebno u MMSP sektoru, čime se potvrđuje da strukturalni problemi u domaćem finansijskom sistemu i dalje usporavaju investicioni ciklus i ekonomski rast.

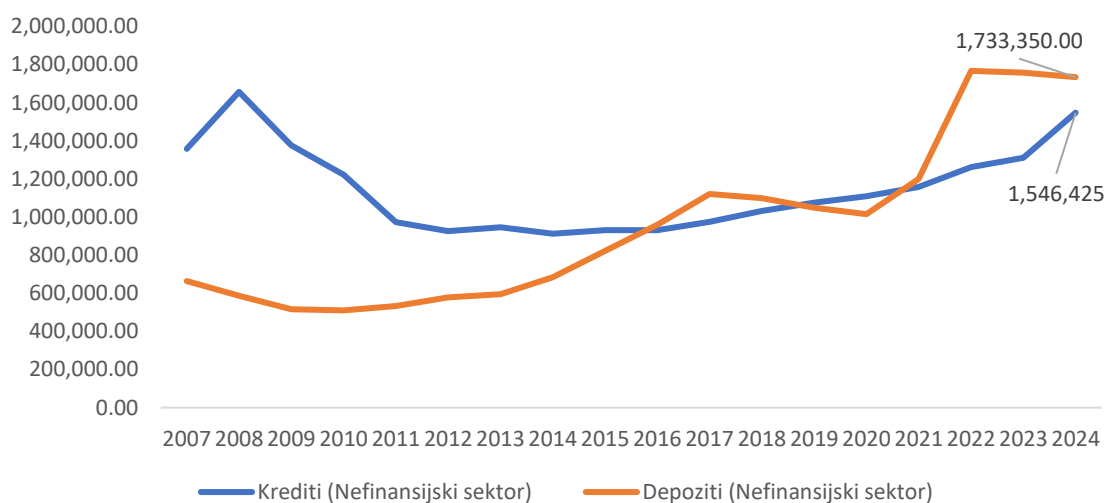
Ako se uz to uzme u obzir i povećan broj odbijenih kreditnih zahtjeva tokom 2023. i 2024. godine, posebno u sektoru mikro i malih preduzeća, jasno je da je kreditni jaz i dalje prisutan i postaje hroničan strukturni problem crnogorskog tržišta finansija. Iako su u 2025. godini ankete banaka pokazale blago ublažavanje kreditnih standarda i djelimičan rast plasmana prema realnom sektoru, dostupnost finansiranja ostaje ograničena, naročito za MMSP sektor. Otežani uslovi kreditiranja i dalje predstavljaju jednu od glavnih prepreka investicionoj aktivnosti, a time i dugoročnom održivom rastu crnogorske ekonomije.

³⁷⁵ Zajedno sa novčanim sredstvima i računima depozita kod centralnih banaka čine ukupno 29,3% ukupnog agregata. Izvor: CBCG (2025). Statistika monetarnih finansijskih institucija <https://www.cbcb.me/me/statistika/statisticki-podaci/monetarna-i-finansijska-statistika/monetarne-finansijske-institucije>

Dodatni pokazatelj rastuće averzije rizika bankarskog sektora u Crnoj Gori predstavlja snažan rast depozita i likvidne aktive banaka u odnosu na obim kredita prema nefinansijskom sektoru. Na primjer, odnos bruto zajmova prema depozitima iznosio je čak 148,7% u 2008. godini, što ukazuje na visok nivo kreditne aktivnosti u periodu prije globalne finansijske krize, dok je na kraju 2023. godine taj ratio iznosio svega 74,8%, a tokom 2024. godine blago se povećao, ali je i dalje ispod 80%.

Ovakav trend jasno pokazuje da banke značajan dio prikupljenih depozita zadržavaju u obliku likvidne aktive ili ulažu u niskorizične finansijske instrumente, umjesto u kreditiranje privrede. Istovremeno, rast depozita nefinansijskog sektora sa približno 650 miliona eura u 2007. na preko 1,7 milijardi eura u 2023. uz sporiji rast kreditne aktivnosti, ukazuje na strukturalnu neravnotežu između izvora sredstava i njihove upotrebe, odnosno na postojanje viška likvidnosti koji nije efektivno plasiran u realni sektor.

Grafik 17. Ukupni krediti i depoziti ka nefinansijskom sektoru³⁷⁶



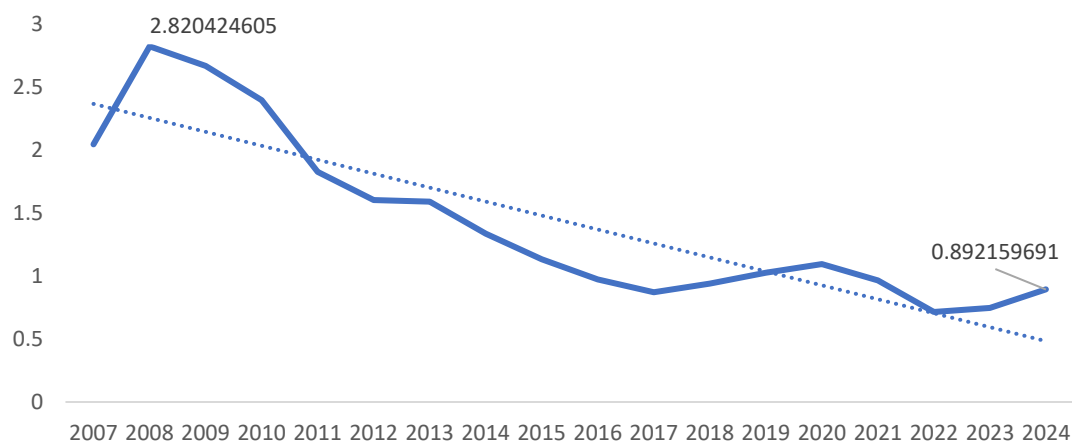
Izvor: CBCG;

Ako se ovaj indikator posmatra u odnosu na kredite plasirane privredi, odnosno na ukupne kredite prema nefinansijskom sektoru, uočava se još izraženiji trend rasta depozita, što jasno ukazuje da je upravo sektor privrede — posebno MMSP segment — najviše pogođen usporenim kreditiranjem. Ova disproporcija između rasta depozita i

³⁷⁶ <https://www.cbcg.me/me/statistika/statisticki-podaci/monetarna-i-finansijska-statistika/monetarne-finansijske-institucije>

skromnijeg rasta kreditne aktivnosti dodatno potvrđuje zadržavanje konzervativne kreditne politike banaka i smanjenu spremnost da preuzmu rizik finansiranja realne ekonomije.

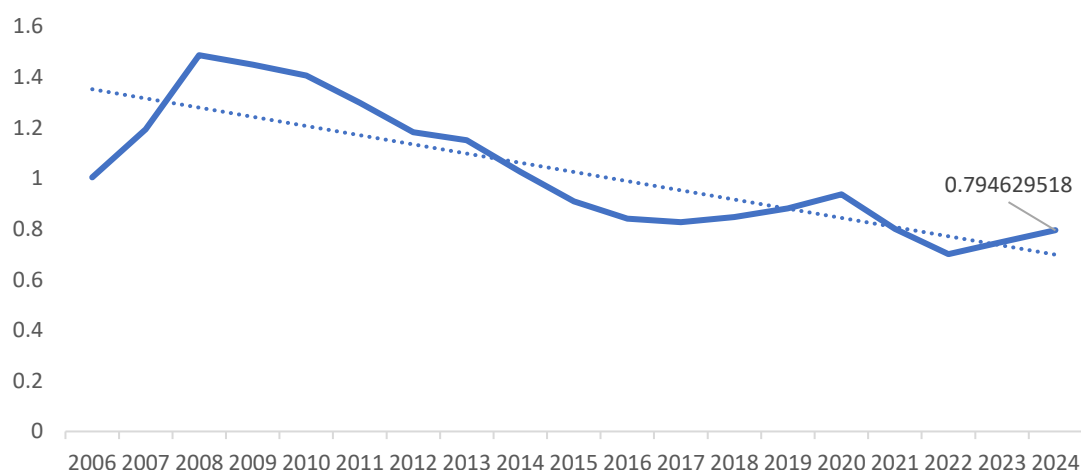
Grafik 18. Racio kredita ka nefinansijskom sektoru / depoziti nefinansijskog sektora³⁷⁷



Izvor: CBCG;

Ovo je jasan pokazatelj da su banke više koristile svoje depozite za kreditiranje ostalih segmenata i za druge namjene u odnosu na kreditiranje privrede, odnosno da banke nijesu imale manjak dostupnih sredstava, već manjak plasmana ka privredi, a što pokazuju i gorenavedeni rekordni nivoi likvidne aktive.

Grafik 19. Racio ukupnih kredita / ukupne depozite, komercijalne banke u Crnoj Gori³⁷⁸



Izvor: CBCG;

³⁷⁷ <https://www.cbcg.me/me/statistika/statisticki-podaci/monetarna-i-finansijska-statistika/monetarne-finansijske-institucije>

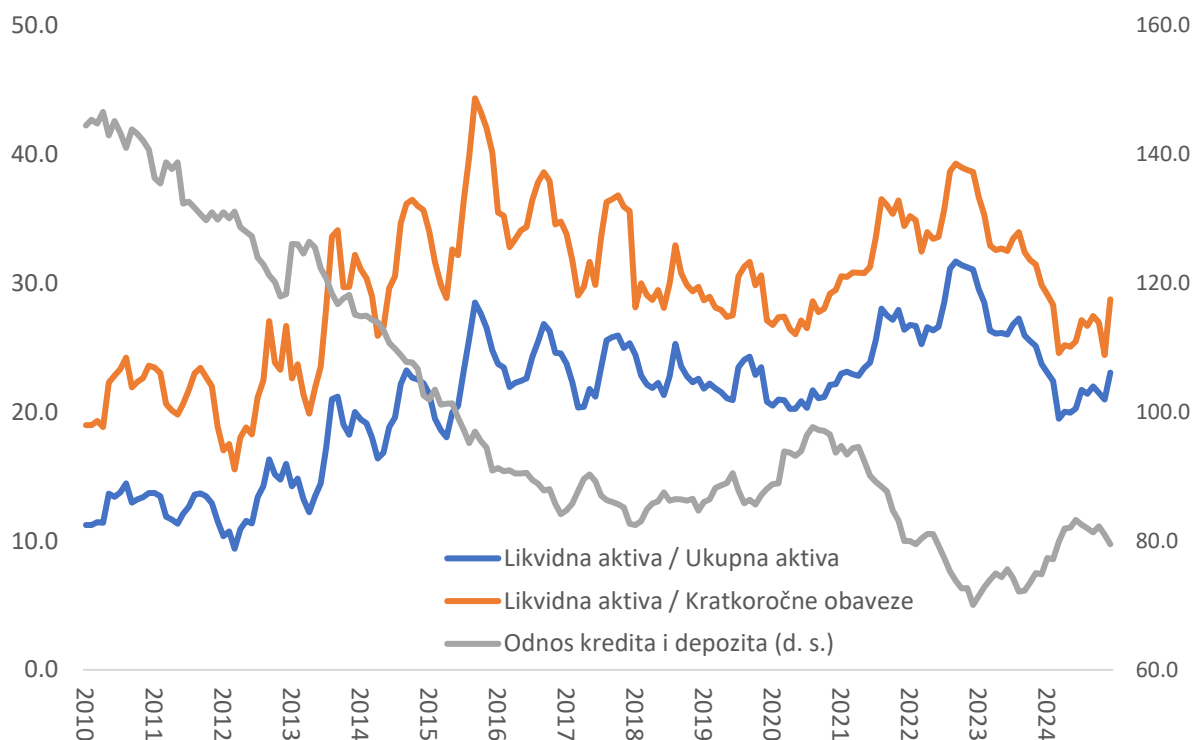
³⁷⁸ <https://www.cbcg.me/me/statistika/statisticki-podaci/monetarna-i-finansijska-statistika/monetarne-finansijske-institucije>

Zaključuje se da su rast kamatnih stopa i visoka inflacija u prethodnom periodu usmjerili značajan dio finansijskih sredstava ka neproizvodnim i niskorizičnim plasmanima, umjesto ka kreditiranju realne ekonomije i podršci privrednom oporavku. Takvo ponašanje finansijskih institucija je očekivano u uslovima povećane neizvjesnosti i sistemskog rizika, ali istovremeno ukazuje na strukturni problem nedovoljne funkcionalne povezanosti između bankarskog sektora i privrede. Iako banke raspolažu značajnim likvidnim kapacitetima i prostorom za snažniju podršku investicionim aktivnostima, one i dalje preferiraju lukrativnije, ali sigurnije oblike plasmana, što je u skladu sa njihovom profitnom orijentacijom, ali ne i sa potrebama održivog ekonomskog razvoja.

Navedeni trend jasno se može uočiti i kroz poziciju likvidne aktive banaka, koja je u prethodnom periodu kontinuirano rasla. Nakon snažnog rasta od 38,3% u 2021. godini, likvidna aktiva je nastavila da se povećava i dostigla je skoro 1,7 milijardi eura na kraju jula 2023. godine, uz prosječan godišnji rast od oko 15% u periodu 2020–2023. godine. Tokom 2024. godine zabilježeno je blago smanjenje u relativnim pokazateljima, ali se i dalje zadržava visok nivo likvidnosti mjerene odnosom likvidne aktive prema ukupnoj aktivi i kratkoročnim obavezama.

Ovi pokazatelji potvrđuju da bankarski sektor u Crnoj Gori funkcioniše sa viškom likvidnosti, što dodatno naglašava disbalans između prikupljenih sredstava i njihovog plasmana u realnu ekonomiju. Ujedno, pad odnosa kredita i depozita, koji se od 2010. godine gotovo prepolovio, ukazuje na strukturno smanjenje kreditne aktivnosti i povećanu orijentaciju banaka ka očuvanju likvidnih pozicija, a ne ka kreditiranju privrede, pogotovu kada se stavi u kontekst kreditnog jaza o kome je bilo riječi.

Grafik 20. Likvidna aktiva i odnos kredita/depozita 2010-2024³⁷⁹



Izvor: CBCG;

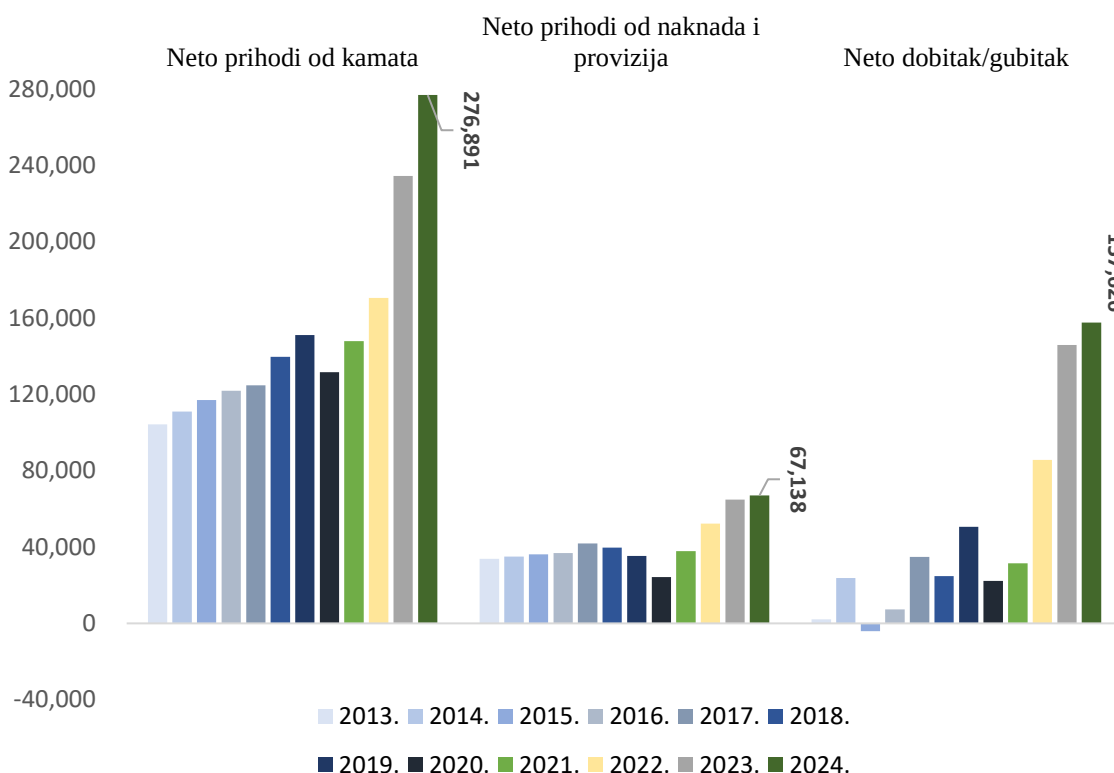
Iako zvanični stav Centralne banke Crne Gore ukazuje da visoki nivoi likvidnosti i stabilan odnos depozita prema kreditima predstavljaju pokazatelj otpornosti i stabilnosti finansijskog sistema, u praksi ovakva kretanja mogu imati i negativne implikacije po realnu ekonomiju. Naime, visok odnos depozita u odnosu na kredite često odražava usporenu cirkulaciju novca u ekonomiji, slabiji investicioni impuls i rast neizvjesnosti u pogledu budućih razvojnih ulaganja. U kombinaciji sa rigoroznijom regulatornom politikom i povećanom percepcijom rizika, ovakvi uslovi doprinose tome da kreditna aktivnost ne ostvaruje dovoljan razvojni zamajac koji bi stimulisao privredni rast i jačanje konkurentnosti crnogorske ekonomije.

Još jedan argument koji potvrđuje smanjenu motivaciju banaka da intenziviraju kreditiranje privrede ogleda se u strukturi prihoda bankarskog sektora, gdje se sve veći dio ostvaruje iz naknada i provizija, a ne iz kamatnih prihoda. Na kraju 2024. godine, prihodi od naknada i provizija iznosili su približno 67,1 miliona eura, što predstavlja oko

³⁷⁹ <https://www.cbcg.me/me/statistika/statisticki-podaci/monetarna-i-finansijska-statistika/monetarne-finansijske-institucije>

24% ukupnih neto prihoda od kamata (276,9 miliona eura). Iako je ovaj odnos nešto niži u odnosu na 2023. godinu (kada je iznosio 27,6%), dugoročno posmatrano, trend rasta naknadnih prihoda ostaje izražen, čime se potvrđuje orijentacija banaka ka aktivnostima koje ne nose kreditni rizik i omogućavaju brži povraćaj sredstava.

Grafik 21. Prihodi komercijalnih banaka 2013-2024. godine³⁸⁰



Izvor: CBCG;

Takva struktura prihoda pokazuje da se profitabilnost banaka sve više oslanja na ne-kreditne aktivnosti, dok se plasmani u realnu ekonomiju, posebno u MMSP sektor, suočavaju sa strožijim kriterijumima i manjim učešćem u ukupnom portfoliju.

4. Problem pristupa finansijama ugroženim grupama

S obzirom na neadekvatnu dostupnost finansijske podrške za ugrožene grupe — kao što su početnici u biznisu, žene preduzetnice, start-ap preduzeća i mikro kompanije — ovi subjekti se u praksi najčešće oslanjaju na mikrokreditne institucije, koje su fleksibilnije u pogledu procedura i dokumentacije, ali nude značajno nepovoljnije uslove finansiranja.

³⁸⁰ Odabrane komponente bilansa uspeha, u 000 eura, 2013–2024. (CBCG izveštaj za 2024. godinu, str. 36.)

U nedostatku pristupa formalnim izvorima finansiranja, ove grupe se često okreću neformalnim kanalima — poput sopstvenog finansiranja, pomoći porodice i prijatelja ili neformalnih investitora, što ograničava njihov rast i dugoročnu održivost.

Projekti ovih kategorija privrednika često ne dobijaju podršku bankarskog sektora zbog visoke percepcije rizika, nedostatka kolaterala i informacione asimetrije, a i kada finansiranje bude odobreno, ono se obično realizuje po nepovoljnijim uslovima, čime se povećava rizik dužničke zamke i likvidacije biznisa. Takva situacija direktno utiče na narušavanje tržišne konkurencije i smanjenje ekonomskih sloboda ugroženih grupa, budući da su one sistemski onemogućene da ravnopravno učestvuju na tržištu kapitala.

S druge strane, IRF od početka svog poslovanja ima važnu razvojnu i socijalnu ulogu, kroz programe usmjerene na podršku ženama preduzetnicama, mladima, visokoškolicima, tehnološkim viškovima iz preduzeća koja su prošla kroz tranziciju, kao i malim poljoprivrednim proizvođačima. Na taj način, IRF djeluje kao kompenzacioni mehanizam koji ublažava strukturne slabosti finansijskog tržišta i djelimično smanjuje finansijski jaz kod najranjivijih privrednih subjekata.

5. Proizvodi finansijskih institucija namijenjeni privredi su unificirani i nedovoljno po mjeri MMSP sektora

Detaljna analiza iz 2021. godine je pokazala da su finansijski proizvodi komercijalnih banaka u Crnoj Gori visoko unificirani, a uslovi kreditiranja gotovo identični među bankama. Takva homogenost tržišta kreditiranja ukazuje na ograničenu konkurenciju i slab stepen prilagođenosti ponude potrebama MMSP segmenta³⁸¹.

Samo tri banke su nudile posebne kreditne linije namijenjene MMSP segmentu, dok je većina proizvoda bila usmjerena na širi korporativni sektor i kreirana sa opštim karakteristikama primjene, bez industrijski specifičnih modifikacija. Ovakva struktura ponude pokazuje da bankarski proizvodi nijesu dizajnirani kao podsticaj preduzetništvu niti kao podrška početnicima u poslovanju, budući da su zahtjevi za obezbjeđenje kredita izrazito strogi, naročito za nova i mlada preduzeća.

³⁸¹ PWC & IPER (2021). Report on market failures and investment gaps, u okviru projekta "Improving access to finance of private sector for competitiveness and innovation", EuropeAid/140230/IH/SER/ME, November 2021;

Izuzetak je predstavljala ERSTE banka, koja u saradnji sa Evropskim investicionim fondom (EIF) sprovodila program podrške inovativnim kompanijama, dok nijedna druga banka nije razvila novi proizvod prilagođen izmijenjenim tržišnim okolnostima nakon pandemije COVID-19, osim programa koji se realizuju u partnerstvu sa Investiciono-razvojnim fondom (IRF).

Banke u Crnoj Gori pretežno odobravaju kredite već etabliranim kompanijama, koje imaju transparentne finansijske izvještaje, stabilne bilanse i dobru kreditnu istoriju, odnosno preduzećima sa solidnim kreditnim rejtingom. Istovremeno, ne postoje razvijeni administrativni i analitički kapaciteti unutar bankarskog sektora koji bi omogućili dublju segmentaciju i diversifikaciju finansijskih proizvoda za različite kategorije privrednih klijenata. Zbog toga banke u praksi primjenjuju uniforman pristup („one-size-fits-all“) u kreditiranju privrede, što dovodi do zanemarivanja manjih i rizičnijih zajmoprimaca, posebno mikro i malih preduzeća.

Dodatno, struktura prihoda banaka ukazuje na pomjeranje fokusa ka lukrativnijem kreditnom segmentu stanovništva i ka ulaganjima u državne hartije od vrijednosti, koje nude niži rizik i stabilan prinos u uslovima povišenih kamatnih stopa. Takva orijentacija, iako racionalna sa stanovišta profitabilnosti banaka, ograničava kreditnu podršku realnom sektoru i produbljuje strukturni jaz u finansiranju privrede, naročito u MMSP segmentu.

Dodatno, banke nemaju izražen interes da razvijaju finansijske proizvode prilagođene MMSP sektoru, niti da ih diferenciraju prema kategorijama krajnjih klijenata. Razlog za to leži u činjenici da su procedure odobravanja kredita za mikro i mala preduzeća gotovo identične kao i za velike kredite, dok su prihodi od manjih plasmana znatno niži. Istovremeno, sistemi internih stimulacija bankarskih referenata nagrađuju veće kreditne plasmane, jer oni donose veći individualni učinak i profit banci.

Kombinacija visokih fiksnih troškova obrade i neadekvatnih stimulacionih struktura čini da banke prioritetno obrađuju velike klijente, dok MMSP sektor ostaje marginalizovan — iako čini gotovo cjelokupnu strukturu privrede.

6. Nerazvijeno kapitalno tržište i alternativni izvori finansija

Određeni neformalni oblici ulaganja u vlasništvo ipak postoje u Crnoj Gori, iako su njihov obim i institucionalni okvir veoma ograničeni. Prema rezultatima istraživanja sprovedenog 2021. godine³⁸², koje je obuhvatilo 363 kompanije metodom intervjua, svega osam preduzeća izjavilo je da je ostvarilo finansijsku podršku putem venture fondova ili tzv. biznis anđela. Međutim, o ovim oblicima finansiranja ne postoji zvanična evidencija niti sistematsko praćenje od strane državnih institucija ili regulatornih tijela, što dodatno otežava njihovu valorizaciju i razvoj.

Usljed nedostatka ulaganja u vlasništvo i nerazvijenog tržišta kapitala, mnogi početnici u biznisu, start-up kompanije, preduzetnici i mikro preduzeća primorani su da se oslanjaju na sopstvene izvore finansiranja, pomoć porodice i prijatelja, ili na neformalne izvore kapitala. Ovakvi obrasci potvrđeni su i kroz druga istraživanja — poput istraživanja Unije poslodavaca Crne Gore iz 2016. godine, prema kojem je 65% preduzeća koristilo neformalne izvore finansiranja kako bi zadovoljilo svoje finansijske potrebe. Pristup formalnim izvorima finansiranja najviše je otežan za mikro kompanije, početnike u biznisu i male poljoprivredne proizvođače.

Kako je već istaknuto, tržište kapitala u Crnoj Gori je izrazito nerazvijeno, te korporativno finansiranje putem obveznica ili prodaje akcija na berzi gotovo da ne postoji. Među ključnim razlozima za izostanak razvoja ulaganja u vlasništvo navode se ograničena veličina tržišta, mali broj investiciono atraktivnih projekata, nedostatak adekvatnog regulatornog okvira, manjak finansijskog znanja i visoki transakcioni troškovi.

Ovakvo stanje, obilježeno nedostatkom alternativnih izvora finansiranja, dodatno apostrofira ulogu IRF-a kao razvojne banke i ključnog instrumenta javne politike finansiranja privrede u Crnoj Gori.

³⁸² PWC & IPER (2021). Report on market failures and investment gaps, u okviru projekta "Improving access to finance of private sector for competitiveness and innovation", EuropeAid/140230/IH/SER/ME, November 2021;

7. Ostali problemi pristupa finansijama kompanija

Pored navedenih problema, predstavnici poslovnih asocijacija, banaka i industrijskih eksperata ukazuju i na niz drugih strukturnih neuspjeha finansijskog tržišta koji dodatno otežavaju pristup finansijama privredi. Među njima se najčešće navode: kratki periodi ročnosti odobrenih kredita, nepouzdati i neujednačeni finansijski izvještaji i poslovni planovi, nedostatak kreditne istorije kod velikog broja preduzeća, kao i visok stepen zaduženosti realnog sektora.

Takođe, ističe se i konzervativan pristup komercijalnih banaka prilikom procjene rizika i odobravanja dodatnih uslova kreditiranja, što dovodi do ograničenog obima kreditne podrške, naročito u dijelu mikro i malih preduzeća.

Samim tim što je finansijsko tržište u Crnoj Gori izrazito banko-centrično, krajnji korisnici kapitala — posebno mikro, mala i srednja preduzeća — ostaju u visokom stepenu zavisnosti od bankarskog sektora kao gotovo jedinog formalnog izvora finansiranja. Takva struktura finansijskog sistema ograničava diverzifikaciju izvora kapitala i čini privredu ranjivom na promjene kreditnih politika i rizika u bankarskom sektoru, što se u teorijskom i praktičnom smislu može smatrati jednim od osnovnih neuspjeha tržišta.

Što se tiče **ponude** finansija³⁸³ u Crnoj Gori, glavne negativne implikacije koje utiču na njihove odluke za finansiranjem su:

1. Rigidan pravni okvir koji je postavljen od strane CBCG kao rezultat usklađivanja sa međunarodnim bankarskim standardima i rastućim EU propisima;
2. Loša kreditna istorija (neodgovorno korišćenje prethodnih zajmova);
3. Nepouzdati finansijski izvještaji;
4. Spore procedure pravne zaštite povjerilaca;
5. Visoka nelikvidnost ekonomije kao posljedica strukturnih deficita platnog bilansa;
6. Visoka stopa kolateralizacija propisana bankarskim procedurama i regulativom CBCG;

³⁸³ Unija poslodavaca Crne Gore (2016). Pristup finansijskim sredstvima u Crnoj Gori (Report, Access to Financial Resources in Montenegro – The Enabling Environment for Sustainable Enterprises in Montenegro, Jul 2016);

7. Kao još jedan problem se navodi i visoka stopa odbitaka zahtjeva za finansiranjem, iako je to više posljedica navedenih različitih razloga od strukturnih do individualnih.

Dok su problemi koje ističu sa strane **ponude** i sa strane **tražnje** sljedeći:

1. Nepouzdana katastarski podaci;
2. Neadekvatna pravna zaštita kreditora;
3. Spori procesi pred sudovima u Crnoj Gori, a pogotovu kada je u pitanju naplata potraživanja ili aktiviranje palih garancija;
4. Nedovoljno ažuriran kreditni registar; i
5. Veoma nerazvijeno tržište kapitala.

Prema istraživanju koje je vršio EIB u 2019. godini³⁸⁴ i posljedičnim saznanjima koja deriviraju iz intervjua sa visokom menadžmentom komercijalnih banaka u Crnoj Gori, **barijere u finansiranju privrede** su:

1. Kratkoročna struktura bančnih obaveza koje ograničava dugoročno kreditiranje;
2. Loša operativna efikasnost koja se prenosi u veće troškove kreditiranja krajnjih korisnika – privrednika;
3. Nedostatak podataka i alata koje bi pomogle bankama da servisiraju ugrožene grupe poput malih poljoprivrednika;
4. Visok nivo neformalne ekonomije koji čini da je formalna pozicija mnogih privrednika potcijenjena; &
5. Slaba finansijska obrazovanost privrednika.

Dodatni problem crnogorske ekonomije predstavlja veoma mali broj velikih kompanija koje su registrovane kao akcionarska društva i koje posjeduju mogućnost pribavljanja kapitala putem tržišta hartija od vrijednosti — bilo emisijom novih akcija, bilo izdavanjem korporativnih obveznica.

³⁸⁴ European Investment Bank (2019). Assesment of EIB Support to SMEs Channelled via IDF, TA2018231 ME, November 2019, str. 8;

Prema podacima Uprave za statistiku Crne Gore (Monstat), na kraju 2024. godine u zemlji je bilo registrovano 58 998 poslovnih subjekata, od čega su mikro, mala i srednja preduzeća (MMSP) činila gotovo 99% ukupnog broja³⁸⁵.

Ova izrazita dominacija MMSP sektora, uz veoma ograničen broj velikih akcionarskih društava, karakteristična je za mala i plitka tržišta kapitala, poput crnogorskog, gdje mali broj stanovnika i niska likvidnost tržišta dodatno ograničavaju mogućnosti finansiranja rasta putem tržišnih instrumenata.

Prema istraživanju EIB-a u posmatranom periodu, čak 80% crnogorskih kompanija izjavilo je da ima poteškoće u dobijanju kreditnih sredstava, pri čemu je većina navela da se dostupnost finansiranja pogoršala tokom posljednje dvije godine.

Aktuelni tržišni podaci i rezultati ankete o kreditnoj aktivnosti banaka potvrđuju da ovaj trend i dalje traje, što ukazuje na trajno ograničen pristup finansijama u crnogorskoj privredi. U poređenju, u srednje razvijenim ekonomijama taj udio iznosi oko 30%, dok je u razvijenim zemljama svega 15%³⁸⁶, što jasno pokazuje da u Crnoj Gori i dalje postoji izražen jaz između ponude i tražnje za finansijskim sredstvima — naročito u sektoru mikro, malih i srednjih preduzeća (MMSP).

Kao dodatni problem navodi se visoka stopa odbijenih zahtjeva za finansiranjem, koja je posljedica kombinacije strukturnih i individualnih faktora — od visokih zahtjeva za kolateralom i konzervativnih kreditnih politika banaka, do niskog kvaliteta finansijskih izvještaja i slabije kreditne istorije preduzeća.

Ovakvi rezultati ukazuju na strukturalni karakter problema pristupa finansijama, koji nadilazi kratkoročne ekonomske cikluse i zahtijeva dugoročan institucionalni odgovor i koordinisanu politiku razvoja finansijskog tržišta.

³⁸⁵ Uprava za statistiku Crne Gore (2025). Broj i struktura poslovnih subjekata u Crnoj Gori – 2024. godina, Saopštenje br. 42/2025, mart 2025, str. 1;

³⁸⁶ U eurozoni preduzeća se u 2023. godini najviše suočavaju sa deficitom kvalifikovane radne snage (69% ispitanih) i rastućim proizvodnim troškovima (65% ispitanih). Samo 25% firmi je izjavilo da je pristup finansijama glavna briga za njihovo poslovanje, što je značajno poboljšanje pristupa finansijama u odnosu na pandemijski period. (ECB (2023). Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE) in the euro area, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe202311~c94d2c3a78.en.html)

3.4.5. Uticaj IRF-a na pristup finansijama u Crnoj Gori

Cilj ovog rada je da ukaže i empirijski potvrdi snažnu ulogu koju Investiciono-razvojni fond Crne Gore (IRF) ima u podsticanju rasta i razvoja nacionalne ekonomije, posmatrano kroz dvije međusobno povezane dimenzije:

1. **Razvojnu dimenziju**, koja se ogleda u ispunjavanju osnovnih uloga razvojnih banaka (RB) i razvojnih finansijskih institucija (RFI), sa posebnim akcentom na prioritete ekonomske politike Crne Gore – restrukturiranje granske strukture privrede, ujednačen regionalni razvoj i unapređenje spoljnog bilansa kroz podsticanje izvoza i supstituciju uvoza; i
2. **Finansijsku dimenziju**, koja se odnosi na poboljšanje pristupa finansijama za preduzeća, posebno za mikro, mala i srednja preduzeća (MMSP), kroz snižavanje troškova finansiranja, smanjenje rizika i neizvjesnosti poslovanja, te obezbjeđivanje adekvatnije ročne usklađenosti izvora finansiranja i investicionih potreba.

Kao razvojna finansijska institucija, IRF djeluje u skladu sa principima koji razlikuju razvojne banke od komercijalnih — prije svega u pogledu misije, ciljeva i strukture rizika. Njegova osnovna funkcija nije maksimizacija profita, već korekcija tržišnih neuspjeha i unapređenje pristupa finansijama u segmentima gdje tržište samo po sebi ne obezbjeđuje adekvatan nivo finansiranja.

Djelovanje IRF-a ima višestruke ekonomske implikacije: ono doprinosi održivom razvoju, povećanju investicione aktivnosti i stabilnosti finansijskog sistema kroz dugoročno, ciljano i kontra-ciklično finansiranje.

U tom kontekstu, uloga IRF-a može se sagledati kroz nekoliko **ključnih uticaja na crnogorsku privredu i finansijski sistem**:

- a) pružanje dugoročnih, održivih finansija neophodnih za finansiranje investicionih projekata i projekata razvoja infrastrukture;
- b) Kreditiranje segmenata za koje se smatra da su visokorizični ili neprofitabilni
- c) Uloga u kontra-cikličnom pružanju finansija
- d) Finansiranje sa društvenim mandatom koje prati razvojne politike Crne Gore

- e) Kreditno signaliziranje i crowding-in (privlačenje) investicija
- f) Dodatnost u finansiranju
- g) Održavanje sigurnosti i stabilnosti finansijskog sistema
- h) Promovisanje finansijskog razvoja i omogućavanje pristupa konkurentnim bankarskim uslugama stanovnicima izolovanih područja
- i) Pružanje nefinansijske podrške razvoju privrede.
- j) Uticaj na smanjenje kamatnih stopa privredi i povećanje učešća kredita sa fiksnim kamatnim stopama
- k) Smanjenje koncentracije na tržištu kredita privredi
- l) Kreditiranje klijenata sa nedovoljnim kolateralom za dobijanje kreditne podrške
- m) Razvoj alternativnih vidova finansiranja
- n) Kreditiranje likvidnosti kao strukturnog problema crnogorske privrede

U nastavku ovog poglavlja analiziraće se svaki od pojedinačnih uticaja:

a) Pružanje dugoročnih, održivih finansija neophodnih za finansiranje investicionih projekata i projekata razvoja infrastrukture

Razvojne banke su primarni nosioci investicione aktivnosti u ekonomiji, jer su njihovi dugoročni uslovi finansiranja usklađeni sa dugim rokovima implementacije i povrata investicionih projekata. IRF pruža najduže rokove dospijeca na crnogorskom finansijskom tržištu za privredne klijente (do 12 godina uz mogućnost grejs perioda do 4 godine), dok se za infrastrukturne projekte jedinica lokalne samouprave odobravaju rokovi do 15 godina uz grejs period od 5 godina.

Razvojne finansijske institucije kao što je IRF nude duže rokove otplate svojih zajmova iz razloga kao što je činjenica da komercijalne banke imaju kratke rokove na strani bilansne pasive, te im dugi rokovi utiču na nepovoljnu ročnu usklađenost prihoda i obaveza, ugroženu likvidnost, te dodatno uvećan rizik u slučaju brzog odliva depozita³⁸⁷. Depoziti čine preko 80% ukupne vrijednosti bilansa kombanki u Crnoj Gori na kraju 2024. godine³⁸⁸.

³⁸⁷ Martin, A., Skeie, D., & von Thadden, E. (2014). The fragility of short-term secured funding markets. *Journal of Economic Theory*, 149(C), 15–42.

³⁸⁸ Centralna banka Crne Gore. (2024, decembar). Bilten Centralne banke Crne Gore – decembar 2024 (str. 15–16;

Razvojno opredjeljena sredstva su podržana dugoročnim obveznicama država ili nadnacionalnih tvorevina. Dodatan impuls da banke imaju averziju od dugoročne finansijske podrške privredi su neuspjesi u koordinaciji među komercijalnim bankama vođenim profitom, koju Brunnermeier i Oehmke nazivaju "trkom pacova u dospijeću" (*Maturity Rat Race*), u kojoj svi zajmodavci skraćuju rok dospijeća ugovora, kako bi zaštitili svoja potraživanja³⁸⁹. Pored navedenih argumenta, važno je istaći i da projekti često uključuju velike investicije, za koje je potrebno sufinansiranje nekoliko banaka. Međutim, sufinansiranje izaziva problem tzv. „slobodnog jahača“ u praćenju napora. Svaka banka će obezbediti ograničen napor za praćenje, jer će dio marginalnog prinosa od ovog napora pripasti drugim bankama. Shodno tome, nedovoljno praćenje ugrožava profitabilnost projekta, čime se destimuliše sufinansiranje dugoročnih projekata od strane komercijalnih banaka³⁹⁰.

Sa druge strane, IRF se kao RFI finansira kroz razvojno-orjentisane i subvencionisane kredite MFI i nije profitna institucija, te se prethodno navedeno ne odnosi na njega. Dakle, RFI mogu da odobravaju dugoročne kredite bez značajnih neusklađenosti dospjeća i rizika refinansiranja kao komercijalne banke³⁹¹.

Mandat IRF-a i njegova poslovna politika, u skladu sa ulogom RFI, usmjeravaju ovu instituciju ka finansiranju dugoročnih projekata. Takva orijentacija podrazumijeva viši nivo rizika, koji je, međutim, moguće preuzeti zahvaljujući državnoj garanciji integrisanoj u zakon koji definiše djelovanje Fonda..

Naime, udio zajmova ka privredi sa ročnošću preko pet godina je porastao sa 19,6% u 2014. godini na 29,8% u 2018. godini, na bazi analiziranja pet banaka čiji su podaci bili dostupni u istraživanju BDO za potrebe EIB projekta u 2019. godini³⁹². U isto vrijeme je opao udio kratkoročnih zajmova (sa ročnošću do jedne godine) sa 40,7% u 2014. na 29,4% u 2018. godini a što je prikazano na grafiku ispod.

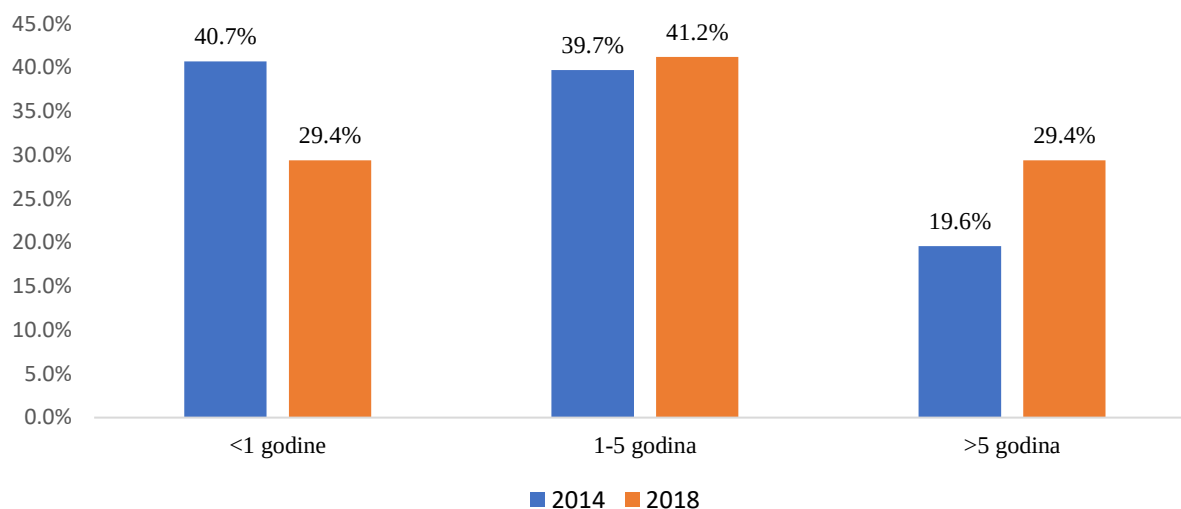
³⁸⁹ Brunnermeier, M.K., & Oehmke, M. (2013). The Maturity Rat Race, *The Journal of Finance*, 68(2), 483-521.

³⁹⁰ Dewatripont, M. & Maskin, E. (1995). Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies. *The Review of Economic Studies*, 62(4), 541-555;

³⁹¹ Griffith Jones, S. Ocampo, J.A. Rezende, F. Schlarek, A. Brei, M. (2018). The Future of National Development Banks. Oxford University Press;

³⁹² European Investment Bank (2019). Assessment of EIB Support to SMEs Channelled via IDF, Completion Report prepared by Business & Finance Consulting, BDO;

Grafik 22. Povećanje ročnosti kredita prema privredi – BDO istraživanje



Izvor: BDO istraživanje, 2019;

Isto kao i za pad kamatnih stopa u okviru ovog istraživanja, menadžeri banaka su naveli da je **konkurencija IRF-a** jedan od vodećih razloga zašto su morali da poboljšaju uslove finansiranja privrede u okviru istraživanja EIB-a. Dalje se u istraživanju navodi da je rok dospeljeća kredita IRF-a u prosjeku oko sedam i po godina, dok je prosjek za komercijalne banke u rasponu od tri do četiri godine. IRF nudi ročnosti do 12 godina, dok rijetko koja banka pruža ročnosti privrednim klijentima duže od 7, ili u krajnjem – 10 godina.

U okviru EIB istraživanja, prizma produženja ročnosti kredita ka privredi je prepoznata i u funkciji **dodatnosti** (*additionality*) EIB finansiranja u Crnoj Gori usmjeravanjem sredstava putem IRF-a, jer je omogućila povoljnije uslove finansiranja, što je aktiviralo neke investicije od kojih bi se odustalo ili koje bi bile realizovane u nekom narednom periodu, da nije bilo ove mogućnosti. Poboljšanje uslova finansiranja se ne posmatra samo u odnosu na postojeće korisnike, već je veoma važno imati u vidu i korisnike koji ne bi bili podržani ukoliko su uslovi finansiranja projekata otežani. Ovo je posebno slučaj za investicione kredite čija je tražnja više elastična. U teoriji se ovakav vid dodatnosti prepoznaje u okviru *industrijskog pogleda* na ulogu RB i RFI³⁹³.

³⁹³ Lazzarini, S.G. Musacchio, A. & Bandeira-de-Mello, R. & Marcon, R. (2015) What Do State-Owned Development Banks Do? Evidence from BNDES, 2002–2009" World Development, Elsevier, 66(C), p. 237-253.

IRF je od 2013. godine korisnik **koncesionog finansiranja EU putem EIB-a** koje je doprinijelo poboljšanju uslova finansiranja u Crnoj Gori, uključujući i duge rokove otplate sredstava i mogućnost dobijanja grejs perioda, ali i proliferaciju fiksnih u odnosu na varijabilne kamatne stope i snižavanje opštih kamatnih stopa, što je u velikoj mjeri doprinijelo opštoj konkurentnosti privrede smanjenjem finansijskog opterećenja odnosno troškova.

Glavni razlog za mogućnost dobijanja ovih sredstava, pored strateškog spoljnopoličkog opredjeljenja Crne Gore, tj. evropskih integracija, jeste **državna garancija**, koja je samim tim zaslužna i za proliferaciju razvojnog bankarstva u Crnoj Gori. Ona je navedena u Zakonu o IRF-u, Član 4, kako slijedi: *„Za obaveze fonda bezuslovno i neopozivo na prvi poziv jemči Crna Gora, bez izdavanja posebne garancije.“*

Ovo je slučaj i kod drugih razvojnih banaka³⁹⁴ kako je već navedeno u Glavi 2. Ova državna garancija predstavlja temeljni stub poslovanja IRF-a, te dokazuje koliko je važna uloga države u razvoju i u stabilnosti finansijskog sistema i kakav ona može da ima multiplikativan i višeslojan efekat.

IRF je do sada koristio državnu garanciju države Crne Gore isključivo za pozajmljivanje subvencionisanih kreditnih sredstava od MFI kao što su EIB, CEB, AFD ili CDB, ali i koristio je međunarodne garantne fondove kao što su COSME i EaSi kojima rukovodi Evropski Investicioni Fond u ime i za račun Evropske komisije, što je omogućilo mnogim subjektima koji nijesu imali dovoljno velike kolaterale da dobiju zajmove, sa akcentom na finansijski ograničene klijente odnosno ugrožene grupe.

Što se tiče ostalih mogućnosti za finansiranjem IRF-a, one su definisane u Članu 8, kako slijedi: *„Fond može koristiti međunarodne fondove, zaduživati se u Crnoj Gori i inostranstvu na tržištu novca i kapitala u svrhu obavljanja djelatnosti u skladu sa zakonom i aktima poslovne politike Fonda, uz saglasnost osnivača.“*

Stoga će u cilju obezbjeđenja povoljnih razvojnih sredstava u budućnosti biti moguće koristiti i neka druga sredstva kao što je izdavanje obveznica sa prednostima koje nosi, a kako je opširnije navedeno u Poglavlju 2.

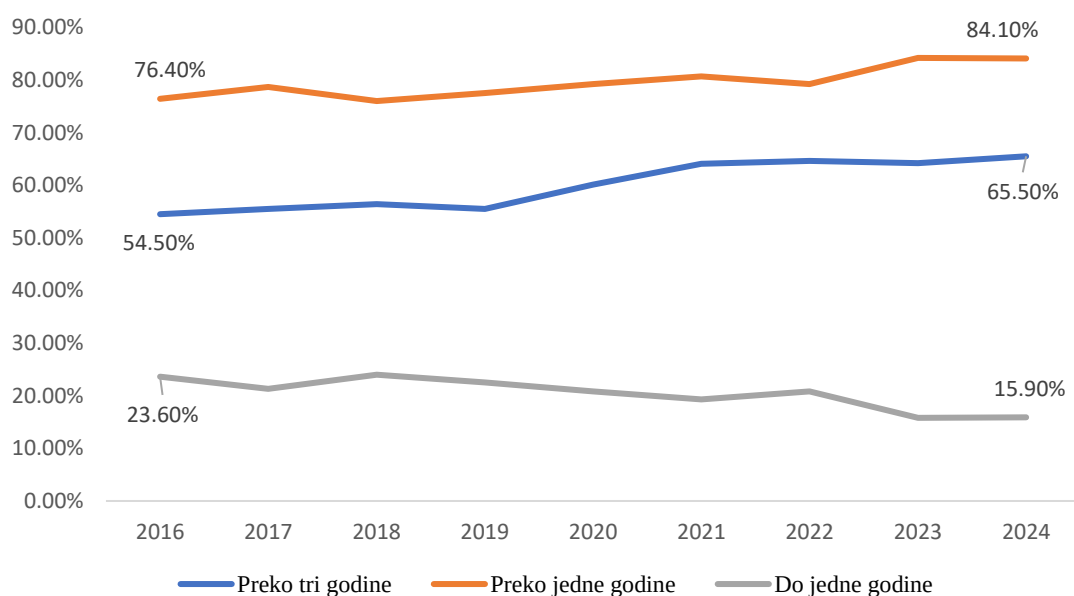
Osim BDO istraživanja iz 2019. koje je obuhvatilo samo pet banaka i period od 2014-2018, podaci cijelog finansijskog sektora u prethodnom periodu pokazuju da je trend

³⁹⁴ Xu, J., Marodon, R., Ru, X., Ren, X., & Wu, X. (2021). What are public development banks and development financing institutions, *China Economic Quarterly International*, I (4), 271-294.

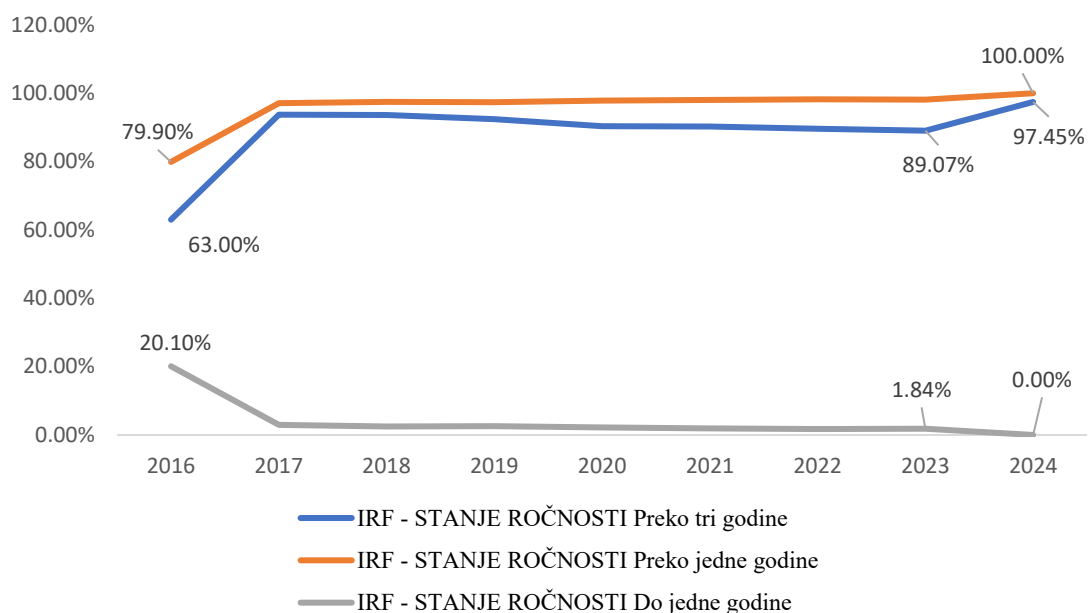
nastavljen i u periodu nakon istraživanja. Tako na primjer su krediti ročnosti preko jedne godine prema nefinansijskim institucijama porasli sa 76,4% na 84,1% u 2024. godini dok su krediti ročnosti preko tri godine porasli sa 54,5% na 65,5%. U isto vrijeme, krediti sa ročnošću do jedne godine su smanjeni sa 23,6% na 15,9% (Centralna banka Crne Gore, 2016–2024).

Najizraženiji rast zabilježen je kod kredita najduže ročnosti, što ukazuje na povećanu spremnost banaka da finansiraju dugoročnije projekte, a čemu je značajno doprinijelo prisustvo IRF-a na kreditnom tržištu. Kreditna aktivnost IRF-a imala je podsticajni efekat na komercijalne banke, koje su u proteklm godinama produžile rokove svojih kredita prema nefinansijskom sektoru, što je vidljivo i iz podataka prikazanih na grafikonima ispod.

Grafik 23. Stanje ročnosti portfelja kredita prema nefinansijskom sektoru: komercijalne banke



Grafik 24. Stanje ročnosti portfelja kredita prema nefinansijskom sektoru: IRF



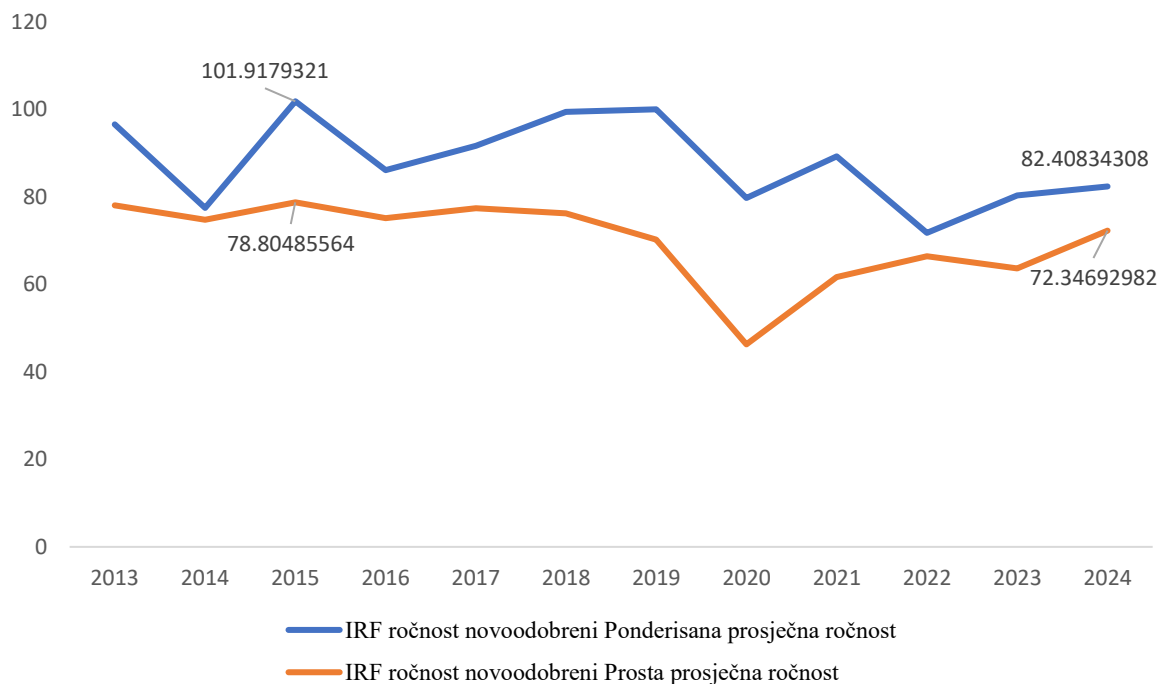
Interesantno je uočiti da IRF više nema nedospjelih kredita s ročnošću kraćom od jedne godine, dok se čak 97,45% ukupnog kreditnog portfolija odnosi na kredite s ročnošću dužom od 36 mjeseci. Ovakva struktura nije iznenađujuća, imajući u vidu da IRF od 2020. godine ne plasira kredite s rokom kraćim od 12 mjeseci.

Pozitivan trend u kratkom roku rezultat je i dodatnih faktora, među kojima su značajno uvećanje likvidne aktive u kombinaciji s relativno visokim kamatnim stopama i ograničenim brojem alternativnih opcija za plasman sredstava, kao i pad sistemskog rizika i percepcije rizika. Dodatno, kreditno signaliziranje i crowding-in efekat IRF-ovog finansiranja doprinijeli su povećanom povjerenju na tržištu.

U dugom roku, međutim, ovakav razvoj u najvećoj mjeri predstavlja odraz kontinuirane aktivnosti IRF-a na tržištu kreditiranja privrede, kojom je unaprijeđena efikasnost finansijskog tržišta Crne Gore.

Što se tiče **ročnosti** novoodobrenih kredita IRF-a, ona je varirala prethodnih godina postigavši maksimum 2015. godine kada je u prostom prosjeku iznosila 78,8 mjeseci, a u ponderisanom prosjeku 101 mjesec dok je bila najkraća u 2020. godini kada je u prostom prosjeku iznosila 46,3 mjeseci a u ponderisanom prosjeku 79,8 mjeseci.

Grafik 25. Prosta i ponderisana ročnost IRF-a nad novoodobrenim kreditima



Najkraće ročnosti je IRF odobrio u 2020. godini, iz razloga što je to godina u kojoj je nastupila kriza indukovana virusom COVID-19, te je tada bila najizraženija tražnja privrede za kreditima kojima se finansira likvidnost i obrtni kapital. IRF je u toj godini postigao apsolutni rekord od 777 odobrenih kredita, dok je godinu ranije odobrio 440 kredita što dodatno pokazuje koliko je važnu kontra-cikličnu ulogu IRF pokazao kada je bilo potrebno, ispunivši jednu od najvažnijih uloga RB odnosno RFI.

Dugoročne ročnosti, s druge strane, omogućavaju privrednim subjektima pristup većim iznosima finansijskih sredstava, što olakšava realizaciju investicionih projekata većeg obima i, u konačnici, doprinosi višim povratima na investicije.

b) Kreditiranje segmenata za koje se smatra da su visokorizični ili neprofitabilni

U okviru EIB istraživanja³⁹⁵, jedna od prizmi dodatnosti EIB finansiranja u Crnoj Gori usmjerenjem sredstava putem IRF-a je *kreditiranje segmenata za koje se smatra da su*

³⁹⁵ European Investment Bank (2019). Assessment of EIB Support to SMEs Channelled via IDF, Completion Report prepared by Business & Finance Consulting, BDO;

visokorizični ili neprofitabilni tj. početnika u biznisu i start-ap-ova, poljoprivrednih proizvođača i biznisa na sjeveru zemlje.

Na primjer, na kraju 2018. godine, 36,1% zajmoprimaca IRF-a bila su **poljoprivredna preduzeća**³⁹⁶, 49,4% je bilo na sjeveru, a oko 7% su bila nova preduzeća. Ovi pokazatelji višestruko premašuju udjele ovih kategorija u portfeljima komercijalnih banaka, koje i dalje pokazuju izraženu averziju prema kreditiranju rizičnijih i ugroženijih grupa klijenata, iz razloga detaljno objašnjenih u Poglavlju 3.4.4.

U portfelju Fonda mali individualni poljoprivrednici učestvuju sa oko 20% aktivnih kredita, iako u ukupnim iznosima odobrenja učestvuju s približno 2%, što potvrđuje mikrostrukturu njihovog finansiranja.

Što se tiče plasmana u nerazvijenim opštinama, udio iznosi 26% u odobrenjima i 16% u plasmanima u periodu 2010-2024, dodatno apostrofirajući uticaj IRF-a kod rizičnijih klijenata, ali i kod podsticanja regionalnog odnosno ujednačenog razvoja Crne Gore.

Na osnovu analiziranja portfelja banaka za 2018. godinu, utvrđeno je da je udio zajmova za poljoprivrednike na nivou od samo 0,7% kod banaka³⁹⁷, kreditiranje start-up-ova se nije izvještavalo, kao ni kreditiranje privrednika na sjeveru. Na osnovu razgovora sa nekoliko eksperata finansijskog sektora u Crnoj Gori, konsultanti su utvrdili da na kreditiranje privrednika na sjeveru otpada tek oko 5% sredstava namijenjenih privredi.

Jedinu regionalnu kancelariju IRF ima na Sjeveru države, iako se u perspektivi planira i regionalna kancelarija na jugu države.

Kada je riječ o poljoprivrednicima u Crnoj Gori, više je faktora koji doprinose njihovom ograničenom pristupu finansiranju od strane komercijalnih kreditora. Prije svega, sektor poljoprivrede se percipira kao rizičan, ne samo zbog visokog udjela sive ekonomije, već i zbog činjenice da su kolaterali u ruralnim područjima teže dostupni, složeniji za pravno uređenje i manje utrživi u slučaju prodaje.

Uprkos tome, raspoloživi podaci pokazuju da poljoprivrednici nemaju viši nivo nekvalitetnih kredita (NPL) u odnosu na druge sektore, što ukazuje da je u osnovi

³⁹⁶ Od ovog udjela se 32,8% odnosi na fizička lica – poljoprivrednike koji su registrovani u Registru poljoprivrednih gazdinstava a koji se upisuju kao porodična poljoprivredna gazdinstva. U obimu portfelja ovaj tip klijenata učestvuje sa svega 2,7%.

³⁹⁷ Prema podacima CBCG, tek je u martu 2022. godine odobren prvi kredit sektoru poljoprivrede fizičkom licu zahvaljujući garantnoj šemi EaSi koju je IRF prvi obezbijedio u Crnoj Gori čime je i u ovom dijelu imao ulogu kreditnog signalizatora.

problema često riječ o pogrešnoj percepciji rizika i nedostatku informacija, kao i o nedovoljnom poznavanju specifičnosti poljoprivrednog poslovanja od strane banaka. Dodatno, izražena averzija prema riziku, kombinovana sa višim relativnim troškovima obrade manjih kredita, čini da se banke radije orijentišu ka klijentima s većim iznosima i boljim kolateralima.

Konačno, i smanjena potražnja za kreditima u ovom sektoru može biti više posljedica niskih očekivanja poljoprivrednika nego stvarne nepostojanosti potrebe — budući da mnogi poljoprivrednici u startu pretpostavljaju da neće moći da ispune stroge uslove banaka za dobijanje kredita.

IRF je u periodu 2010-2023 pomogao **sektor poljoprivrede** i proizvodnje hrane sa 165,2 mil € finansirajući 1.648 projekat. Kreditiranje je obavljano i u saradnji sa Svjetskom bankom kroz MIDAS projekat, Evropskom unijom kroz IPARD projekat, blendiranim finansiranjem koje je uključivalo pored kreditne i grant podršku. Dodatno, IRF je i podržavao trgovačka preduzeća u otkupu domaćih poljoprivrednih proizvoda kroz otkup tržišnih viškova jagnjadi, i druge projekte.

Pored direktnog finansiranja proizvođača, IRF je pružao podršku i trgovačkim preduzećima koja se bave otkupom domaćih poljoprivrednih proizvoda, uključujući i programe otkupa tržišnih viškova, kao što je bio slučaj sa projektima otkupa jagnjadi i drugim inicijativama usmjerenim na stabilizaciju domaćeg tržišta i unapređenje poljoprivrednog lanca vrijednosti.

Problem pristupa finansijama u Crnoj Gori je najizraženiji kod poljoprivrednika i udio zajmova poljoprivredi je znatno niži nego doprinos poljoprivrede BDP-u i BDV-u. Poljoprivredni krediti se obično daju MMSP kompanijama koje se bave poljoprivredom, a ne individualcima ili gazdinstvima. IRF je do 2022. godine bio jedina ne-mikro kreditna institucija koja pruža kreditiranje individualnih poljoprivrednika odnosno malih porodičnih poljoprivrednih gazdinstava koji su registrovani u Registru Ministarstva poljoprivrede.

Kada su u pitanju ne samo poljoprivrednici, već i druge ugrožene grupe sa otežanim pristupom finansijama, posebno je značajna uloga partnerskih međunarodnih finansijskih institucija (MFI) u unapređenju njihovog pristupa kapitalu i posljedičnom povećanju konkurentnosti.

IRF ostvaruje dugogodišnju saradnju sa institucijama kao što su Evropska investiciona banka (EIB) i Razvojna banka Savjeta Evrope (CEB), u oblastima finansiranja mikro, malih i srednjih preduzeća (MMSP), projekata namijenjenih ugroženim grupama, kao i klimatskih i infrastrukturnih inicijativa. Riječ je o MFI koje obezbjeđuju subvencionisano finansiranje, s posebnim naglaskom na CEB, čiji je izrazito socijalno orijentisan mandat u potpunosti usklađen sa razvojnim ciljevima IRF-a.

Posebnost CEB-a ogleda se u njegovom najinkluzivnijem i najmanje formalizovanom pristupu finansiranju, jer podržava praktično sve oblike ekonomskih aktivnosti – uključujući i privrednike koji nijesu registrovani u Centralnom registru privrednih subjekata, već djeluju u skladu s pravilima struke i specifičnostima svojih djelatnosti (zanatlije, poljoprivredni proizvođači, privatne zdravstvene ustanove i dr.).

Ovakvim modelom saradnje IRF omogućava pristup povoljnim izvorima finansiranja klijentima koji bi inače bili isključeni iz formalnog finansijskog sistema, čime zajedno sa CEB-om doprinosi većoj finansijskoj inkluziji i smanjenju razvojnih razlika u Crnoj Gori.

Kada je riječ o ugroženim grupama, pristup finansijama im je najčešće omogućen putem mikrokreditnih finansijskih institucija (MFI), koje imaju važnu dopunsku ulogu u odnosu na institucionalne izvore kao što je IRF. Nakon globalne finansijske krize 2009. godine, MFI su značajno smanjile učešće poljoprivrede u svom kreditnom portfelju, prvenstveno zbog povećanog rizika i zabilježenih gubitaka u tom sektoru.

Uprkos smanjenju izloženosti prema poljoprivredi u proteklm godinama, mikrokreditne finansijske institucije (MFI) su, uz IRF, ostale jedan od najvažnijih izvora finansiranja ovog sektora, plasiravši ukupno 19,88 miliona eura kredita prema fizičkim licima u poljoprivredi u periodu 2020–2023³⁹⁸.

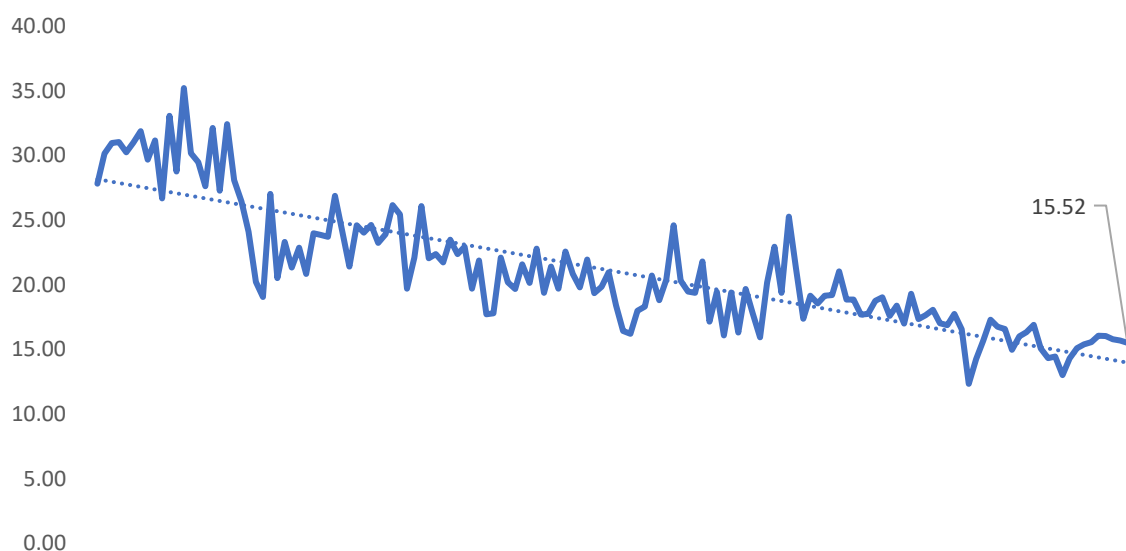
Iako sektorska raščlamba plasmana više nije dostupna na sajtu Centralne banke Crne Gore, iz podataka o rastu agregatnog bilansa od preko 30% može se zaključiti da MFI nastavljaju da jačaju svoju kreditnu podršku realnom sektoru. Posebno je značajno da je podrška MFI nefinansijskom sektoru porasla za 77%, dok je u sektoru stanovništva zabilježen rast od 18%.

³⁹⁸<https://www.cbcbg.me/me/statistika/statisticki-podaci/monetarna-i-finansijska-statistika/ostale-finansijske-institucije>

Sektor stanovništva i dalje ima dominantno učešće u strukturi bilansa MFI — oko 72% ukupne vrijednosti aktive, dok na nefinansijski sektor otpada približno 24%. Ovi pokazatelji potvrđuju da mikrofinansijski sektor, iako ograničen obimom sredstava, ima ključnu razvojnu i socijalnu ulogu u obezbjeđivanju osnovne finansijske podrške klijentima koje tradicionalne banke i dalje percipiraju kao previše rizične.

Treba naglasiti da su kamatne stope mikrokreditnih finansijskih institucija u Crnoj Gori tradicionalno znatno više od onih u komercijalnom bankarskom sektoru, što ih čini obeshrabrujućim za krajnje korisnike i u određenim slučajevima može dovesti do pojave tzv. dužničke zamke, usljed potrebe za refinansiranjem postojećih obaveza.

Grafik 26. Kretanje kamatnih stopa mikro-kreditnih finansijskih institucija 2013-2024³⁹⁹



Ipak, i u ovom segmentu tržišta u posljednjim godinama zabilježen je kontinuiran pad kamatnih stopa, što je doprinijelo povoljnijem pristupu finansijama za krajnje korisnike. Kretanje prosječne ponderisane kamatne stope mikrokreditnih institucija prikazano je na prethodnom grafikonu.

Naime, prosječna ponderisana kamatna stopa MFI u Crnoj Gori smanjena je sa 27,83% u 2013. godini na oko 15% krajem 2024. godine. Ovaj dugoročni trend pada kamatnih stopa može se djelimično povezati i sa prisustvom IRF-a na tržištu kreditiranja ugroženih

³⁹⁹<https://www.cbcbg.me/me/statistika/statisticki-podaci/kamatne-stope>

grupa, koji je posredno izvršio pritisak na tržišnu konkurenciju i doprinio poboljšanju uslova finansiranja u ovoj specifičnoj niši kreditiranja.

Pored poljoprivrednika, IRF već dugi niz godina obezbjeđuje finansijsku podršku i drugim kategorijama klijenata sa otežanim pristupom kapitalu, kao što su žene u biznisu, početnici i start-up preduzeća, svršeni visokoškolci koji pokreću sopstveni biznis, zanatlije, tehnološki viškovi iz procesa tranzicije, kao i mladi preduzetnici. IRF je i dalje jedina finansijska institucija u Crnoj Gori koja sistematski i kontinuirano opslužuje ove segmente tržišta.

Kada je riječ o start-ap preduzećima, komercijalne banke i dalje pokazuju ograničenu spremnost za kreditiranje ovog sektora, uprkos pojedinim programima koji su potpomognuti garantnim šemama Evropske unije. Uz to, u sjevernim, manje razvijenim opštinama, dodatne prepreke kreditiranju predstavljaju nedostatak finansijske pismenosti, slabi finansijski pokazatelji i manja diverzifikacija poslovnih aktivnosti.

Analiza strukture portfelja IRF-a pokazuje da je u 2024. godini gotovo polovina odobrenih kredita bila u iznosima manjim od 50.000 eura, dok je čak 86% kredita bilo do 200.000 eura. Preduzetnicima i individualnim privrednicima je odobreno 44% ukupnog broja kredita u 2024. godini. Ova struktura dodatno potvrđuje da je IRF prvenstveno usmjeren na podršku ranjivim i ugroženim kategorijama klijenata, koje karakteriše potreba za manjim, ali razvojnim iznosima kapitala namijenjenim pokretanju ili unapređenju poslovanja.

Sveobuhvatno posmatrano, IRF ima ključnu ulogu u unapređenju pristupa finansijama za grupe koje su tradicionalno isključene iz formalnog bankarskog sektora. Kroz kombinaciju razvojnih kreditnih linija, saradnju sa međunarodnim finansijskim institucijama i kontinuirano prilagođavanje kreditnih uslova, Fond je omogućio dostupnost kapitala privrednim subjektima i pojedincima koji bi bez takve podrške ostali van tržišta finansiranja. Time je IRF ne samo ublažio tržišne neefikasnosti, već i podstakao finansijsku inkluziju, regionalni balans i održiv privredni rast Crne Gore.

c) Uloga u kontra-cikličnom pružanju finansija

IRF je svoju kontra-cikličnu ulogu najjasnije demonstrirao tokom krize izazvane pandemijom virusa COVID-19, kada je značajno povećao obim kreditiranja privrede i

time ublažio negativne efekte smanjenja likvidnosti i ekonomske aktivnosti. Ova sposobnost da u periodima krize obezbijedi dodatna sredstva realnom sektoru predstavlja jedno od temeljnih obilježja Fonda još od njegovog osnivanja.

Na narednoj tabeli prikazano je značajno povećanje tržišnog učešća IRF-a u ukupnim kreditima privredi u finansijskom sistemu Crne Gore tokom 2020. godine. Rast kreditne aktivnosti Fonda bio je najosjetniji u prva dva kvartala nakon izbijanja krize, dok je vrhunac plasmana dostignut u trećem kvartalu 2020. godine, čime je IRF efektivno preuzeo ulogu stabilizatora u domaćem finansijskom sistemu.

Tabela 21. Kreditiranje privrede IRF-a i komercijalnih banaka u kriznoj 2020. godini

2020	Q2	Q3	Q4
IRF plasmani	32.333.746,56	54.562.485,20	24.113.696,03
Plasmani kombanke	49.473.000,00	77.792.000,00	98.522.000,00
TOTAL	81.806.746,56	132.354.485,20	122.635.696,03
%	39,52%	41,22%	19,66%

Tokom 2020. godine IRF je ostvario apsolutni rekord u obimu kreditne aktivnosti, odobrivši ukupno 777 kredita, što višestruko premašuje prosjek od 303 odobrena kredita u periodu 2010–2024. Ovakav porast plasmana nedvosmisleno potvrđuje važnu kontra-cikličnu ulogu koju je IRF imao u periodima krize, obezbjeđujući privredi neophodnu likvidnost i doprinoseći očuvanju ekonomske supstance i radnih mjesta u uslovima značajnih tržišnih poremećaja.

Tokom 2020. godine IRF je povećao obim odobrenih kreditnih sredstava svojim privrednim klijentima za 17,9%, dok je komercijalni bankarski sektor u istom periodu smanjio kreditnu aktivnost za 12,1%, čime je jasno potvrđen kontra-ciklični karakter poslovanja IRF-a. Pad obima kreditiranja od strane banaka uslijedio je nakon višegodišnjeg rasta koji je u periodu 2013–2019. u prosjeku iznosio oko 8% godišnje, odnosno ukupno 56% kumulativno.

Na početku krize banke su pokazale izražen oprez, odobrivši svega 99,26 miliona eura kredita privredi u periodu mart–jun 2020. godine (od čega 81,8 miliona eura u drugom kvartalu), u poređenju sa 144,74 miliona eura u istom periodu 2019. godine, što predstavlja pad od približno 32%.

Sa sprovođenjem vladinih paketa podrške privredi, smanjenjem neizvjesnosti i pojavom prvih vijesti o razvoju vakcina, banke su u drugom dijelu godine postepeno

povećavale kreditnu aktivnost, ali uz zadržanu konzervativnu politiku i visoku averziju prema riziku.

U takvim okolnostima, IRF je predstavljao ključni stabilizacioni mehanizam finansijskog sistema, ublažavajući potencijalnu kreditnu krizu i obezbjeđujući kontinuitet finansiranja sektora privrede, posebno onih djelatnosti koje su za komercijalne banke bile manje profitabilne i rizičnije za finansiranje.

Tokom pandemijske krize IRF je, osim povećanog obima kreditiranja, sproveo i niz mjera usmjerenih na očuvanje likvidnosti i solventnosti privrednih subjekata, uključujući moratorijume na otplatu obaveza, reprogramiranje postojećih kredita i uvođenje posebnih linija za obrtna sredstva i likvidnost. Na taj način Fond je djelovao kao kontra-ciklični instrument ekonomske politike, doprinoseći stabilnosti finansijskog sistema i ublažavanju negativnih efekata krize na preduzeća i zapošljavanje.

d) Finansiranje sa društvenim mandatom koje prati razvojne politike Crne Gore

IRF djeluje kao finansijska institucija sa izraženim društvenim mandatom, čije poslovanje je usklađeno sa razvojnim politikama i strateškim prioritetima Crne Gore. Fond u svom portfelju nudi gotovo sve vrste finansijskih proizvoda dostupnih na domaćem tržištu, ali se istovremeno razlikuje po tome što je jedina institucija koja obezbjeđuje razvojno orijentisane, preferencijalne kredite sa dugim rokovima otplate i grejs periodima, neophodnim za finansiranje investiciono-razvojnih projekata, naročito u oblasti infrastrukture i novih biznisa.

IRF raspolaže i sa „*taylor-made*“ kreditnim linijama, koje su namjenske i prilagođene specifičnim potrebama različitih segmenata privrede, uključujući i individualne poljoprivredne proizvođače, zanatlije i druge privrednike koji posluju u skladu sa pravilima svoje djelatnosti, a ne nužno u formi registrovanih pravnih lica. Na taj način, Fond obezbjeđuje širok obuhvat privrednih subjekata i odgovara na strateške odrednice ekonomskog razvoja Crne Gore.

Zakonski i statutarni osnov za razvojnu orijentaciju IRF-a sadržan je u članu 2 Zakona o Investiciono-razvojnom fondu Crne Gore, kojim se utvrđuje da Fond posluje u cilju podrške ekonomskoj politici Vlade i podsticanja ubrzanog privrednog razvoja,

konkurentnosti, regionalne ravnoteže, izvozne orijentacije, smanjenja uvozne zavisnosti, te finansiranja infrastrukturnih i ekoloških projekata.

Dodatno, član 12 Zakona definiše djelatnost Fonda, koja obuhvata kreditiranje i izdavanje garancija s ciljem podrške mikro, malim, srednjim i velikim preduzećima, infrastrukturnim projektima, zapošljavanju, socijalnom preduzetništvu i razvoju početnog biznisa.

U skladu s tim, IRF u bliskoj koordinaciji sa Vladom Crne Gore i resornim organima kreira i implementira kreditne linije koje su usklađene sa strateškim razvojnim dokumentima i politikama države, čime ostvaruje funkciju ključnog instrumenta javne intervencije u finansijskom sistemu.

Kroz ovakav normativni i operativni okvir IRF predstavlja ključnu sponu između javne razvojne politike i finansijskog sistema Crne Gore. Njegovo poslovanje ne teži maksimizaciji profita, već ostvarivanju šireg ekonomskog i društvenog učinka, prije svega kroz povećanje investicione aktivnosti, otvaranje novih radnih mjesta i podršku održivom regionalnom razvoju. Na taj način IRF funkcioniše kao instrument implementacije ekonomskih politika države, čime se obezbjeđuje dugoročna održivost i usklađenost finansijskih tokova sa razvojnim prioritetima Crne Gore.

e) Kreditno signaliziranje i crowding-in (privlačenje) investicija

Razvojne finansijske institucije (RFI), poput IRF-a, imaju sposobnost da djeluju kao signal tržištu kroz mehanizam tzv. kreditnog signaliziranja (*credit signalling*), ali i da privuku dodatne investicije drugih aktera putem *crowding-in* efekta⁴⁰⁰. Prisustvo RFI-a na tržištu šalje poruku o održivosti i profitabilnosti određenih sektora ili projekata, čime se smanjuje percepcija rizika kod komercijalnih kreditora i investitora. U teorijskom smislu, ulazak većeg broja finansijskih aktera u takve projekte dovodi do poboljšanja investicionih uslova, što multiplikuje razvojni učinak.

Empirijski posmatrano, stopa nekvalitetnih plasmana (NPL) IRF-a je od početka poslovanja 2010. godine pa sve do izbijanja pandemijske krize COVID-19 bila

⁴⁰⁰ *Crowding-in* efekat prethodno je objašnjen u dijelu 1.3. Uloga RFI u finansijskom sistemu. *Crowding in* efekat (privlačenje investicija) je efekat privlačenja finansiranja privatnog sektora kroz prikazanu održivost projekata, tj. kod kreditiranja, razvojne banke imaju ulogu katalizatora dodatnih finansiranja, kako iz kreditnih, tako i iz sredstava samih investitora. To je svojevrsno signaliziranje privatnim finansijerima da je određeni sektor isplativ i prihvatljivog nivoa rizika za pružanje daljih finansija;

konzistentno niža od stope NPL-ova komercijalnih banaka, što ukazuje na visok kvalitet portfelja i adekvatnu procjenu rizika. Nakon prolaska kriznog perioda, stopa NPL-a IRF-a se stabilizovala na blago višem nivou u odnosu na komercijalne banke, što je očekivano s obzirom na razvojni i rizični karakter njegovog portfelja.

Ovi podaci potvrđuju da je značajan broj klijenata u Crnoj Gori bio kreditno sposoban, ali je zbog strukturnih ograničenja — kao što su manjak kolaterala i percepcija rizika — bio isključen iz komercijalnog finansiranja. Time IRF, pored osnovne kreditne funkcije, ima i važnu informacionu ulogu: kroz identifikaciju i validaciju održivih projekata, Fond doprinosi smanjenju asimetrije informacija u finansijskom sistemu i ublažavanju percepcije rizika kod komercijalnih banaka.

Dodatno, IRF zahtijeva i vlastito učešće klijenata, najčešće u visini od oko 30% vrijednosti projekta, čime se mobilizuju sredstva koja bez učešća Fonda ne bi bila aktivirana. Mnogi korisnici koji su prvobitno finansirani od strane IRF-a kasnije postaju dio portfelja komercijalnih banaka, jer su kroz saradnju sa Fondom kreditno sazreli – izgradili kreditnu istoriju i stekli reputaciju pouzdanih dužnika. Na taj način IRF, osim direktnog finansiranja, djeluje i kao katalizator privatnih investicija i mehanizam integracije privrede u formalni finansijski sistem.

Kroz mehanizme kreditnog signaliziranja i efekat crowding-in, IRF ne samo da direktno doprinosi finansiranju privrede, već i povećava ukupnu efikasnost finansijskog tržišta u Crnoj Gori. Obezbeđujući validaciju održivih projekata i omogućavajući klijentima prelazak iz razvojno u komercijalno finansiranje, Fond djeluje kao katalizator tržišnih investicija i posredno jača konkurenciju u bankarskom sektoru. Na taj način, IRF ima dugorošan uticaj na izgradnju povjerenja, smanjenje rizika i diversifikaciju izvora kapitala u domaćoj ekonomiji.

f) Dodatnost u finansiranju

Dodatnost u finansiranju postoji uvijek kada postoje i tržišni neuspjesi na finansijskom tržištu, koji onemogućavaju efikasnu alokaciju kapitala u privredi.

Prema G20⁴⁰¹, dodatnost u odnosu na intervenciju ili program koji koristi javne resurse nudi nešto „...izvan onoga što je dostupno, ili što je inače odsutno na tržištu, a ne bi trebalo istisnuti privatni sektor.“ Prema EBRD⁴⁰², „finansijska dodatnost postoji kada privatni sektor ne nudi finansiranje ili ne pod razumnim uslovima.“ Javni program takođe može pružiti nefinansijsku dodatnost, kao što je smanjenje rizika, postavljanje standarda (npr. ESG standardi), podsticanje regulatornih poboljšanja, izgradnje kapaciteta ili poboljšanog dizajna projekta.

U skladu sa ovim definicijama, EIB je utvrdio da finansiranje crnogorske privrede putem IRF-a nudi **dodatnost** na tri načina:

1. Olakšavanje finansiranja ciljnih segmenata sa ograničenim pristupom finansijama (startup preduzeća, poljoprivreda, kompanije na sjeveru države);
2. Podršku dugoročnom finansiranju kroz kredite s produženim rokom dospelja; i
3. Održavanje pristupačnih, fiksnih kamatnih stopa, za razliku od čestih varijabilnih stopa kod komercijalnih banaka⁴⁰³

Ova dodatnost je navedena u narednoj tabeli u odnosu na tržišni neuspjeh koji ispravlja:

Tabela 22. IRF dodatnost u odnosu na oblike “fjaska” tržišta

Tržišni neuspjeh	EIB-IRF dodatnost
Nedostatak pristupa finansijama ugroženim grupama	Aktivno finansiranje ugroženih grupa
Ograničena dostupnost dugoročnih finansija MMSP sektoru	Dugoročni razvojni krediti za MMSP
Visoke kamatne stope koje su često varijabilne ako su dugoročni krediti.	Niže, stabilne i fiksne kamatne stope

Izvor: EIB, 2019;

⁴⁰¹ European Bank for Reconstruction and Development (2012). Multilateral Development Bank Principles to Support Sustainable Private Sector Operation, Heads of MDBs meeting, 21 April 2012, Washington (<https://www.ebrd.com/downloads/news/mdb.pdf>);

⁴⁰² European Bank for Reconstruction and Development (2018). Additionality in the EBRD – Review of Concept and Application, 11-13; <https://www.ebrd.com/documents/evaluation/additionality-in-the-ebrd-review-of-concept-and-application.pdf>

⁴⁰³ European Investment Bank (2019). Assessment of EIB Support to SMEs Channelled via IDF, Completion Report prepared by Business & Finance Consulting, BDO;

Prvi oblik dodatnosti proizlazi iz činjenice da IRF finansira klijente za koje je malo vjerovatno da bi dobili kreditna sredstva na komercijalnom tržištu. Preostala dva oblika — dugoročno finansiranje i povoljniji uslovi kreditiranja — doprinose dodatnosti čak i u slučajevima kada klijenti teoretski imaju pristup bankarskim kreditima, jer IRF obezbjeđuje duže rokove otplate i niže troškove zaduženja od onih dostupnih na tržištu.

IRF je korisnik suverene garancije države Crne Gore, što značajno smanjuje rizik njegovog zaduživanja prema međunarodnim kreditorima. Ova garancija predstavlja važan oblik finansijskog leveridža države, omogućavajući Fondu da smanji cijenu kapitala i prenese tu prednost na krajnje korisnike kroz povoljnije kamatne stope i duže rokove otplate. Stabilnost javnih finansija dodatno jača efekat ove garancije, čime se obezbjeđuju održivi uslovi za dugoročno kreditiranje i investicionu aktivnost u privredi.

Dalja prednost suverene garancije države Crne Gore ogleda se u činjenici da IRF ima duže rokove zaduživanja na izvoru sredstava u odnosu na komercijalne banke, čije kratkoročne obaveze na pasivnoj strani bilansa ograničavaju mogućnost dugoročnog kreditiranja. Zahvaljujući ovoj strukturalnoj prednosti, IRF svojim klijentima može obezbijediti znatno duže rokove otplate i stabilnije uslove finansiranja.

Ovakvi nalazi potvrđeni su u istraživanju Evropske investicione banke (EIB, 2019), u kojem su ispitanici istakli dugoročne izvore finansiranja kao ključnu prednost IRF-a u odnosu na komercijalni sektor, ali i u drugim relevantnim empirijskim radovima i referentnim izvorima⁴⁰⁴, što je detaljnije prikazano u drugom dijelu rada. Što su finansije države stabilnije, to je izraženiji pozitivan uticaj državne garancije na uslove dugoročnog kreditiranja, koji predstavljaju osnovu za povećanje investicione aktivnosti i održivog ekonomskog rasta.

Pored toga, način finansiranja koji sprovodi IRF pokazuje se efikasnijim od modela portfolijskih garancija komercijalnim bankama. Prema nalazima „Access to Finance“ projekta, sprovedenog putem cost-benefit analize i modela očekivanog gubitka, garancija za kredit MMSP preduzeću s rokom dospijeca od 60 mjeseci smanjila bi očekivani gubitak

⁴⁰⁴ Schclarek, A., Xu, J., & Yan, J. (2023). The maturity lengthening role of national development banks. Working paper series of new structural economics, *International Review of Finance*, Vol. 23, DOI: 10.1111/irfi.12391, 130-157;

ekvivalentan smanjenju kamatne stope od svega 0,27%⁴⁰⁵. Takvo smanjenje, iako pozitivno, nije ni približno dovoljno da nadoknadi razliku između prosječnih kamatnih stopa IRF-a i onih koje nude komercijalne banke, što potvrđuje veći razvojni i tržišni uticaj direktnog finansiranja koje sprovodi IRF.

Kroz koncept finansijske dodatnosti, IRF potvrđuje svoju ulogu komplementarnog, a ne konkurentskog aktera na finansijskom tržištu Crne Gore. Njegovo poslovanje usmjereno je na ispravljanje tržišnih neuspjeha, mobilisanje privatnog kapitala i omogućavanje pristupa finansijama tamo gdje komercijalne banke ne mogu ili ne žele da djeluju. Zahvaljujući suverenoj garanciji države i stabilnim izvorima dugoročnog kapitala, IRF ostvaruje trajni razvojni efekat kroz smanjenje troškova finansiranja, produženje ročnosti kredita i unapređenje ukupne efikasnosti finansijskog sistema.

g) Održavanje sigurnosti i stabilnosti finansijskog sistema

Značajan finansijski potencijal IRF-a ima važnu ulogu u očuvanju stabilnosti bankarskog sistema Crne Gore, u kojem većinski udio čine inostrane banke. U periodima finansijske nestabilnosti, ove banke mogu povući kapital iz domaćeg sistema usljed rebalansa svojih globalnih portfelja i smanjenja finansiranja prema podružnicama, što može imati negativan uticaj na likvidnost i investicionu aktivnost u zemlji. Prisustvo IRF-a, kao institucionalnog izvora domaćeg kapitala sa razvojnim mandatom, predstavlja ključni instrument u ublažavanju ovih rizika i očuvanju otpornosti i retencije kapitala u nacionalnoj ekonomiji.

Kroz stabilno i dugoročno finansiranje, IRF doprinosi smanjenju procikličnosti finansijskog sistema. Za razliku od komercijalnih banaka, čije se kreditne aktivnosti intenziviraju u periodima rasta i smanjuju tokom kriza, razvojne finansijske institucije poput IRF-a karakteriše manja osjetljivost na ciklične promjene, što ih čini važnim amortizerom eksternih šokova. Ova funkcija IRF-a je neposredno povezana sa njegovom ulogom u kontra-cikličnom kreditiranju privrede, kao i u pružanju dugoročnih kredita sa

⁴⁰⁵ Pretpostavke su: vjerovatnoća nenaplativosti kredita 3%; gubitak zbog neizvršenja obaveza 70%; izloženost prilikom raskida 70%; osnovna kamatna stopa 5% (Ministarstvo ekonomskog razvoja (2021). Izvještaj o tržišnim neuspjesima i investicionim prazninama (EuropeAid/140230/IH/SER/ME "Improving access to finance of private sector for competitiveness and innovation" project), Finalni izvještaj, Novembar 2021);

fiksni kamatnim stopama, čime se dodatno smanjuje volatilnost i neizvjesnost u finansijskom sistemu.

Kombinacijom razvojne orijentacije, domaćeg kapitala i dugoročnih instrumenata, IRF ima ulogu sigurnosnog ventila finansijskog sistema Crne Gore, doprinoseći njegovoj otpornosti, stabilnosti i dugoročnoj održivosti.

h) Promovisanje finansijskog razvoja i omogućavanje pristupa konkurentnim bankarskim uslugama stanovnicima izolovanih područja

Razvoj finansijskog sistema predstavlja jedan od osnovnih preduslova za održiv privredni rast, jer obezbjeđuje mehanizme za efikasnu alokaciju kapitala, investiranje i upravljanje rizicima. Uloga razvojnih banaka (RB) i razvojnih finansijskih institucija (RFI) u ovom procesu posebno je izražena u ekonomijama u razvoju ili tržištima u nastajanju, kakvo je i crnogorsko, gdje je finansijska infrastruktura i dalje u fazi konsolidacije.

Njihov doprinos finansijskom razvoju manifestuje se kroz povećanje dostupnosti finansijskih usluga, jačanje institucionalnih kapaciteta i smanjenje strukturnih ograničenja koja sputavaju pristup kapitalu. Ova funkcija je usko povezana sa drugim ulogama IRF-a — prvenstveno kreditnim signaliziranjem i privlačenjem investicija (crowding-in). Kroz kreditno signaliziranje smanjuje se asimetrija informacija između zajmodavaca i preduzeća, dok crowding-in efekat omogućava mobilizaciju privatnih sredstava pod uticajem javnih intervencija, čime se povećava ukupni obim investicija u finansijskom sistemu i uopšteno u privredi, te stvara multiplikativni razvojni efekat.

Razvoj finansijskog sistema od strane IRF-a je podstaknut kroz više prizmi kao što su:

- **Podsticanje finansijskih inovacija**

IRF podstiče razvoj i širenje novih finansijskih proizvoda, kao što su krediti pokriveni garancijama, klimatski krediti i tailor-made linije namijenjene specifičnim potrebama krajnjih korisnika. Ovi instrumenti doprinose diverzifikaciji finansijskog tržišta i jačanju konkurencije među posrednicima, uključujući i nebankarske institucije poput MFI. Time se stvaraju uslovi za širu ponudu finansijskih rješenja i rast ukupne investicione aktivnosti.

- **Mobilizacija kapitala**

Kao razvojna finansijska institucija, IRF ima ključnu ulogu u mobilizaciji domaćeg i međunarodnog kapitala. Fond privlači strane investicije, donatorska sredstva i druge izvore dugoročnog finansiranja namijenjene infrastrukturnim, industrijskim i socijalnim projektima. Do kraja 2024. godine IRF je mobilisao cca 540 miliona eura subvencionisanih sredstava od međunarodnih finansijskih institucija kao što su EIB, CEB, AFD i CDB, čime je značajno povećana ukupna raspoloživost kapitala za crnogorsku privredu.

- **Podsticanje održivih finansija**

IRF usklađuje svoje poslovanje sa Ciljevima održivog razvoja (SDG) i evropskim politikama zelene tranzicije, fokusirajući se na finansiranje projekata u oblastima obnovljive energije, energetske efikasnosti, zdravstva i obrazovanja. Finansiranjem projekata sa izraženim ekološkim i socijalnim koristima, Fond doprinosi dugoročnom, održivom rastu i smanjenju rizika koji proističu iz klimatskih promjena. IRF je ujedno i pionir klimatskog finansiranja u Crnoj Gori, započevši 2017. godine, u saradnji sa UNDP-om, razvoj prvog nacionalnog klimatskog kreditnog proizvoda.

- **Jačanje finansijskih institucija**

Od osnivanja 2010. godine, IRF plasira sredstva kako direktno, tako i putem komercijalnih banaka, čime doprinosi jačanju njihovih kapaciteta i konkurentnosti. Na taj način se povećava efikasnost i otpornost finansijskog sistema, posebno kroz podršku manjim posrednicima sa ograničenim kapitalom. Dodatno, kroz promociju dobrog upravljanja i međunarodnih finansijskih standarda, IRF doprinosi većoj transparentnosti i institucionalnoj stabilnosti sektora.

- **Finansijska inkluzija**

IRF značajno doprinosi širenju finansijskih usluga prema nedovoljno opsluženim sektorima i regionima, uključujući mikro, mala i srednja preduzeća, ruralne zajednice i stanovništvo sa nižim prihodima. Fokusom na segmente koje komercijalne banke često smatraju previše rizičnim ili neprofitabilnim, IRF poboljšava ukupnu finansijsku uključenost, podstiče preduzetništvo i doprinosi ravnomjernijem ekonomskom razvoju zemlje.

- **Upravljanje rizikom i dugoročno finansiranje**

Pored već naglašene uloge u obezbjeđivanju dugoročnih kredita, IRF smanjuje sistemski rizik kroz kreditno signaliziranje i pružanje garancija koje umanjuju

percepciju rizika kod drugih finansijskih posrednika. Na taj način Fond podstiče dalje investicije i doprinosi razvoju lokalnog finansijskog tržišta.

Kroz sve navedene mehanizme – od podsticanja finansijskih inovacija i mobilizacije kapitala, preko jačanja finansijskih institucija i promocije održivih finansija, do širenja finansijske inkluzije i ublažavanja rizika – IRF djeluje kao ključni akcelerator finansijskog razvoja Crne Gore. Njegovo prisustvo doprinosi produbljivanju tržišta kapitala, povećanju konkurentnosti finansijskog sektora i stvaranju stabilnijeg, otpornijeg i inkluzivnijeg finansijskog sistema, koji može efikasnije podržavati dugoročni ekonomski rast i razvoj zemlje.

i) Pružanje nefinansijske podrške razvoju privrede.

IRF je jedina finansijska institucija u Crnoj Gori koja, pored finansijske, pruža i nefinansijsku podršku preduzetništvu kroz programe edukacije, mentorstva, savjetovanja i poslovnog umrežavanja svojih klijenata. Ovakva aktivnost je definisana i strateški i normativno – u Zakonu o IRF-u i Statutu Fonda. U članu 12 Zakona navodi se da je djelatnost Fonda i „obavljanje ostalih poslova i aktivnosti kojim se obezbjeđuje podrška unaprjeđenju preduzetništva i ekonomskom razvoju“, kao i da Fond „može obavljati i druge poslove koje mu povjeri Vlada, kada ocijeni da je to u interesu ekonomskog razvoja Crne Gore“.

Cilj ovih aktivnosti je jačanje kapaciteta krajnjih korisnika, unapređenje njihovih poslovnih praksi i olakšavanje pristupa tržištima. Nefinansijska podrška se u najvećem dijelu realizuje kroz partnerstva sa međunarodnim organizacijama i nacionalnim institucijama, poput UNDP-a, Eko Fonda i Ministarstva ekonomije, ali i kroz samostalne programe IRF-a usmjerene na razvoj preduzetničkih, poslovnih i administrativnih vještina. Među najpoznatijim su inicijative „Ona počinje biznis“ i „Women on Boards“, koje doprinose ekonomskom osnaživanju žena i jačanju njihove zastupljenosti u biznis sektoru.

Osim edukativne podrške, IRF aktivno doprinosi i boljem tržišnom pozicioniranju svojih klijenata, organizujući njihovo učešće na sajmovima, forumima i poslovnim

dogadajima, poput međunarodnog sajma u Celju⁴⁰⁶. Ove platforme omogućavaju umrežavanje MMSP preduzeća sa većim kompanijama, investitorima i inostranim partnerima, čime se unapređuje njihova tržišna integracija i konkurentnost.

Kombinovanjem finansijske i nefinansijske podrške, IRF ostvaruje puni razvojni efekat svojih intervencija. Na taj način, Fond ne samo da obezbjeđuje pristup povoljnim izvorima finansiranja, već i jača sposobnost preduzeća da ta sredstva efikasno koriste, rastu i opstanu na tržištu. Ovakav integrisani pristup doprinosi stvaranju otpornijeg i konkurentnijeg sektora mikro, malih i srednjih preduzeća, čime IRF potvrđuje svoju ulogu ključnog aktera u razvoju održive i inkluzivne ekonomije Crne Gore.

j) Uticaj na smanjenje kamatnih stopa privredi i povećanje učešća kredita sa fiksnim kamatnim stopama

U okviru istraživanja Evropske investicione banke (EIB)⁴⁰⁷, jedna od ključnih dimenzija dodatnosti (additionality)⁴⁰⁸ finansiranja crnogorske privrede putem IRF-a se odnosi na obezbjeđivanje povoljnih i stabilnih kamatnih stopa, koje su pretežno fiksne, za razliku od dominantno promjenjivih ili mješovitih stopa u komercijalnom sektoru. Stabilnost kamatnih stopa predstavlja važan instrument u upravljanju troškovima zaduživanja i planiranju poslovanja, posebno u malim otvorenim ekonomijama koje su visoko osjetljive na eksterno uslovljene promjene monetarne politike.

Posebna vrijednost IRF-ovih kreditnih linija ogleda se upravo u tome što su kamatne stope fiksne tokom cijelog perioda otplate, čime se korisnicima omogućava dugoročna predvidljivost troškova i veća otpornost na kamatne šokove. Ovakav pristup je bio naročito značajan u kontekstu oštrog povećanja EURIBOR-a tokom 2022–2023. godine i očekivanja perzistentne inflacije u srednjem roku, zasnovane na visokoj baznoj inflaciji i produženim fiskalnim pritiscima u eurozoni. Na taj način, IRF je doprinio stabilnosti troškova zaduživanja privrednih subjekata i očuvanju njihove investicione aktivnosti u periodu pojačane neizvjesnosti.

⁴⁰⁶ <https://ce-sejem.si/en/>

⁴⁰⁷ European Investment Bank (2019). Assessment of EIB Support to SMEs Channelled via IDF, TA2018231 ME, November 2019;

⁴⁰⁸ Kako je prethodno navedeno, dodatnost u kreditiranju se opisuje kao poseban input ili podrška koje se pruža investicionom projektu, a koje se ne bi ostvarilo samo iz komercijalnih izvora odnosno dodatnost se dešava kada se kreditiraju klijenti koji uostalom ne bi mogli da dobiju kreditna sredstva.

Pored direktnog efekta na troškove zaduživanja privrede, IRF ima i posredan sistemski uticaj kroz oblikovanje tržišnih standarda i ponašanja komercijalnih banaka. Dosljednom primjenom fiksnih kamatnih stopa u svom kreditnom portfelju, IRF podstiče banke da u većoj mjeri nude kredite sa fiksnim stopama, čime se smanjuje osjetljivost privrede na promjene referentnih kamatnih stopa i ublažava sistemski rizik koji proizilazi iz visokog udjela varijabilnih stopa u strukturi ukupnog kreditiranja. Ovakav pritisak konkurencije i signal stabilnosti doprinosi transformaciji tržišta ka održivijem i predvidljivijem kamatnom okruženju, što jača ukupnu otpornost finansijskog sistema Crne Gore⁴⁰⁹.

Prema istraživanju Evropske investicione banke (EIB, 2019), rukovodioci komercijalnih banaka u Crnoj Gori naveli su da su u prethodnim godinama povećali udio kredita sa fiksnom kamatnom stopom kod kratkoročnih i srednjoročnih plasmana, nastojeći da ostanu konkurentni u odnosu na IRF. Međutim, za dugoročne kredite banke i dalje pretežno nude varijabilne kamatne stope vezane za EURIBOR, čime se zadržava visoka osjetljivost dužnika na promjene referentnih stopa.

U cilju ublažavanja rizika, dio banaka je uveo i kombinovane modele kamatnih stopa, pri čemu se u prvim godinama otplate primjenjuje fiksna, a u kasnijim godinama varijabilna kamatna stopa. Za razliku od toga, IRF svojim krajnjim korisnicima nudi isključivo kredite sa fiksnim kamatnim stopama, čime im obezbjeđuje potpunu predvidljivost troškova finansiranja i smanjuje rizik izloženosti promjenama monetarne politike.

IRF ima ulogu institucije koja, pod okriljem državne garancije i strateškog pravca države ka evropskim integracijama, privlači povoljna i razvojno usmjerena sredstva od međunarodnih finansijskih institucija. Ta sredstva se usmjeravaju u sektore u kojima mogu imati najveći razvojni i društveni efekat, u bliskoj koordinaciji sa Vladom Crne Gore.

Ovakvo razvojno-subvencionisano usmjerenje predstavlja jedan od osnovnih *raison d'être* argumenata za postojanje nacionalnih razvojnih finansijskih institucija, dok u Crnoj Gori dobija poseban značaj zbog učestalih ekonomskih kriza i činjenice da zemlja nema sopstvenu monetarnu politiku.⁴¹⁰

⁴⁰⁹ Kao rezultat inicijative CBCG iz sredine 2022. godine, u trenutku kada je ECB započela podizanje referentnih kamatnih stopa, udio kredita sa varijabilnom kamatnom stopom smanjen je sa 25,2% na 12,2% na kraju 2023, te je dalje pao na 7,6% na kraju 2024. godine (CBCG, Izvještaj o stabilnosti finansijskog sistema 2024);

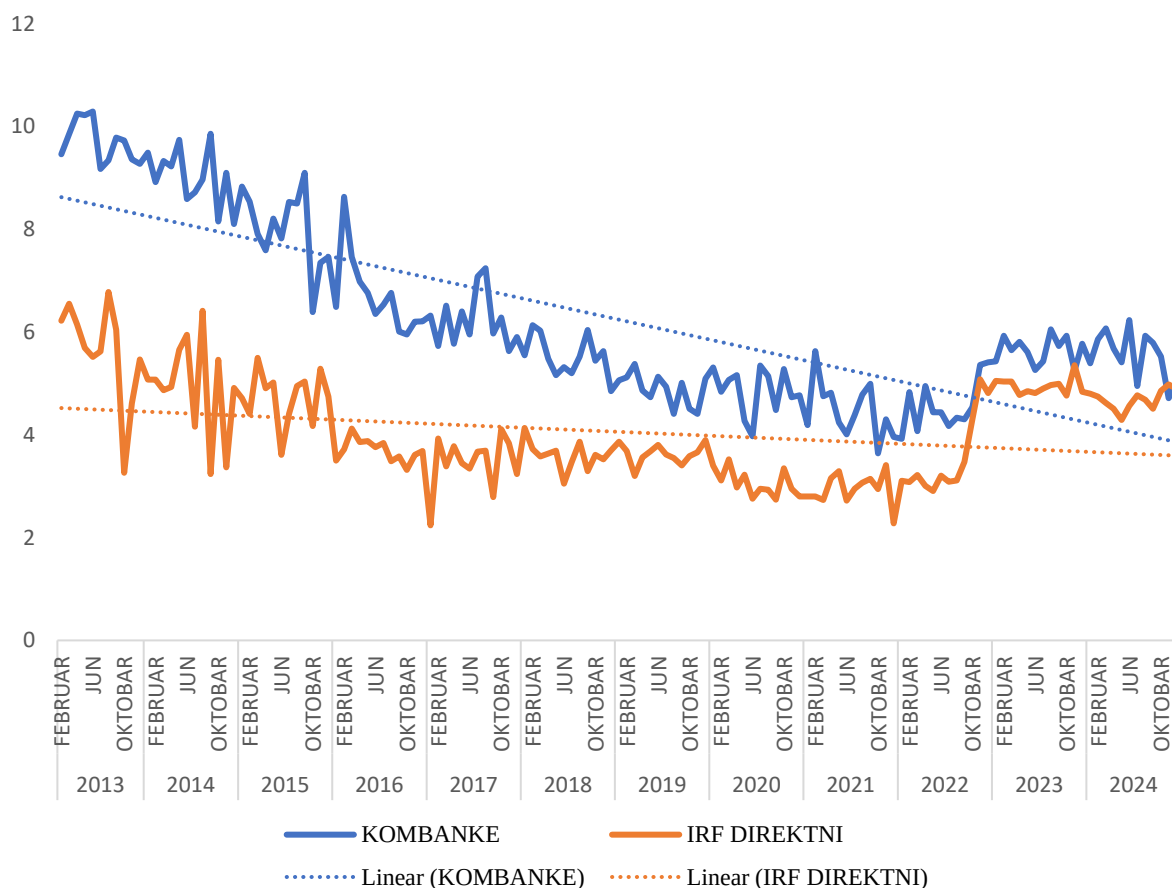
⁴¹⁰ Crna Gora je unilateralno eurizovana ekonomija od 2002. godine kada je, nakon unilateralnog uvođenja DM u novembru 1999. godine, uz saglasnost Njemačke centralne banke i poseban aranžman o konverziji sa Deutsche Bank.

IRF tako postaje ključni mehanizam za privlačenje koncesionih finansija koje se plasiraju privrednicima sa ciljem snižavanja troškova finansiranja, povećanja konkurentnosti i oslobađanja izvoznog potencijala, uz istovremeno očuvanje održivosti kroz strogi nadzor kvaliteta portfelja.

Pored nižih kamatnih stopa, sredstva obezbijedena putem IRF-a karakterišu i povoljniji uslovi finansiranja, uključujući fiksne kamatne stope, duže rokove otplate i grejs periode. Takvi uslovi omogućavaju privrednicima da, čak i u periodima recesije, očuvaju ekonomsku supstancu, zaposlenost i kontinuitet poslovanja.

Na narednom grafiku prikazan je trend kretanja kamatnih stopa u periodu 2013-2024. godine.

Grafik 27. Kamatne stope na dug nefinansijskih institucija, %, 2013–2024.



Izvor: CBCG, IRF;

Kao što je prikazano na prethodnom grafikonu, dugoročni trend kretanja kamatnih stopa u Crnoj Gori jasno pokazuje efekat koncesionog finansiranja koje IRF obezbjeđuje

od evropskih razvojnih banaka. Nakon što je IRF započeo kreditiranje iz ovih izvora 2013. godine, uslijedio je kontinuirani pad prosječnih kamatnih stopa na tržištu, čime se potvrđuje da uzroci pada nijesu bili isključivo sistemske prirode, već su u značajnoj mjeri proistekli iz konkurentskog i signalnog efekta prisustva IRF-a na tržištu finansiranja privrede⁴¹¹.

U periodu do 2020. godine IRF je održavao stabilan trend smanjenja kamatnih stopa, koji je doprinio snižavanju troškova finansiranja i u komercijalnom sektoru. Međutim, nakon 2020. godine, sa padom relativnog tržišnog učešća IRF-a, trend smanjenja kamatnih stopa je zaustavljen. Od 2022. godine bilježi se i blagi rast kamatnih stopa kod svih kreditora, prvenstveno usljed rasta referentnih stopa ECB-a, porasta inflacije, višeg rizika i neizvjesnosti u globalnom okruženju.

IRF je tokom većeg dijela perioda 2013–2021 imao sistematski niže kamatne stope od bankarskog prosjeka (najčešće 1–2 p.p. niže), dok se nakon kamatnog šoka 2022–2024. ta razlika suzila i krajem 2024. godine stope su se gotovo izjednačile. Ova dugoročna dinamika potvrđuje da je IRF u potpunosti ispunio ulogu razvojne finansijske institucije — djelujući u pravcu smanjenja rizika i asimetrije informacija na najnižu moguću mjeru na kreditnom tržištu Crne Gore.

Prema istraživanju Evropske investicione banke (EIB, 2019), u periodu 2013–2018. godine prosječna kamatna stopa koju su monetarne finansijske institucije nudile privredi u Crnoj Gori smanjena je sa 8,9% na 4,9% za zajmove duže od jedne godine. Iako je na smanjenje uticalo više faktora – poput nižih troškova izvora finansiranja banaka, jačanja makroprudencijalnog okvira i poboljšanja kvaliteta portfelja – menadžeri svih banaka obuhvaćenih istraživanjem istakli su prisustvo IRF-a na tržištu kao važan razlog pada kamatnih stopa.

Ovaj nalaz ukazuje da je aktivnost IRF-a djelovala konkurentski i stabilizujuće na tržište, povećavajući njegovu efikasnost i smanjujući troškove finansiranja za privredu. Ujedno, činjenica da je u relativno malom finansijskom sistemu jedan razvojni akter imao mjerljiv uticaj na kretanje kamatnih stopa može biti pokazatelj i određenog stepena

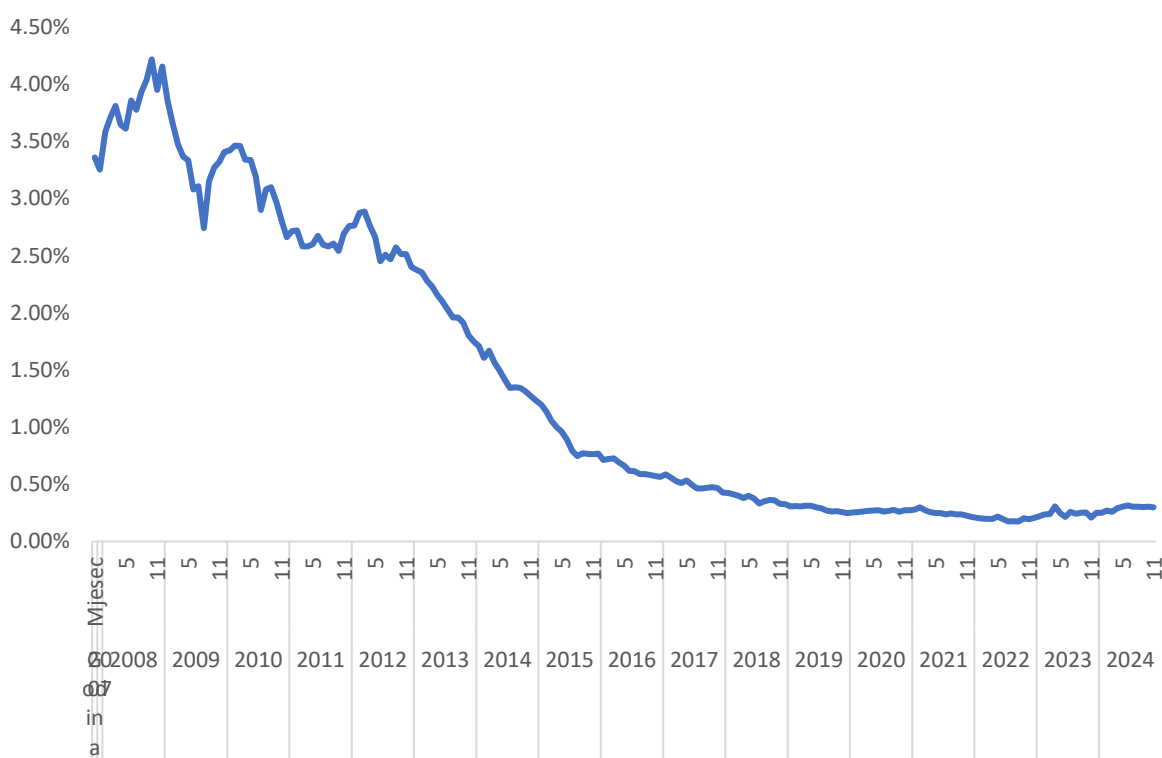
⁴¹¹ Na malim i nedovoljno razvijenim tržištima kao što je crnogorsko je koncentracija očekivana pojava. Podaci CBCG pokazuju da je najveća koncentracija u oblasti izdavanja kredita kada je u pitanju finansijsko tržište.

tržišne koncentracije u segmentu finansiranja privrede, ali i pozitivnog signalnog efekta IRF-a u smislu širenja povjerenja na tržištu.

Međutim, na pad tržišnih troškova finansiranja značajno je uticao i konzistentan pad kamatnih stopa na depozite, koji odražava smanjenje cijene novca u Crnoj Gori i na međunarodnim tržištima, kao i dugotrajno razdoblje visoke likvidnosti banaka usljed višegodišnje politike kvantitativnog olakšavanja i obilja jeftinog kapitala.

Ipak, sa padom tržišnog učešća IRF-a, rastom globalne neizvjesnosti, pogoršanjem percepcije rizika i povećanjem referentnih stopa Evropske centralne banke, kamatne stope u Crnoj Gori su nakon višegodišnjeg trenda smanjenja počele da rastu od 2022. godine, dok su stope na depozite nastavile da padaju. Time je došlo do širenja kamatnog raspona (spread-a), što ukazuje na povratak viših tržišnih troškova finansiranja i smanjeni stepen konkurencije u kreditnom segmentu.

Grafik 28. Prosječna efektivna pasivna kamatna stopa banaka 2007-2024⁴¹²



Izvor: CBCG, 2025;

⁴¹² Centralna banka Crne Gore. (2025). Monetarne i finansijske institucije – statistički podaci. Preuzeto sa <https://www.cbcg.me/me/statistika/statisticki-podaci/monetarna-i-finansijska-statistika/monetarne-finansijske-institucije>;

Dodatno, značajan pad nekvalitetnih plasmana (NPL) tokom protekle decenije predstavlja još jedan ključni faktor koji je doprinio smanjenju kamatnih stopa na tržištu. Niži nivo NPL-ova smanjio je potrebu banaka za formiranjem rezervacija, čime su se oslobodila dodatna sredstva za nove plasmane i smanjila percepcija rizika u sistemu.

Kao što je ranije istaknuto, nisko učešće NPL-ova u portfelju IRF-a imalo je poseban značaj u ovom procesu, jer je doprinijelo snižavanju percepcije rizika kod klijenata koji su ranije bili neopsluženi od strane komercijalnih banaka, te je istovremeno privuklo veće učešće privatnog finansijskog sektora u finansiranju realne ekonomije.

Posmatrajući Herfindahl–Hirschmanov (HH) indeks koncentracije na crnogorskom finansijskom tržištu, uočava se da je trend pada prosječnih kamatnih stopa prema privredi nastavljen čak i tokom perioda rasta tržišne koncentracije između 2018. i 2020. godine. Ova pojava ukazuje na to da je IRF, kroz svoje razvojne i povoljne kreditne linije, djelovao kao stabilizator i korektiv tržišnih uslova, ublažavajući efekat smanjene konkurencije i podstičući banke da ponude konkurentnije uslove finansiranja.

Posmatrajući dinamiku pada kamatnih stopa u periodu od februara 2013⁴¹³ do oktobra 2021⁴¹⁴ za dva glavna segmenta kreditiranja komercijalnih banaka (privreda i stanovništvo), primjećuje se da je ukupna prosječna ponderisana efektivna kamatna stopa banaka prema privredi⁴¹⁵ opala za 582 bazna poena (sa 9,46% na 3,64%), dok je ukupna prosječna ponderisana efektivna kamatna stopa banaka prema fizičkim licima⁴¹⁶ opala za 479 baznih poena (sa 12,01% na 7,22%), što je za čitava 103 bazna poena manje u odnosu na pad koji se desio ka privredi.

Ovakva razlika u dinamici smanjenja kamatnih stopa jasno ukazuje na povećanje efikasnosti i konkurentnosti tržišta kreditiranja privrede, što je u velikoj mjeri rezultat koncesionog finansiranja i aktivnog prisustva IRF-a kao razvojne finansijske institucije koja je doprinijela smanjenju tržišne koncentracije i pritiska kamatne stope nadolje.

⁴¹³ Mjesec kada je IRF počeo da koristi subvencionisana odnosno koncesiona sredstva EIB-a za finansiranje privrede u Crnoj Gori;

⁴¹⁴ Mjesec kada je EURIBOR (referentna stopa) dostigao desetogodišnji minimum.

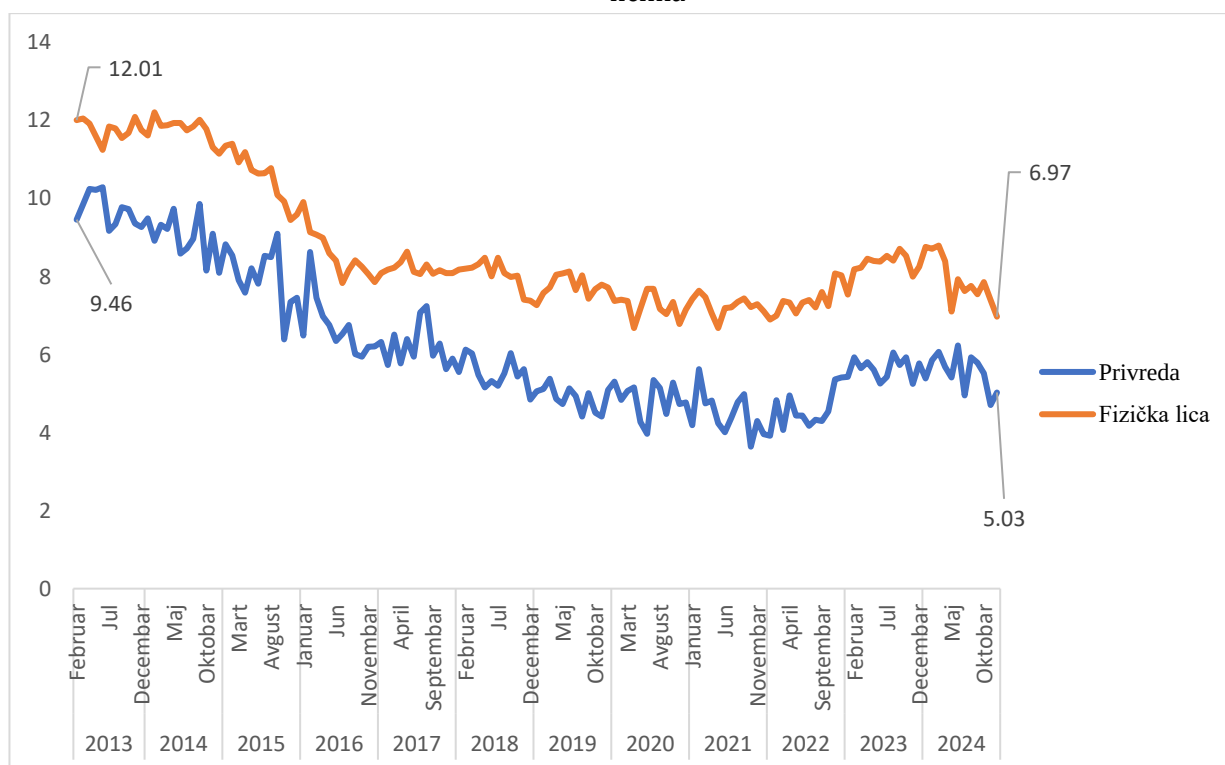
⁴¹⁵ Privreda obuhvata privredna društva u većinskom državnom vlasništvu, privredna društva u većinskom privatnom vlasništvu i preduzetnike.

⁴¹⁶ Fizička lica obuhvataju rezidentna i nerezidentna fizička lica.

Još jedan od dokaza u prilog prethodno navedenom jeste i činjenica da su, tokom sprovođenja modus operandi Evropske investicione banke (EIB) u Crnoj Gori, razmatrane i alternative postojećem modelu – poput mogućnosti da EIB direktno kreditira komercijalne banke ili da im pruži garancije za kreditiranje. Međutim, konsultanti su zaključili da je model posrednog finansiranja putem IRF-a najefikasniji, jer omogućava povoljnije uslove finansiranja ne samo za krajnje korisnike, već i za cjelokupno crnogorsko tržište komercijalnih kredita. Takav pristup, uz to, obezbjeđuje dostupnost finansija visoko rizičnim i često isključenim kategorijama klijenata, poput malih poljoprivrednika, početnika u biznisu i drugih segmenata koje komercijalne banke izbjegavaju zbog izražene percepcije rizika.

Ova ocjena se potvrdila i u praksi — nakon sprovedenog istraživanja EIB i BDO (2019), IRF je dobio dva nova aranžmana ukupne vrijednosti 200 miliona eura, čime je dodatno potvrđeno povjerenje međunarodnih finansijskih institucija u njegov model poslovanja i razvojni mandat.

Grafik 29. Kamatne stope na finansijskom tržištu u Crnoj Gori ka privredi i ka fizičkim licima



Izvor: CBCG, 2025;

U kontekstu smanjenja kamatnih stopa prema privredi, važno je istaći strukturno ograničenje CBCG u vođenju monetarne politike usljed činjenice da Crna Gora nema

sopstvenu valutu. Posljedično, CBCG ne određuje referentnu kamatnu stopu, niti ima direktan instrumentarni uticaj na kretanje kamatnih stopa prema realnom sektoru.

U takvim okolnostima, postojanje razvojno orijentisane kreditne institucije poput IRF-a, koja usmjerava subvencionisana razvojna sredstva iz međunarodne finansijske sfere u domaće finansijsko tržište, predstavlja najefikasniji mehanizam kojim Vlada Crne Gore može posredno uticati na troškove finansiranja privrede. Na taj način se obezbjeđuje da kamatne stope ostanu konkurentne i održive, čime se smanjuje jaz u pristupu finansijama i transferni troškovi koje domaća preduzeća snose zbog ograničenog pristupa kapitalnim tržištima.

Što se tiče komercijalnih banaka, naročito onih koje imaju niske troškove finansiranja zahvaljujući podršci matičnih banaka ili stabilnoj bazi depozita, one su u mogućnosti da ponude niže kamatne stope od IRF-a za ograničen broj klijenata sa niskim rizikom. Međutim, za razliku od njih, IRF primjenjuje jedinstven i inkluzivan pristup, nudeći povoljne i stabilne kamatne stope svim tipovima privrednih subjekata, bez obzira na njihov rizik, veličinu ili djelatnost.

Takav pristup karakterišu egalitarnost, transparentnost i horizontalna usmjerenost – svi poslovni subjekti tretiraju se prema istim, unaprijed poznatim kriterijumima, što doprinosi ujednačavanju uslova poslovanja i smanjenju jaza u troškovima finansiranja između malih i velikih preduzeća. Time IRF ne samo da jača konkurenciju na finansijskom tržištu, već i posredno unapređuje efikasnost i ravnotežu na robno-uslužnim tržištima u Crnoj Gori.

Iz tog razloga, a kako bi mogao da na održiv način finansira rizične, ali strateški važne grane privrede, IRF u strukturi svog portfelja mora obezbijediti i prisustvo klijenata sa nižim rizikom – prvenstveno mikro, malih i srednjih preduzeća koja realizuju veće i finansijski stabilnije projekte. Na taj način Fond ostvaruje balans između razvojne misije i finansijske održivosti, kroz mehanizam unakrsnog subvencionisanja – gdje se stabilni prinosi iz manje rizičnih plasmana koriste za finansiranje projekata sa većim razvojnim efektima i višim stepenom rizika.

Pri tome, IRF zadržava fokus na projektima sa snažnim multiplicirajućim efektima – onima koji doprinose zapošljavanju, jačanju izvoznih kapaciteta, rastu BDP-a, restrukturiranju privrede i ujednačenom regionalnom razvoju Crne Gore.

Sumarno posmatrano, djelovanje IRF-a u domenu kamatnih stopa pokazuje da razvojne finansijske institucije mogu imati transformacioni uticaj na tržište čak i u malim, visoko otvorenim ekonomijama bez sopstvene monetarne politike. Kroz obezbjeđivanje stabilnog i povoljnog finansiranja, IRF je ne samo doprinio smanjenju cijene kapitala i povećanju predvidivosti finansijskih tokova, već i ojačao konkurenciju i inkluzivnost komercijalnog kreditnog tržišta Crne Gore. Na taj način, Fond je potvrdio svoju ključnu razvojnu ulogu – da, kroz finansijsku disciplinu i društvenu odgovornost, stvara tržišne uslove koji podstiču rast, zapošljavanje i održiv ekonomski razvoj.

k) Smanjenje koncentracije na tržištu kredita privredi

Nakon što je IRF doprinio snižavanju kamatnih stopa i povećanju dostupnosti povoljnih izvora finansiranja, njegov uticaj se značajno odrazio i na strukturu tržišta kreditiranja privrednih subjekata.

IRF do sada nije sarađivao sa najvećom bankom u Crnoj Gori – Crnogorskom komercijalnom bankom, koja ima i najveći tržišni udio. Konsultanti Evropske investicione banke (EIB) u istraživanju iz 2019. godine istakli su ovaj pristup kao važan doprinos smanjenju koncentracije na bankarskom tržištu Crne Gore.

Ovakva strategija ima posebnu težinu jer velike međunarodne banke, koje dominiraju domaćim finansijskim sistemom, raspolažu povoljnim među-bankarskim kreditnim linijama svojih matičnih institucija, dok su manji kreditori znatno ograničeniji u pristupu kapitalu. Plasiranjem sredstava putem tih manjih banaka, IRF je doprinio uravnoteženijem tržišnom položaju finansijskih institucija i jačanju konkurencije na tržištu kredita privredi.

Prema nalazima EIB-a, na kraju 2018. godine tri banke sa najvećim portfoliom finansiranim sredstvima kanalisanim putem IRF-a bile su tek četvrta, osma i deveta banka po ukupnoj aktivu u sistemu. Ovi podaci jasno pokazuju da je IRF imao redistributivni efekat – usmjeravajući razvojne resurse ka manjim i agilnijim finansijskim

institucijama, što je smanjilo tržišnu koncentraciju i povećalo ukupnu konkurentnost sistema.

Pad Herfindahl–Hirschmanovog (HH) indeksa koncentracije tokom posmatranog perioda, kako navode konsultanti, dijelom se može pripisati upravo djelovanju IRF-a. Ovaj uticaj ima i razvojnu dimenziju, jer smanjenje koncentracije ne znači samo bolju tržišnu ravnotežu, već i veću dostupnost finansiranja mikro, malim i srednjim preduzećima, preduzetnicima i poljoprivrednicima – grupama koje su tradicionalno potisnute iz komercijalnog kreditnog portfelja.

Nakon 2020. godine, proces konsolidacije bankarskog sektora kroz spajanja i akvizicije doveo je do blagog porasta tržišne koncentracije, što je trend prisutan i u regionu. U takvim okolnostima, uloga IRF-a postaje još važnija kao korektivni i stabilizujući mehanizam, koji osigurava da privreda ne ostane uskraćena za pristup finansijama, posebno u periodima pojačane globalne neizvjesnosti, inflatornih pritisaka i geopolitičkih rizika.

Iako se HH indeks smanjivao u prethodnom periodu, smanjenje broja aktivnih banaka gotovo sigurno vodi ka ponovnom jačanju tržišne koncentracije u narednim godinama. Upravo zbog toga, razvojna uloga IRF-a u očuvanju konkurentnosti, diverzifikacije i pristupačnosti finansijskog tržišta biće od ključne važnosti za održavanje stabilnog i inkluzivnog kreditnog okruženja.

Na taj način IRF djeluje kao razvojna protivteža tržišnim koncentracionim tendencijama, čuvajući otvorenost finansijskog sistema i sprečavajući formiranje oligopolističkih struktura koje bi mogle ograničiti pristup finansijama privrednih subjekata u Crnoj Gori. Time se potvrđuje da IRF, osim svoje kreditne i razvojne funkcije, ima i strukturalnu ulogu u očuvanju konkurentnog i otpornog finansijskog sistema.

1) Kreditiranje klijenata sa nedovoljnim kolateralom za dobijanje kreditne podrške

Jedan od ključnih oblika dodatnosti finansiranja koje pruža IRF odnosi se na kreditiranje klijenata sa nedovoljnim ili neadekvatnim kolateralom – segment koji je gotovo u potpunosti isključen iz komercijalnog bankarskog sistema.

U tom smislu, IRF od 2020. godine sprovodi garantne šeme COSME⁴¹⁷ i EaSi⁴¹⁸, čime je omogućeno finansiranje preduzeća bez potrebe za „tvrdom“ garancijom, odnosno uz primjenu takozvanog mekog kolateralu u vidu mjenica i/ili ličnih garancija korisnika kredita.

Kroz COSME garantni fond, IRF je postao druga finansijska institucija u Crnoj Gori koja je ponudila ovaj instrument, dok je kroz EaSi garantni fond bio prvi pružalac mikro-kreditiranja na osnovu garancija Evropskog investicionog fonda (EIF). Ovi programi značajno su proširili pristup finansijama za mikro, mala i srednja preduzeća (MMSP), naročito za početnike u biznisu i preduzetnike bez adekvatne imovine za obezbjeđenje kredita.

Od početka implementacije 2020. godine do završetka perioda sprovođenja programa, IRF je plasirao ukupno 184 kredita kroz COSME garantni fond, u ukupnom iznosu glavnice od 15.438.483,75 eura, dok je putem EaSi garancije, namijenjene mikro-kreditiranju, odobreno 245 kredita u iznosu od 2.715.380,13 eura.

Ovi rezultati potvrđuju rastuće povjerenje i interesovanje domaće privrede za proizvode koji omogućavaju pristup finansijama uz minimalna obezbjeđenja, čime IRF dodatno doprinosi inkluzivnosti i diverzifikaciji finansijskog tržišta Crne Gore.

Pored ovih instrumenata, IRF u kontinuitetu primjenjuje fleksibilniji pristup kolateralima u odnosu na komercijalni sektor. Kod ugroženih grupa preduzetnika (mladi, žene, početnici, ruralni klijenti) ratio pokrivenosti kredita kolateralom iznosi svega 1:1, što značajno olakšava pristup finansijama. Dodatno, IRF je omogućio i upisivanje kolateralu na ruralnim područjima, što ima poseban značaj za poljoprivredne proizvođače koji često raspolažu imovinom van urbanih katastarskih zona.

Na ovaj način, IRF djeluje kao katalizator finansijske inkluzije i pruža alternativu klijentima koji su isključeni iz tradicionalnih tokova kreditiranja. Ujedno, kroz saradnju sa evropskim garantnim fondovima, Fond jača integraciju Crne Gore u sistem evropskih

⁴¹⁷ EU COSME program 2014-2020 (Program za konkurentnost MSP), vrijedan 2,3 mlrd eura, je inicijativa EU namijenjena podršci MSP širom Evrope, sa ciljem olakšanja pristupa finansijama, tržištima i poslovnim uslugama. Sistemom garancija na zajmove pomaže MSP da osiguraju zajmove putem garancija koje pružaju finansijski posrednici. https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/cosme_en#:~:text=COSME%20is%20the%20EU%20programme.85%25%20of%20all%20new%20jobs.

⁴¹⁸ EaSI (Employment and Social Innovation - Program EU za zapošljavanje i socijalne inovacije) 2014-2020, vrijedan približno 920 mil eura, je finansijski instrument EU koji podržava društvene politike u zemljama članicama EU, ali i kandidatima za članstvo, u cilju unaprjeđenja zapošljavanja, socijalne uključenosti i borbe protiv siromaštva. <https://eufundingoverview.be/funding/employment-and-social-innovation-easi>

finansijskih instrumenata, povećavajući otpornost i inkluzivnost domaćeg tržišta kapitala.

m) Razvoj alternativnih vidova finansiranja

Iako IRF do sada nije neposredno pružao alternativne oblike finansiranja, imao je značajnu posredničku i katalitičku ulogu u njihovom razvoju u Crnoj Gori. Kao investitor i partner u ENIF fondu (Enterprise Innovation Fund)⁴¹⁹ IRF je doprinio uspostavljanju tržišne infrastrukture za venture capital i seed ulaganja – oblasti koje su do tada bile potpuno nerazvijene u zemlji.

Kroz ovaj fond, dvije brzo-rastuće crnogorske kompanije dobile su venture i seed kapital ulaganja u ukupnom iznosu većem od 550.000 eura, što predstavlja jedan od prvih primjera uspješnog rizičnog kapitala u Crnoj Gori.

Učešćem u ENIF-u, IRF je poslao važan signal tržištu o održivosti i poželjnosti alternativnih izvora finansiranja, posebno za start-up i inovativne kompanije kojima je pristup tradicionalnim kreditnim linijama ograničen. Ovim je Crna Gora pozicionirana u širu regionalnu mrežu preduzetničkog kapitala Zapadnog Balkana, što doprinosi internacionalizaciji domaćih inovacionih ekosistema.

Pored toga, IRF aktivno razmatra mogućnosti za razvoj novih instrumenata finansiranja – poput mezzanine finansiranja, crowdfunding platformi, mikro-equity ulaganja i zelenih obveznica – u saradnji sa međunarodnim finansijskim institucijama i državnim partnerima. Uvođenje takvih instrumenata omogućilo bi bolju kapitalizaciju preduzetničkih projekata, diverzifikaciju izvora finansiranja i smanjenje zavisnosti privrede od bankarskih kredita.

Na taj način, IRF već sada igra pionirsku ulogu u razvoju tržišta alternativnih finansijskih instrumenata, doprinoseći transformaciji crnogorskog finansijskog sistema iz kreditno orijentisanog u sistem koji prepoznaje i podržava inovacije, preduzetništvo i održiv rast.

⁴¹⁹ <http://www.wbedif.eu/for-entrepreneurs/enterprise-innovation-fund-enif/>

n) Kreditiranje likvidnosti kao strukturnog problema crnogorske privrede

IRF je i u ovom segmentu imao pionirsku ulogu u Crnoj Gori, započevši još 2011. godine plasman sredstava kroz faktoring aranžmane, iako je regulatorni okvir za ovu vrstu poslovanja formalno uspostavljen tek donošenjem Zakona o finansijskom lizingu, faktoringu, otkupu potraživanja, mikrokreditiranju i kreditno-garantnim poslovima 25. oktobra 2017. godine⁴²⁰.

Tako recimo, u periodu 2011-2024. godine, IRF je ukupno otkupio gotovo 985 mil € potraživanja kroz 629 zaključenih faktoring ugovora. IRF je bio pionir u ovom segmentu finansijskog tržišta, dok sada faktoring usluge nude i druge finansijske institucije. Tako su na kraju 2024. godine na finansijskom tržištu u Crnoj Gori aktivna tri društva za otkup potraživanja, kao i dva faktoring društva.

Jedan od najvažnijih strukturnih izazova crnogorske privrede jeste problematika naplate potraživanja i dugi rokovi plaćanja, koji direktno ugrožavaju likvidnost i rast preduzeća. Na kraju 2024. godine, ukupan dug izvršnih dužnika iznosio je 17,3% BDP-a, uz 17.443 aktivnih izvršnih dužnika. Ovakva situacija povećava nesigurnost plaćanja, podiže zahtjeve za obezbjeđenjem i dovodi do rasta avansnih plaćanja, što dodatno produbljuje problem nelikvidnosti.

Zbog toga je djelovanje IRF-a u oblasti faktoringa, kao i kreditiranja likvidnosti i obrtnih sredstava, imalo presudan značaj za održavanje solventnosti privrede. Fond je u ovom dijelu ponovo potvrdio svoju kontra-cikličnu i razvojnu funkciju, obezbjeđujući pristup povoljnim sredstvima u trenucima kada su tržišni mehanizmi pokazivali ograničenu sposobnost da odgovore na potrebe realnog sektora. Time je IRF doprinio očuvanju ekonomske supstance i kontinuiteta poslovanja privrede Crne Gore, posebno u periodima pojačanih finansijskih pritisakaja.

Sveobuhvatna analiza djelovanja Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore pokazuje da on ima izrazito sistemsku i multiplikativnu ulogu u finansijskom sistemu zemlje.

⁴²⁰ Službeni list CG, br. 73/17, 74/20;

IRF kao najpoželjniji kreditor među MMSP u Crnoj Gori

U okviru projekta *Improving Access to Finance of Private Sector for Competitiveness and Innovation* sprovedeno je anketno istraživanje među 456 mikro, malih i srednjih preduzeća u Crnoj Gori. Rezultati pokazuju da je IRF najpoželjniji izvor finansiranja za većinu privrednih subjekata:

- među mikro-preduzecima, 46,3% ispitanika pokušalo je da obezbijedi kredit od IRF-a, a 62,9% ih je u tome uspjelo;
- među malim preduzećima, čak 59,7% je apliciralo za IRF kredit, a 85% tih zahtjeva je bilo uspješno;
- ukupno, 63% ispitanika je navelo da bi preferiralo kredit od IRF-a u odnosu na bilo koji drugi finansijski proizvod na tržištu.

Ovi rezultati potvrđuju da privrednici u Crnoj Gori IRF prepoznaju kao najpouzdanijeg i najinkluzivnijeg kreditora, što dodatno osnažuje njegovu poziciju kao razvojno-orijentisane institucije od sistemskog značaja.

Kroz mehanizme dodatnosti, kreditnog signaliziranja i efekta „crowding-in“, IRF je doprinio smanjenju kamatnih stopa, razvoju konkurentnijeg i stabilnijeg kreditnog tržišta, te povećanju pristupa finansijama za ranije isključene segmente privrede. Istovremeno, kroz razvoj garantnih šema, faktoringa i instrumenata za likvidnost, Fond je potvrdio svoju kontra-cikličnu funkciju, ublažavajući posljedice ekonomskih šokova i doprinoseći očuvanju investicione aktivnosti i zaposlenosti.

Svojim dugoročnim, fiksnim i transparentnim kreditnim linijama, IRF je u velikoj mjeri amortizovao rizike koji proizlaze iz ograničene monetarne autonomije države, djelujući kao substitut nedostajućih instrumenata monetarne politike i čineći tržišne uslove predvidljivijim i stabilnijim. Na taj način, Fond nije samo izvor povoljnih finansijskih sredstava, već i instrument ekonomske politike koji povezuje razvojne, socijalne i fiskalne ciljeve države.

Empirijski posmatrano, efekti djelovanja IRF-a prepoznati su i od strane krajnjih korisnika – mikro, malih i srednjih preduzeća. Prema rezultatima istraživanja sprovedenog u okviru projekta *Improving Access to Finance of Private Sector for*

Competitiveness and Innovation⁴²¹, većina anketiranih preduzeća je IRF prepoznala kao najpoželjnijeg i najpouzdanijeg kreditora u zemlji. Ovakav nivo povjerenja poslovne zajednice potvrđuje da IRF nije samo izgradio reputaciju razvojno-orijentisane finansijske institucije, već i institucije od sistemskog značaja, koja svojim djelovanjem aktivno doprinosi stabilnosti, inkluzivnosti i dugoročnoj otpornosti finansijskog sistema Crne Gore.

⁴²¹ EuropeAid/140230/IH/SER/ME "Improving access to finance of private sector for competitiveness and innovation" project), Finalni izvještaj, Novembar 2021;

3.5. Uticaj kreditiranja IRF-a na jačanje izvozne komponente crnogorske privrede i supstituciju uvoza

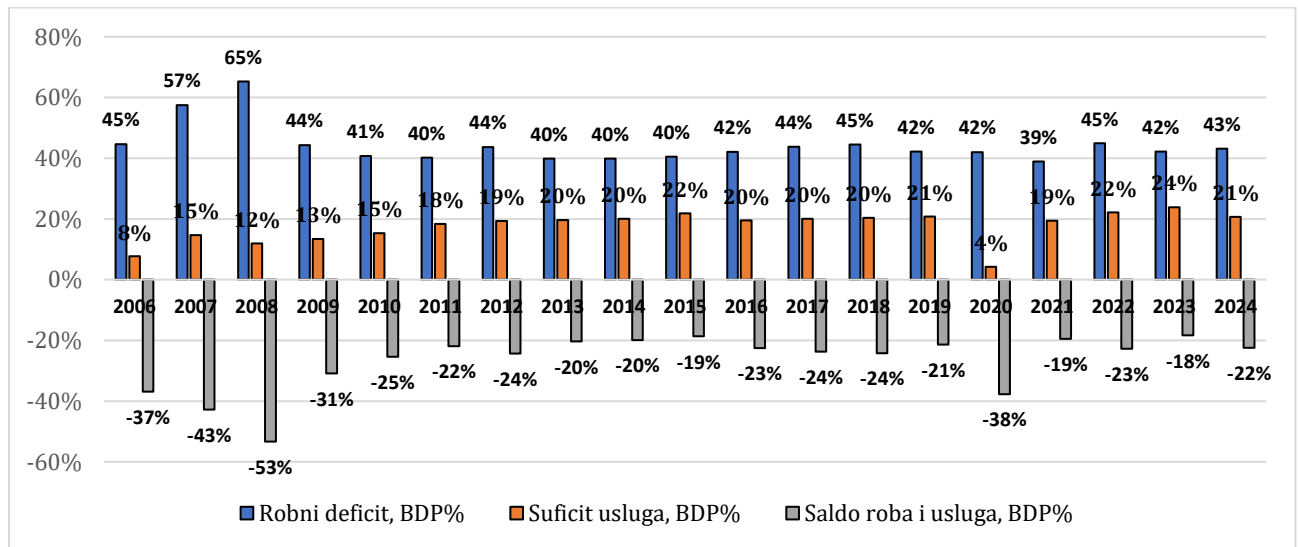
3.5.1. Spoljnotrgovinski trendovi i potencijal rasta izvoza

U uvodnom dijelu poglavlja 3.4. dat je prikaz privredne strukture Crne Gore i proces izmjene njene strukture poslednjih decenija, te su prepoznate privredne grane koje bi trebale biti snažnije podržane, ne samo u smislu rasta proizvodnje i plasmana na domaćem tržištu, nego i kao sektori koji imaju potencijal izvoza. U tom kontekstu, potrebno je sažeto se osvrnuti na jednu od ključnih strukturnih disproporcija crnogorske privrede od početka tranzicionog perioda do danas, a to je slaba izvozna orijentisanost, odnosno evidentan gep između potencijala (robnog) izvoza i nivoa njegove realizacije, uz visoku uvozu zavisnost po jedinici ostvarenog izvoza.

Crnogorsku privredu decenijama prati izražen deficit u trgovini robama, koji se dijelom umanjuje kroz suficit u trgovini uslugama. Tako je prema podacima UNSTAT-a, prosječno učešće neto izvoza roba i usluga u BDP-u u periodu 1990-2005. godine bilo 25%, a prema podacima Uprave za statistiku Crne Gore za period 2006-2024. godine, ovaj indikator iznosi 27%. U posmatranom periodu zabilježen je značajan spoljnotrgovinski robni deficit. Crna Gora je, prema podacima CBCG u 2024. godini uvezla roba u vrijednosti 3,959.8 mil eura (52% BDP-a) i izvezla svega 660 mil eura (9% BDP-s), pa je ostvaren spoljnotrgovinski deficit na nivou od 43% BDP.

Na sljedećem grafiku i tabeli dati su pregledi po godinama.

Grafik 30. Saldo roba i usluga Crne Gore u % BDP-a - 2006 – 2024. godine



Izvor: Platni bilans Crne Gore, CBCG, 2025;

Tabela 23. Saldo roba i usluga u BDP-u Crne Gore 2006 – 2024. godine

	Uvoz roba	Izvoz roba	Saldo roba	BDP %	Rashodi	Prihodi	Saldo usluga	BDP %	Rashodi	Prihodi	Saldo roba i usluga	BDP %
2006	1,428.2	462.0	-966.2	45%	251.8	418.0	166.2	8%	1,680.0	880.0	-800.0	-37%
2007	2,027.8	483.4	-1,544.4	57%	277.9	673.0	395.0	15%	2,305.7	1,156.4	-1,149.3	-43%
2008	2,475.7	450.4	-2,025.3	65%	404.9	776.0	371.2	12%	2,880.5	1,226.4	-1,654.1	-53%
2009	1,617.9	296.3	-1,321.6	44%	331.0	731.5	400.6	13%	1,948.8	1,027.8	-921.0	-31%
2010	1,611.8	339.6	-1,272.1	41%	327.8	806.0	478.3	15%	1,939.5	1,145.7	-793.8	-25%
2011	1,773.1	470.5	-1,302.6	40%	309.3	903.8	594.5	18%	2,082.4	1,374.3	-708.1	-22%
2012	1,771.7	387.5	-1,384.2	44%	337.7	950.6	612.8	19%	2,109.4	1,338.1	-771.4	-24%
2013	1,724.3	395.7	-1,328.6	40%	341.2	994.4	653.2	20%	2,065.5	1,390.1	-675.4	-20%
2014	1,733.9	357.5	-1,376.4	40%	340.3	1,030.6	690.3	20%	2,074.2	1,388.1	-686.1	-20%
2015	1,794.1	330.3	-1,463.7	40%	425.4	1,214.3	788.9	22%	2,219.5	1,544.6	-674.9	-19%
2016	2,008.5	350.8	-1,657.7	42%	485.5	1,254.6	769.1	20%	2,494.0	1,605.4	-888.6	-23%
2017	2,242.5	382.4	-1,860.1	44%	530.6	1,382.4	851.8	20%	2,773.1	1,764.8	-1,008.2	-24%
2018	2,485.2	436.1	-2,049.2	45%	626.8	1,563.4	936.6	20%	3,112.1	1,999.5	-1,112.6	-24%
2019	2,531.1	465.5	-2,065.6	42%	686.8	1,705.6	1,018.8	21%	3,217.9	2,171.1	-1,046.8	-21%
2020	2,105.2	366.1	-1,739.0	42%	502.6	679.1	176.5	4%	2,607.8	1,045.3	-1,562.5	-38%
2021	2,441.0	525.8	-1,915.2	39%	641.0	1,597.1	956.1	19%	3,081.9	2,122.9	-959.1	-19%
2022	3,433.6	763.5	-2,670.1	45%	971.9	2,289.4	1,317.5	22%	4,405.4	3,052.8	-1,352.6	-23%
2023	3,701.6	715.9	-2,985.7	42%	1,074.8	2,762.5	1,687.7	24%	4,776.4	3,478.4	-1,298.0	-18%
2024	3,959.8	660.0	-3,299.9	43%	1,100.6	2,684.3	1,583.7	21%	5,060.5	3,344.3	-1,716.2	-22%

Izvor: Platni bilans Crne Gore, CBCG, 2025;

Sektor **turizma** u 2024. godini učestvuje u prihodima od trgovine uslugama sa čak 55%, dok transport doprinosi sa 25%, a ostale usluge 20%. Učešće turizma bilježi rastući trend, osim u 2020. godini tokom pandemije COVID-19.

Stepen trgovinske otvorenosti iskazan odnosom trgovine robama i uslugama u BDP-u u periodu 2006-2024. bio je prosječno 109%, da bi u postpandemijskom periodu bilježio postepeni rast (čak 125% u 2022., 117/ u 2023. i 110% u 2024. godini). Pokrivenost uvoza izvozom roba i usluga bila je prosječno 61%, da bi zbog povoljnijeg kretanja u sektoru usluga, bila blago povećana posljednjih godina (66% u 2024. godini). Polazeći od postulata teorije međunarodne trgovine, zemlje sa visokim stepenom otvorenosti imaju potencijal da rastu brže od onih manje otvorenih, pod uslovom da postoji dovoljno visoka eksterna potražnja i održiva ponuda u kontekstu standarda kvaliteta i cjenovne konkurentnosti. Međutim, otvorene ekonomije, posebno male eurizovane zemlje poput Crne Gore, su takođe podložnije spoljnim šokovima⁴²².

Dostignut je veoma visok stepen integracije sa EU i CEFTA 2006 tržištem, što se može vidjeti iz sljedećeg tabelarnog pregleda. Integralno, CEFTA i EU27 čine oko 78% crnogorskog izvoza roba u 2024. godini. Preostalih 22% izvoza disperzira se na veći broj zemalja i nema stabilan trend.

Tabela 24. Spoljnotrgovinski partneri Crne Gore: trgovina robama 2015-2024. godine

Godina	EU27		CEFTA 2006		OSTALI PARTNERI	
	% u uk. uvozu	% u uk. izvozu	% u uk. uvozu	% u uk. izvozu	Uvoz	Izvoz
2015	41.3	35.7	37.9	43.3	20.8	21.0
2016	48.1	37.6	30.4	45.1	21.4	17.4
2017	47.4	34.7	31.2	41.1	21.5	24.2
2018	48.3	44.9	28.5	40.2	23.2	14.9
2019	48.2	38.5	28.6	44.7	23.2	16.8
2020	45.0	38.5	28.8	45.0	26.2	16.4
2021	45.7	31.1	28.5	43.2	25.8	25.6
2022	44.3	30.3	26.2	41.7	29.5	28.0
2023	45.8	36.1	26.0	48.4	28.2	15.4
2024	45.5	29.1	26.4	49.2	28.0	21.6

Izvor: Uprava za statistiku, spoljna trgovina, 2025;

⁴²² Briguglio, L. P. (2016). Exposure to external shocks and economic resilience of countries: evidence from global indicators. *Journal of Economic Studies*. 43(6):1057-1078; Conefrey, T., O'Reilly, G., & Walsh, G. (2018). Modelling external shocks in a small open economy: the case of Ireland. *National Institute Economic Review*, 244(1), 56-63;

Izvoz na tržište regiona bilježi trend rasta (prosjeck perioda 41%, a 49.2% u strukturi ukupnog robnog izvoza u 2024. godini). Posebno je CEFTA 2006 sporazum dao snažan doprinos rastu trgovine između zemalja regiona.⁴²³

Naviše uvozimo iz EU27 – 45.5% u 2024. godini, iz CEFTA⁴²⁴ zemalja, taj uvoz dostiže 26.4% ukupnog uvoza, dok iz Kine uvozimo 12%, a iz Turske 5%.

Tabela 25. Spoljna trgovina sa CEFTA zemljama

TRGOVINSKI PARTNERI	UVOZ				IZVOZ				TRGOVINSKI BILANS			
	2023	%	2024	%	2023	%	2024	%	2023	%	2024	%
CEFTA	991,518	26	1,077,700	26	326,699	48.4	302,918	49	-664,819	21.2	-774,782	22
Albanija	75,743	2	82,484	2	22,344	3.3	29,347	5	-53,399	1.7	-53,137	2
Bosna i Hercegovina	184,550	4.8	215,244	5	75,513	11.2	45,186	7	-109,037	3.5	-170,057	5
Moldavija	645	0.02	1,945	0.05	68	0.01	109	0.02	-577	0	-1,836	0.1
Sjeverna Makedonija	37,376	1	41,879	1	11,792	1.7	12,240	2	-25,584	0.8	-29,639	1
Srbija	661,711	17.4	699,611	17	190,856	28.3	184,534	30	-470,855	15	-515,078	15
Kosovo	31,494	0.8	36,536	1	26,127	3.9	31,502	5	-5,367	0.2	-5,035	0.1

Izvor: Uprava za statistiku, spoljna trgovina, 2025;

Prema podacima Uprave za statistiku u 2024. godini, oko 11% uvoza roba iz EU27 dolazi iz Njemačke, dok je iz Grčke i Hrvatske dolazi po 6% EU27 uvoza. Sa ovim zemljama je i najveći deficit u trgovini, dok su skromni suficiti u trgovini robama ostvareni samo sa Luksemburgom i Letonijom. I pored Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju sa EU, čiji ključni dio predstavlja liberalizacija trgovine⁴²⁵, u periodu 2006. – 2024. nije došlo do značajnijeg rasta izvoza na evropsko tržište. Suprotno očekivanjima, prosjek perioda za EU27 izvoz je 46% u ukupnom robnom izvozu, dok je u 2024. godini svega 29.1%.

⁴²³ Bjelić, P., Dragutinović Mitrović, R. (2012). The Effects of Competing Trade Regimes on Bilateral Trade Flows: Case of Serbia, Proceedings of Rijeka Faculty of Economics - Journal of Economics and Business, vol. 30, no. 2, 2012, 267-294;

⁴²⁴ Važno je navesti da se CEFTA 2006 sporazumom o slobodnoj trgovini u regionu odvija trgovina bez carina. Prvo su protokolom ukinute carine na industrijske proizvode, a od 2014. godine i carine na poljoprivredne proizvode (Zakon o ratifikaciji Sporazuma o izmjeni i pristupanju centralnoevropskom sporazumu o slobodnoj trgovini (Sl. list RCG, br. 18/2007);

⁴²⁵ Sporazumom o stabilizaciji i pridruživanju sa EU, koji je potpisan 15.10.2007. i primjenjuje se u trgovinskom dijelu od 1.1.2008. godine, Crna Gora ima pristup tržištu EU bez carina za sve robe, dok za izvoz vina ima kvotu od 16.000 hl (izvoz vina na tržište EU bez carina do nivoa kvote), kvotu za izvoz 800 t mlade teletine (baby-beef), kao i po 20 t sardina, incuna, pastrmke i krapa. (Zakon o potvrđivanju Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju između Evropskih zajednica i njihovih država članica, sa jedne strane i Crne Gore, sa druge strane, Službeni list Crne Gore – međunarodni ugovor, br. 07/2007);

Najveći uvoz roba ostvaruje se iz Srbije (17%), gdje je i najveći crnogorski izvoz (30%). Iz BiH uvozimo 5%, a u BiH izvozimo 7% crnogorskog izvoza roba. U trgovini sa svim susjedima, Crna Gora ostvaruje robni deficit.

S obzirom na skroman obim robnog izvoza, možemo zaključiti da crnogorska ekonomija **nije** izvozno orjentisana, te da postoje značajni potencijali za rast izvoza, odnosno supstituciju uvoza, te na toj osnovi rast konkurentnosti⁴²⁶ crnogorske ekonomije. Ovu ocjenu možemo potkrijepiti analizom dva aspekta trgovine: strukture robnog izvoza, kao i analize izvoznog potencijala.

3.5.1.1. Struktura robnog izvoza

U 2024. godini, tzv. „*agri-food*“ sektor (prve 24 glave carinske tarife) učestvovao je u ukupnom izvozu sa 16.7%, dok je tzv. nepoljoprivredni, odnosno industrijski sektor, po ovoj klasifikaciji obuhvatao 83.3% izvoza.

U 2024. godini, prema podacima Uprave za statistiku, izvoz od ukupno 615,33 mil € registrovan je u velikom broju sektora, a u tabelarnom pregledu dato je 25 glava carinske tarife (94% robnog izvoza), gdje možemo vidjeti **visoku proizvodnu koncentraciju izvoznih roba (niska diversifikacija izvoza)**. Npr. samo električna energija, pića i proizvodi od aluminijuma čine 40% izvoza. Ako tome dodamo drvo i farmaceutske proizvode, prelazimo 53% ukupnog robnog izvoza.

Tabela 26. Crna Gora, robni izvoz, 2023. godine (CN)

	Glave carinske tarife (kombinovana nomenklatura, CN)	EUR	%
1	27:Mineralna goriva, mineralna ulja i proizvodi njihove destilacije; bitumenozne materije; mineralni voskovi (električna energija)	154,381,430	25.10%
2	22:Pica, alkoholi i sirce	45,186,557	7.35%
3	76:Aluminijum i proizvodi od aluminijuma	44,361,513	7.21%
4	26:Rude, zgure i pepeo	42,413,536	6.90%
5	44:Drvo i proizvodi od drveta;drveni ugalj	41,886,491	6.81%
6	30:Farmaceutski proizvodi	38,767,666	6.30%
7	88:Vazduhoplovi, kosmicke letjelice i njihovi djelovi	38,431,726	6.25%
8	02:Meso i drugi klanicni proizvodi za jelo	32,177,448	5.23%
9	84:Nuklearni reaktori, kotlovi, mašine i mehanicki uredjaji i njihovi djelovi	18,887,027	3.07%
10	87:Vozila, osim željeznickih ili tramvajskih šinskih vozila i njihovi djelovi i pribor	14,652,299	2.38%

426 Bjelić, P. (2015) Building Competitiveness and Increasing Trade Potential in the Western Balkans: Policy Making in Preparing for European Integration. In: Thomas M., Bojicic-Dzelilovic V. (eds) *Public Policy Making in the Western Balkans*. Springer, pp. 68-89. https://doi.org/10.1007/978-94-017-9346-9_4;

11	85:Elektricne mašine i oprema i njihovi djelovi; aparati za snimanje i reprodukciju zvuka;televizijski aparati za snimanje i reprodukciju slike i zvuk,	12,248,114	1.99%
12	73:Proizvodi od gvožđa i celika	9,949,080	1.62%
13	74:Bakar i proizvodi od bakra	9,725,281	1.58%
14	36:Eksplodivi; pirotehnicki proizvodi; šibice; piroforne legure; zapaljivi preparati	9,534,792	1.55%
15	62:Odjeca i pribor za odjecu, osim pletenih ili kukicanih proizvoda	9,492,983	1.54%
16	28:Neorganski hemijski proizvodi; organska ili neorganska jedinjenja plemenitih metala, metala rijetkih zemlji, radioaktivnih elemenata i izotopa	9,034,675	1.47%
17	71:Prirodni ili kultivisani biseri, drago ili poludrago kamenje,plemeniti metali, metali platirani plemenitim metalima, i proizvodi od njih; imitacije nakita; metalni novac	8,791,711	1.43%
18	16:Preradevine od mesa, riba, ljuskara, mekušaca ili ostalih vodenih beskickmenjaka	7,721,810	1.26%
19	89:Brodovi, camci i plovece konstrukcije	5,418,644	0.88%
20	39:Plasticne mase i proizvodi od plasticnih masa	5,109,735	0.83%
21	86:Sinska vozila i njihovi djelovi; željeznicki i tramvajski kolosjecni sklopovi i pribor i njihovi djelovi, mehanicka i elektromehanicka signalna oprema	4,821,980	0.78%
22	07:Povrce, korijenje i krtole za jelo	4,804,900	0.78%
23	08:Voće za jelo, ukljucujuci jezgrasto voce; kore agruma ili dinja i lubenica	3,227,067	0.52%
24	72:Gvožđe i celik	3,178,135	0.52%
25	94:Namještaj, posteljina, madraci, nosaci madraca, jastuci i slicni punjeni proizvodi; lampe i druga svijetleca tijela, montažne zgrade	3,074,542	0.50%
Prikazani robni izvoz (iznos i učešće u ukupnom robnom izvozu)		577,279,144	94%

Izvor: Uprava za statistiku, Izvoz 2024, klasifikacija po kombinovanoj nomenklaturi, CN, <https://monstat.org/cg/page.php?id=1798&pageid=171>

U tabelarni pregled uključeni su i sektori sa učešćem u izvozu ispod 1%, da bi se stekla šira slika o potencijalima izvoza, posebno kada je riječ o sektoru proizvodnje hrane (mesne prerađevine, proizvodnja voća i povrća, i sl.). Interesan je i izvoz kamiona-miksera na tržište EU (Glava 84) koju realizuje kompanija „Euromix-beton“ iz Bara.

Statistička klasifikacija proizvoda prema djelatnosti, skraćeno **CPA** (*Classification of products by activity*), je klasifikacija proizvoda (roba i usluga) u Evropskoj uniji⁴²⁷. Kategorije proizvoda CPA odnose se na ekonomske aktivnosti statističke klasifikacije ekonomskih djelatnosti (NACE sektori privrede). Pomoću korespondentskih tablica možemo podatke o spoljnoj trgovini robama koji su dati po glavama carinske terife (CN – *Combined nomenclature*) prikazati kao trgovinu robama po sektorima ekonomske djelatnosti (CPA)⁴²⁸.

⁴²⁷ <https://ec.europa.eu/eurostat/web/cpa/overview>

⁴²⁸ Za konverziju se koriste "**Korispondentske tablele**" (**correspondence tables**) koje povezuju kodove kombinovane nomenklature - CN kodove (po glavama carinske tarife) sa CPA kodovima, koje su dostupne na sajtu https://showvoc.op.europa.eu/#/datasets/ESTAT_Statistical_classification_of_products_by_activity_2.2_%28CPA_2.2_%29/downloads. Porede se CN kodovi iz diseminacione baze spoljne trgovine sa odgovarajućim CPA kodovima, podaci

Tabela 27. Robni izvoz Crne Gore po CPA klasifikaciji

Trgovinski tok	2015	2024		Izvoz 2024/2015	
	Izvoz	Izvoz	%	Index	p.p.
B - Vađenje ruda i kamena (KD 2010)	20,756,481	54,119,593	8.8%	2.6	2.3%
05. Vađenje uglja	2,107,163	10,752,292	1.7%	5.1	1.1%
06. Vađenje sirove nafte i prirodnog gasa	0		0.0%		0.0%
07. Vađenje ruda metala	16,761,634	42,189,041	6.9%	2.5	1.6%
08. Ostalo rudarstvo	1,887,685	1,178,260	0.2%	0.6	-0.4%
Sektor C - Prerađivačka industrija (KD 2010)	238,158,282	418,601,132	68.1%	1.8	-7.0%
10. Proizvodnja prehrambenih proizvoda	27,417,779	53,574,371	8.7%	2.0	0.1%
11. Proizvodnja pića	21,244,877	45,182,357	7.3%	2.1	0.6%
12. Proizvodnja duvanskih proizvoda	5,373,416	27,929	0.0%	0.0	-1.7%
13. Proizvodnja tekstila	281,255	498,643	0.1%	1.8	0.0%
14. Proizvodnja odjevnih predmeta	966,461	10,855,678	1.8%	11.2	1.5%
15. Proizvodnja kože i predmeta od kože	726,302	2,264,560	0.4%	3.1	0.1%
16. Prerada drveta i proizvodi od drveta, slame	20,577,064	41,910,426	6.8%	2.0	0.3%
17. Proizvodnja papira i proizvoda od papira	2,688,020	2,896,004	0.5%	1.1	-0.4%
18. Štampanje i umnožavanje audio zapisa	0		0.0%		0.0%
19. Proizvodnja koksa i derivata nafte	15,188,662	28,926,161	4.7%	1.9	-0.1%
20. Proizvodnja hemikalija i hemijskih proizvoda	5,703,378	21,121,472	3.4%	3.7	1.6%
21. Proizvodnja osn. farmaceutskih proizvoda i preparata	6,629,755	38,781,424	6.3%	5.8	4.2%
22. Proizvodnja proizvoda od gume i preparata	1,492,806	4,820,404	0.8%	3.2	0.3%
23. Proizvodnja od ostalih nemetalnih minerala	1,047,213	5,484,220	0.9%	5.2	0.6%
24. Proizvodnja osnovnih metala	90,429,086	39,680,668	6.5%	0.4	-22.1%
25. Proizvodnja metalnih proizvoda, osim mašina i uređaja	6,522,674	12,983,028	2.1%	2.0	0.1%
26. Proizvodnja kompjutera, elektronskih i optic.proizvoda	2,248,853	7,549,838	1.2%	3.4	0.5%
27. Proizvodnja električne opreme	2,587,798	8,336,989	1.4%	3.2	0.5%
28. Proizvodnja mašina i opreme na drugom mjestu nepromenute	15,302,621	17,814,186	2.9%	1.2	-1.9%
29. Proizvodnja motornih vozila, prikolica i poluprikolica	3,722,072	14,213,630	2.3%	3.8	1.1%
30. Proizvodnja ostalih saobraćajnih sredstava	5,583,867	49,348,273	8.0%	8.8	6.3%
31. Proizvodnja namještaja	883,218	2,435,066	0.4%	2.8	0.1%
32. Ostale prerađivačke djelatnosti	1,541,106	9,895,807	1.6%	6.4	1.1%
D - Snabdijevanje el.energijom, gasom, parom i klimatizacija	29,675,815	114,680,855	19%	3.9	21.30%
35. Snabdijevanje električnom energijom	29,675,815	114,680,855	19%	3.9	21.30%
E - Snabdijevanje vodom, upravljanje otpadnim vodama, uklanjanje otpada i sl. aktivnosti	11,808,671	20,255,123	3%	1.7	-1.60%
38. Sakupljanje, obrada i odlaganje otpada; ponovno iskorišćavanje	11,808,671	20,255,123	3%	1.7	-1.60%
Ukupno B,C,D,E	300,399,249	607,656,704	98.8%	2.22	4.30%
Svi ostali sektori (A, F-T)	16,772,626	7,385,113	1.2%		
Ukupno Crna Gora	317,171,875	615,041,817	100%	2.13	/

Izvor: Diseminaciona baza spoljne trgovine Uprave za statistiku i korelacione tabele CN_CPA Eurostata, 2025;

Robni izvoz po CPA klasifikaciji najveći je u 2024. godini u sektoru C – prerađivačka industrija (68.1%), zatim u sektoru D – proizvodnja električne energije (19%) i sektoru

po CPA šiframa se agregiraju, pa se dobija struktura spoljne trgovine po sektorima ekonomije. Za analizu koja se sprovodi u 2025. godini, uparaju se CPA 2.2. sa CN 2025.

B – vađenje ruda i kamena – 8.8%, ukupno 98.8% robnog izvoza (sektori B, C, D i E – industrija), dok se na poljoprivredu, šumarstvo i ribarstvo odnosi svega 1.2 % robnog izvoza po ovoj kasifikaciji.

U posmatranom periodu **izvoz prerađivačke industrije (C)** povećan je za blizu 80% u apsolutnoj vrijednosti, ali je u strukturi smanjen za 7% poena, sa 75,1% na 68.1%. U strukturi izvoza, **proizvodnja osnovnih metala (24)** izgubila je svoj ubjedljivi primat (sa 28.6% strukture, na svega 6.5% u 2024.godini). Proizvodnja **prehrambenih proizvoda** postaje prioritetni sektor robnog izvoza, sa 8.7% učešća, kao i **proizvodnja pića** sa 7.3% učešća u robnom izvozu. Proizvodi od **drveta** zastupljeni su sa 6.8%, a poboljšan je izvoz proizvoda **farmaceutске industrije** na 6.5%⁴²⁹. Proizvodnja derivata nafte ostaje na oko 4.7% ukupnog robnog izvoza.

U 2024. godini, u odnosu na 2015. godinu, najpovoljniji **trend u strukturi izvoza** prerađivačke industrije ostvario je relativni rast učešća izvoza u oblasti farmaceutskih proizvoda (rast od 4.2 p.p.), dok je najveće smanjenje u strukturi izvoza u posmatranom periodu registrovano kod izvoza proizvodnje osnovnih metala (-22.2 p.p.), a proizvodnja duvanskih proizvoda je u fazi gašenja, pa samim tim i izvoz ovih proizvoda. U strukturi izvoza, relativno je pala i proizvodnja mašina i opreme (28), za 1.9 p.p. u periodu 2015-2024.

Učešće proizvodnje električne energije raste u strukturi ukupnog izvoza industrije, sa 9,4% u 2015. godini na čak 30,7% u 2022. godini, te 21.30% u 2024. godini. U cjelini, trend rasta izvoza električne energije (značajni izvozni potencijal) istovremeno govori i o **trendu smanjenja izvoznog potencijala prerađivačke industrije**, u odnosu na rast izvoza električne energije. I dalje evidentan nedostatak crnogorske industrije predstavlja odsustvo diverzifikacije, u smislu broja i vrste proizvoda koji se izvoze, kao i broja zemalja u koje se izvozi⁴³⁰.

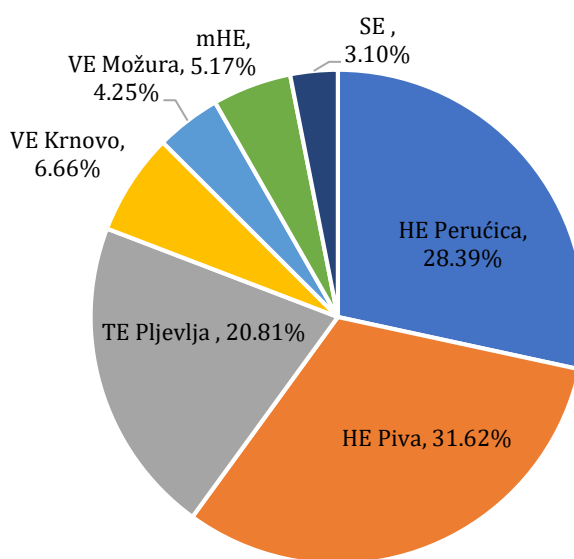
Izvoz električne energije je značajan potencijal rasta robnog izvoza u Crnoj Gori, što se vidi iz navedene analize, kao i rasta proizvodnje iz obnovljivih izvora energije i izgradnje podvodnog kabla Crna Gora – Italija, za izvoz električne energije na tržište EU.

⁴²⁹ Visoko učešće proizvodnje ostalih saobraćajnih sredstava u izvozu, vanredno je visoko u 2024. godini, jer se 50% tog izvoza odnosi na jednokratni izvoz aviona u djelovima iz flote AirMontenegra, dok se preostali dio odnosi na oblast proizvodnje torpeda i dronova (vojna industrija Tara Mojkovac). Podaci Uprave za statistiku, na upit.

⁴³⁰ Vlada Crne Gore (2024). Industrijska politika Crne Gore 2023-2028, str. 28-29.

Proizvodne kapacitete za proizvodnju električne energije u Crnoj Gori u 2024. sa ukupnom instalisanom snagom od 1,081.454 MW, činile su hidroelektrane (HE Piva, HE Perućica i 38 malih hidroelektrana - mHE) sa učešćem od 65,18% (704,904 MW), termoelektrane (TE Pljevlja) sa učešćem od 20,81% (225 MW), vjetroelektrane (VE Krnovo i VE Možura) sa učešćem od 10,91% (118 MW) i solarne elektrane (SE Čevo, SE KAP, SE Voli Trade 1, kao i 4.834 kupca-proizvođača priključena na distributivni sistem) sa učešćem od 3,10% (33,550 MW)⁴³¹.

Grafik 31. Udio proizvodnih objekata u ukupnoj proizvodnji električne energije



Izvor: Regulatorna agencija za energetiku, 2025;

U 2023. godini, u Crnoj Gori proizvedeno je rekordnih 4,046.71 GWh električne energije⁴³², dok je u 2024. godini ostvarena ukupna proizvodnja od 3,449.07 GWh, što predstavlja pad u odnosu na prethodnu godinu zbog slabijih hidroloških prilika i niže proizvodnje TE Pljevlja. TE „Pljevlja“ dominantna je u energetsom miksu i predstavlja 38.8% ukupno ostvarene proizvodnje (iako je u 2024. proizvela ispod desetogodišnjeg prosjeka 2015-2025. od oko 43%). Udio obnovljivih izvora energije i visoko-efikasne kogeneracije u ukupnoj proizvodnji električne energije u 2024. godini iznosio je 61.2%.

⁴³¹ Regulatorna agencija za energetiku i regulisane komunalne djelatnosti (2025). Izvještaj o stanju energetskog sektora Crne Gore za 2024. godinu, str. 33.

⁴³² Regulatorna agencija za energetiku i regulisane komunalne djelatnosti (2024). Izvještaj o stanju energetskog sektora Crne Gore za 2023. godinu, str. 34.

Dvije HE proizvele su 46.4%, sa mHE, ukupno 50.9%; dvije VE proizvele su 8.5%⁴³³, dok se iz solarne energije dobilo svega 1.8%.

Solarna energija - Male solarne elektrane počinju ulaziti u sistem od 2020. godine puštanjem u rad SE „Invicta“ (416 kW). Nakon toga, do kraja 2024. godine u pogon je ušlo još osam fotonaponskih elektrana (SE „DG“, SE „Bar-Kod“, SE „Alliance“, SE „FSCG“, SE „Milenijum“, SE „Čevo“, SE „KAP“ i SE „Voli Trade 1“), čime je ukupna instalisana snaga solarnih elektrana dostigla 9,499 MW. Paralelno, na distributivni sistem je do kraja 2024. godine bilo priključeno 4,833 fotonaponskih sistema u režimu kupca-proizvođača (*prosumer*), ukupne instalisane snage 24,051 MW. Snažan rast broja kupaca-proizvođača rezultat je novih podsticaja u regulativi (neto mjerenje i ukidanje balansne odgovornosti), kao i velikih programa EPCG „Solari 3000+ i 500+“ i „Solari 5000+“, koji su značajno ubrzali ulazak malih solarnih sistema u mrežu⁴³⁴. Međutim, i pored značajnog napretka u pogledu izgradnje malih SE, u Crnoj Gori ne postoji nijedna velika SE priključena na prenosni sistem. Od avgusta 2020. do kraja 2024. CGES je primio 29 zahtjeva za priključenje solarnih elektrana, ukupne zahtijevane instalisane snage 4,151.3 MW. Do kraja 2024. zaključeno je osam ugovora o izgradnji infrastrukture i priključenju, ukupne snage 2,198.5 MW⁴³⁵.

U kontekstu opisane strukture proizvodnje i sve većeg učešća obnovljivih izvora, posebno hidroelektrana, logično je da se oscilacije u spoljnotrgovinskom prometu električne energije kreću u skladu sa godišnjim hidrološkim prilikama.

Periodi snažne proizvodnje donose suficit i visok stepen pokrivenosti uvoza izvozom, dok slabije godine brzo vraćaju trgovinsku bilancu u deficit. Tabela 29 prikazuje ove promjene u periodu 2016–2024, uz jasnu volatilnost izvoza i uvoza u odnosu na uslove proizvodnje.

⁴³³ VE Krnovo je u sistemu od 2017. godine, a VE Možura od 2018. godine.

⁴³⁴ Regulatorna agencija za energetiku i regulisane komunalne djelatnosti (2025). Izvještaj o stanju energetskog sektora Crne Gore za 2024. godinu, str. 24.

⁴³⁵ Regulatorna agencija za energetiku i regulisane komunalne djelatnosti (2025). Izvještaj o stanju energetskog sektora Crne Gore za 2024. godinu, str. 24.

Tabela 28. Neto izvoz i stepen pokrivenosti uvoza izvozom električne energije 2016-2025.

Opis (mil € ili %)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Izvoz Crna Gora	325.8	371.5	400.1	415.5	366.1	438.0	700.3	674.3	615.0
2716: Električna energija	36.9	23.3	51.4	58.4	49.7	64.1	170.2	206.9	114.7
% u strukturi izvoza	11.3	6.3	12.8	14.1	13.6	14.6	24.3	30.7	18.6
Uvoz Crna Gora	2,161.7	2,303.5	2,553.6	2,600.8	2,105.2	2,505.1	3,533.8	3,810	4,077.7
2716: Električna energija	44.8	73.9	61.7	61.7	40.8	70.4	209.5	58.4	89.3
% u strukturi uvoza	0.2	3.2	2.4	2.4	1.9	2.8	5.9	1.5	2.2
Neto izvoz el. energije (mil €)	-7.9	-50.6	-10.3	-3.3	9.0	-6.3	-39.3	148.5	25.4
Stepen pokrivenosti uvoza el. energije izvozom	82%	31%	83%	95%	122%	91%	81%	354%	128%

Izvor: Uprava za statistiku, Spoljna trgovina, 2025

Trgovina električnom energijom u posmatranom periodu uglavnom je bila u deficitu, izuzev 2020. godine, kada je zbog pada potrošnje u pandemiji ostvaren suficit, i 2023. godine, kada je izvoz električne energije dostigao rekordne nivoe i činilo 30,7% ukupnog robnog izvoza. U 2024. godini neto pozicija je ponovo pozitivna (25,4 mil. €), ali znatno niža nego prethodne godine, dok je stepen pokrivenosti uvoza izvozom iznosio 128%.

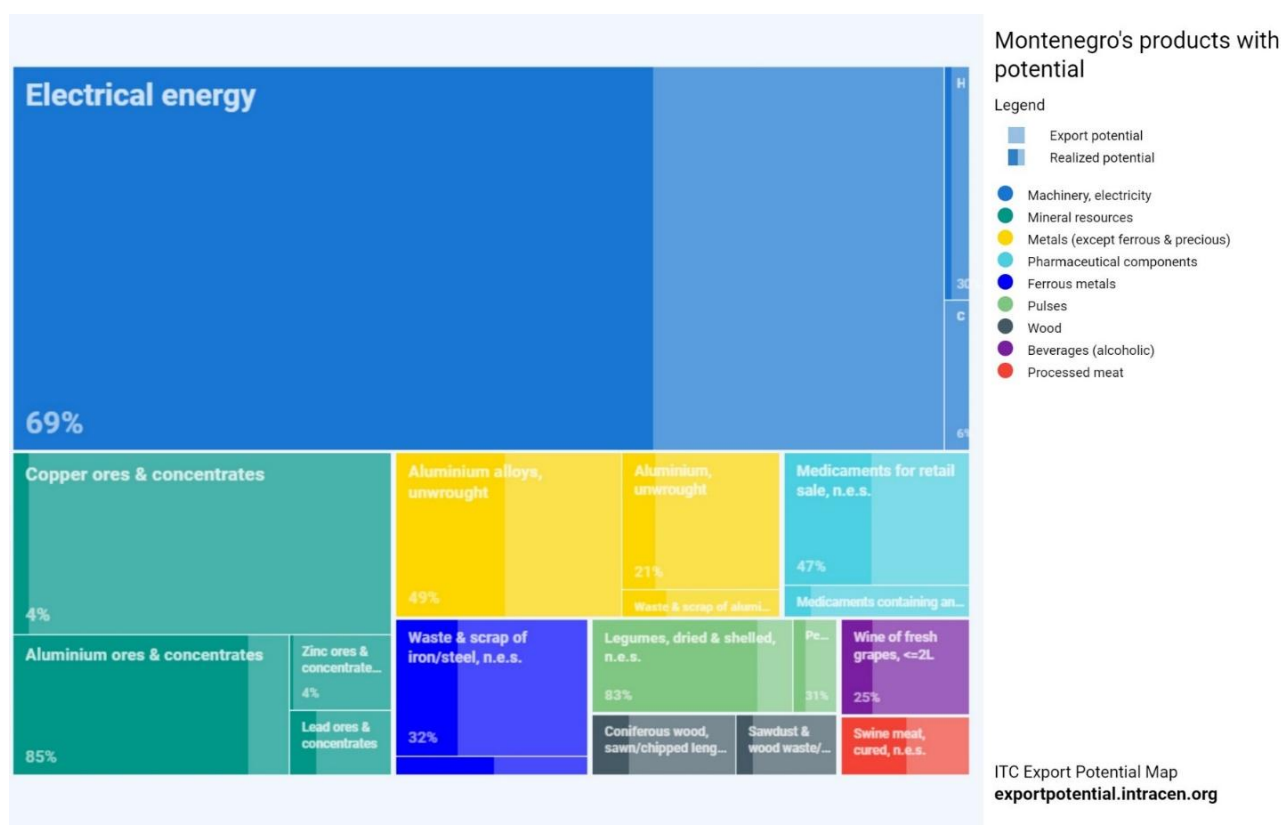
Ovakva kretanja potvrđuju da izvoz električne energije ostaje izrazito sezonski i cikličan segment robnog izvoza, zavisao prije svega od hidroloških uslova i stabilnosti proizvodnje u TE Pljevlja. Ujedno, rastući doprinos vjetroelektrana i početni prodor solarnih kapaciteta donekle ublažavaju godišnje oscilacije, ali još uvijek nijesu dovoljno veliki da dugoročno stabilizuju izvozne viškove. Upravo zato, energetska sektor ima potencijal da bude jedan od ključnih generatora rasta izvoza, ali samo pod uslovom daljeg širenja i diverzifikacije proizvodnih kapaciteta, posebno u segmentu OIE i skladištenja energije.

S obzirom na ovakvu strukturu i volatilnost, neophodno je procijeniti stvarni i održivi izvozni potencijal energetskog sektora u srednjem roku, što je predmet narednog poglavlja.

3.5.1.2. Analiza izvoznog potencijala

Mapa izvoznih potencijala Međunarodnog trgovinskog centra (ITC)⁴³⁶ je alat koji pretvara ekonomsku analizu u praktične informacije o trgovini koristeći ITC metodologiju izvoznog potencijala, koja se zasniva na dekompoziciji potencijalnih izvoznih proizvoda jedne zemlje na osnovu podataka o ponudi, potražnji i lakoći trgovine, odnosno podacima o lakoći pristupu tržištima i razvijenim bilateralnim trgovinskim tokovima). U ovom radu koristimo dostupan alat za analizu izvoznog potencijala preko Indikatora izvoznog potencijala (*export potential indicator*, EPI) za proizvode.

Slika 11. ICT mapa izvoznog potencijala Crne Gore – avgust 2024, 20 proizvoda⁴³⁷



⁴³⁶ International Trade Centre (ITC) je multilateralna agencija osnovana 1964. godine, sa zajedničkim mandatom sa Svjetskom trgovinskom organizacijom i Ujedinjenim nacijama kroz UN trgovinu i razvoj. ITC pruža podršku prilagođenu pojedinim zemljama i klijentima kroz jedinstvene savjetodavne usluge, izgradnju kapaciteta, obuku i mentorstvo, besplatne alate i poslovne podatke, te publikacije specifične za trgovinu. Poboljšava dostupnost i upotrebu dostupnih podataka o trgovini; jača institucije za podršku trgovini; poboljšava politike u korist izvoznih preduzeća; izgrađuje izvozne kapacitete preduzeća da odgovore na tržišne prilike. ITC podržava platforme e-trgovine povezujući MMSP sa globalnim i regionalnim lancima vrijednosti, što je veliki doprinos ekonomskom rastu i smanjenju siromaštva.

437

437 <https://exportpotential.intracore.org/en/products/tree-map?fromMarker=i&exporter=499&toMarker=w&market=w&whatMarker=k>

Po analizi ITC-a, najveći izvozni potencijal u Crnoj Gori ima proizvodnja električne energije, gdje bilježimo rastući trend, kao i promjenu strukture proizvodnje električne energije u korist obnovljivih izvora energije (hidro potencijal, solarna energija i vjetroelektrane). Potencijal je značajan i u oblasti proizvodnje bakra, aluminijuma, prerađevina od aluminijuma, kao i ostataka željeza i čelika. Slijedi farmaceutuska industrija, tek onda određeni proizvodi povrća, vino, neobrađeno drvo i proizvodi od sušenog svinjskog mesa. Industrija piva je tek na 25. mjestu. Navedeni grafički prikaz možemo dati i tabelarno.

Tabela 29. ICT Indikator izvoznog potencijala, Crna Gora, 20 proizvoda

	Proizvod / grupa proizvoda		% već realizovanog izvoza u odnosu na projektovani mogući izvoz u 2028. godini	Nerealizovani izvoz – izvozni potencijal (EPI)
1	Električna energija	<i>Electrical energy</i>	69%	31%
2	Rude i koncentрати bakra	<i>Copper ores & concentrates</i>	4%	96%
3	Aluminijske rude i koncentрати	<i>Aluminium ores & concentrates</i>	49%	51%
4	Legure aluminijuma, neobrađene	<i>Aluminium alloys, unwrought</i>	21%	79%
5	Otpaci i ostaci željeza/čelika	<i>Waste & scrap of iron/steel</i>	32%	68%
6	Lijekovi za maloprodaju	<i>Medicaments for retail sale,</i>	47%	53%
7	Aluminijum, neobrađen	<i>Aluminium, unwrought</i>	85%	15%
8	Mahunarke, sušene i oljuštene	<i>Legumes, dried & shelled</i>	83%	17%
9	Vino od svježeg grožđa, <=2L	<i>Wine of fresh grapes, <=2L</i>	25%	75%
10	Drvo četinarara, piljeno/cjepano po dužini, >6 mm	<i>Coniferous wood, sawn/chipped lengthwise, >6 mm</i>	25%	75%
11	Svinjsko meso, sušeno	<i>Swine meat, cured, n.e.s.</i>	52%	48%
12	Cinkove rude i koncentрати	<i>Zinc ores & concentrates</i>	4%	96%
13	Rude i koncentрати olova	<i>Lead ores & concentrates</i>	26%	74%
14	Piljevina i drveni otpad/ostaci	<i>Sawdust & wood waste/scrap</i>	18%	82%
15	Lijekovi koji sadrže antibiotike za prodaju na malo	<i>Medicaments containing antibiotics, for retail sale</i>	15%	85%
16	Kućišta za strojeve	<i>Housings for machinery</i>	30%	70%
17	Otpaci i ostaci aluminijuma	<i>Waste & scrap of aluminium</i>	30%	70%
18	Grašak "Pisum sativum", sušen i oljušten	<i>Peas "Pisum sativum", dried & shelled</i>	31%	69%
19	Mješalice za beton/malter - mikseri	<i>Concrete/mortar mixers</i>	5%	95%
20	Šipke i šipke od legiranog čelika, kovane	<i>Bars & rods of alloy steel, forged</i>	50%	50%

Izvor: kompilacija autora;

Potencijal ima i proizvodnja i izvoza ruda olova i cinka. Značajan potencijal rasta izvoza ima i izvoz mješalica za beton (malter mikseri). Kao što je prethodno navedeno, industrija piva nalazi se tek u prvih 25 grupa proizvoda, zajedno sa potencijalom rasta izvoza zamrznutog voća, posebno borovnica i malina.

Pored fokusa na rast potencijala izvoza, **podrška proizvodnji** kroz različite povoljnije aranžmane pristupa finansijskim sredstvima je istovremeno i podrška **supstituciji uvoza**. Navedeno posebno dobija na težini na primjeru crnogorske ekonomije, gdje je tokom turističke sezone povećana potrošnja, koja nadalje uzrokuje uvoz svih vrsta roba, što donosi i oštru konkurenciju postojećoj, domaćoj ponudi roba. Ovakva sezonalnost može uticati na preferencije potrošača zbog nedovoljne domaće proizvodnje što stvara dodatni pritisak na robni deficit. U istraživanju⁴³⁸ je i potvrđena ova veza, gdje je prikazano da je koeficijent korelacije između uvoza prehrambenih proizvoda i broja dolazaka stranih turista 0,65, dok je taj koeficijent 0,6 kad se posmatraju uvoz prehrambenih proizvoda i broj noćenja inostranih turista. Dodatno, zabilježen je i negativan trend povećane uvozne zavisnosti lične potrošnje hrane stanovništva u periodu 2017-2022, sa 80,1% na 88,1%.

Tako je npr. Crna Gora u 2023. godini **uvezla 850 mil € hrane i pića** (25% robnog uvoza). Nadalje, samo trećina mesa (36%) u Crnoj Gori je iz domaće proizvodnje. Dodatno, niska je samodovoljnost prema mnogim važnim kategorijama prehrambenih proizvoda čiji uvoz može biti supstituisan :

- Pšenica i proizvodi – 2,4%; Kukuruz i proizvodi – 6,7%;
- Svinjsko meso – 12,1%;
- Jabuke i proizvodi – 12,7%;
- Paradajz i proizvodi – 12,7%;
- Luk - 20%;
- Živinsko meso – 40%;
- Goveđe meso – 50%;
- Jaja – 71,4%⁴³⁹.

⁴³⁸ Institute for Strategic Studies and Prognosis (2024). Regional Food and Energy Trade: Evidence from Western Balkans region and Montenegro, ISSP, Podgorica; <https://issp.me/en/publications/download-publication/125?lang=en>

⁴³⁹ Vlada Crne Gore (2023). Strategija razvoja poljoprivrede i ruralnih područja 2023-2028.

S obzirom na nivo konkurentnosti naše ekonomije i nisku izvoznu orijentaciju, spoljnotrgovinska razmjena značajno bi trebala da se unapređuje, posebno kad je u pitanju trgovina sa zemljama regiona⁴⁴⁰, sa kojima bilježimo trgovinski deficit. Mnoge necarinske barijere trgovini⁴⁴¹ postepeno se ukidaju sa primjenom WTO sporazuma o trgovinskim olakšicama, kroz poseban protokol CEFTA 2006 sporazuma, koji integracijski ide i dalje od samih WTO standarda⁴⁴². U prilog navedenom svjedoči i sljedeći tabelarni pregled – prikaz glavnih izvoznih i uvoznih proizvoda prehrambene industrije u trgovini Crne Gore sa regionom.

Tabela 30. Prikaz glavnih izvoznih i uvoznih proizvoda prehrambene industrije - region

Trgovinski partner	Glavni izvozni proizvodi	Glavni uvozni proizvodi
Albanija	Proizvodi mlinske industrije, ostaci prehrambene industrije, pića: pivo, vino	Povrće (paradajz, krastavci, ostalo povrće), voće, Jezgrasto voće, dinje, lubenice, agrumi...
Bosna i Hercegovina	Meso, prerađevine od mesa, pivo, vino, povrće	Meso i prerađevine od mesa Mlijeko i proizvodi od mlijeka (17 mil.eur god.) Proizvodi mlinske industrije, brašno Kakao i proizvodi, proizvodi na bazi žitarica Mineralna voda
Kosovo	Meso, prerađevine od mesa Kafa, proizvodi na bazi žitarica, Pivo, vino	Proizvodi na bazi žitarica; Voda; povrće;
Sjeverna Makedonija	Meso, prerađevine od mesa Proizvodi na bazi žitarica	Voće (svježe i suvo); Prerađevine od mesa; Proizvodi na bazi žitarica; Proizvodi od povrća i voca, grožđe; vino;
Srbija	Meso i jestivi klanični proizvodi Vino, voće, Kakao i proizvodi od kakaoa	Žive životinje, meso i jestivi klanični proizvodi; Mlijeko i proizvodi od mlijeka (18 mil.); Povrće, voće, Žitarice; Proizvodi mlinske industrije; Masnoće i ulja; Prerađevine od mesa; Pića (voda 22 mil. euro, vino, pivo); Preparati za ishranu životinja; Duvan

Izvor: Uprava za statistiku, 2024;

U skladu sa prethodno navedenim, kada je u pitanju Crna Gora, ističemo da je neophodno **podržavati proizvodnju za izvoz, kao i supstituciju uvoza** sa ovih tržišta. Neophodnost podržavanja proizvodnje za izvoz, a posebno podrška supstitucije uvoza sa

⁴⁴⁰ Dragutinović Mitrović, R. Predrag B. (2015). Trade regimes and bilateral trade in the EU enlargement process: Focus on the Western Balkans, *Acta Oeconomica*, Vol. 65, Issue 2, 249-270; DOI: <https://doi.org/10.1556/032.65.2015.2.4>;

⁴⁴¹ Opširnije u : Bjelić, P. (2004). Necarinske barijere u međunarodnoj trgovini, Prometej, Beograd;

⁴⁴² Bjelić, P. (2018). Trade facilitation in the Central European Free Trade Agreement (CEFTA): an imperative to boost intra-regional trade. In UNCTAD Transport and Trade Facilitation Newsletter (Vol. 18).

ovih tržišta veoma je važna, posebno imajući u vidu da su se strategije supstitucije uvoza pokazale uspješnim prvenstveno u sektoru prehrambenih proizvoda.⁴⁴³ Riječ je o realizaciji domaćih proizvoda kroz turizam, tzv. indirektni izvoz.

Važno je istovremeno napomenuti, da se značajni potencijali rasta izvoza u oblasti **vađenja ruda** ne mogu projektovati na primjeru Crne Gore, jer su od nekih djelatnosti, u međuvremenu, odustalo, kao što je npr. proizvodnja olova i cinka u Mojkovcu, kao i eksploatacija kamena na više lokacija, iz razloga očuvanja životne sredine.

U dijalogu o razvojnom okviru za naredni srednjoročni period, sve su snažniji stavovi u prilog **zelenom razvoju**, koji stavlja snažniji fokus na očuvanje prostora i zaštitu životne sredine. Preovlađuju stavovi da Crnoj Gori kao turističkoj destinaciji i deklarisanom ekološkoj državi nije neophodna izvozno-orjentisana industrija koja stavlja veliki pritisak na životnu sredinu. Štaviše, razvoj baziran na turizmu kroz prizmu ekološke države i netaknute prirode i razvoj baziran na industriji u užem smislu nalaze se u svojevrsnoj koliziji. Ipak, u dijalogu o razvojnoj politici potrebno je napraviti **balans** između ostvarivanja ciljeva ekonomskog, društvenog i ekološkog aspekta razvoja, u smislu očuvanja neopodnog nivoa proizvodnih djelatnosti, a uz zaštitu životne sredine, čime se doprinosi i održivom razvoju, ali i rastu konkurentnosti, te smanjenju izloženosti eksternim šokovima.

3.5.2. Olakšavanje pristupa finansijama za izvozno orjentisana preduzeća

Neoklasične teorije međunarodne trgovine svoj analitički fokus u najvećoj mjeri zadržavaju na poređenju direktnih troškova proizvodnje, transporta, logistike i distribucije. Nasuprot tome, moderne teorije međunarodne trgovine proširuju fokus analize na faktore kao što su tehnološki jazovi između zemalja, životni ciklus proizvoda, sličnost strukture nacionalnih ekonomija, ekonomija obima i različiti oblici konkurentske prednosti zemalja⁴⁴⁴.

Pored ovih aspekata, izuzetno je važno ne zanemariti i indirektno troškove, među kojima se posebno izdvajaju finansijski troškovi privrede i neproizvodni nameti, poput različitih oblika rente – monopolske, zemljišne i resursne. Drugim riječima, u okviru

⁴⁴³ Oatley, T. (2019). International Political Economy: Sixth Edition. Routledge. pp. 193–197.

⁴⁴⁴ Opširnije u: Bjelić, P. (2018). Međunarodna trgovina, CID, Ekonomski fakultet u Beogradu, 141-176.

teorije međunarodne trgovine, renta se tradicionalno ne uključuje u obračun ukupnih troškova, jer se smatra nezasluženom dobiti odnosno razlikom između tržišne cijene inputa i njihove stvarne cijene koštanja.

Ova dilema vuče korijene još iz klasičnog perioda ekonomske misli, ali u savremenim okolnostima postaje sve relevantnija. Zbog toga bi bilo prikladno u postojeće analitičke modele uključiti i „*teoriju rente*“ o komparativnim nedostacima, kao dopunu standardnim pristupima koje je postavila tradicionalna teorija međunarodne trgovine⁴⁴⁵.

Za sektor malih, mikro i srednjih preduzeća (MMSP) posebno je važan pristup finansijama, ne samo za izvozno orijentisana preduzeća, već i za ona koja se suočavaju sa sve izraženijom konkurencijom na domaćem tržištu, usljed rasta prisustva uvoznih roba.

Niži finansijski troškovi doprinose povećanju konkurentnosti na više nivoa. S jedne strane, postojeća preduzeća dobijaju više resursa za ulaganje u produktivne investicije, dok s druge strane, nova preduzeća dobijaju mogućnost da uđu na tržište zahvaljujući nižim troškovima poslovanja i većoj dostupnosti kredita. Dostupan i povoljan izvor finansiranja omogućava preduzećima lakši početak poslovanja, jer im je inicijalni kapital pristupačniji. Na taj način, privreda u cjelini postaje konkurentnija kroz snižavanje ukupnih troškova poslovanja, među kojima su finansijski troškovi jedan od ključnih elemenata).

Međutim, u današnjem svijetu na servisiranje duga otpada sve veći udio troškova rada i kapitala⁴⁴⁶ što čini privrede opterećene dugom sve manje sposobnim da podstiču rast, razvoj, konkurentnost i posljedičnu izvoznu komponentu.

Dakle, relevantna savremena teorija međunarodne trgovine treba da prepozna sve veći udio koji u ukupnim troškovima zauzimaju razni nameti tzv. FIRE sektora (finansije, osiguranje, nekretnine), odnosno da analizira njihovu dominaciju u komparativnim analizama troškova rada i kapitala.

Problem savremenih teorijskih pravaca ogleda se u tome što oni često ne uzimaju u obzir ukupne troškove, kako direktne tako i indirektne, te što se kao peti faktor produktivnosti – pored rada, zemlje, preduzetništva i kapitala – ne prepoznaju

⁴⁴⁵ HandWiki. (2022, 14. novembar). Teorija međunarodne trgovine. U Encyclopedia. Preuzeto 23. Juna 2024. sa <https://encyclopedia.pub/entry/34298>;

⁴⁴⁶ Chan T., Dimitrijevic A. (2023). Global Debt Leverage: Is a Great Reset Coming? <https://www.spglobal.com/en/research-insights/featured/special-editorial/look-forward/global-debt-leverage-is-a-great-reset-coming>;

subvencionisane javne usluge, iako one snižavaju troškove privrede i značajno povećavaju njenu međunarodnu i domaću konkurentnost.

Dostupnost i povoljni uslovi kreditiranja putem subvencionisanih kreditnih sredstava predstavljaju krucijalan faktor za razvoj izvozne komponente, naročito u Crnoj Gori, koja je značajno opterećena spoljnotrgovinskim neravnotežama.

Što se tiče uticaja Svjetske banke (SB) i Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) na razvoj međunarodne trgovine, kao i njihovog šireg uticaja na platno-bilansne neravnoteže, fokus njihovih aktivnosti uglavnom je bio usmjeren na podsticanje industrijalizacije i jačanje izvozne komponente nacionalne privrede⁴⁴⁷.

Međutim, kako je već prethodno istaknuto, u Crnoj Gori je jednako važna, ako ne i važnija, „domaća“ konkurentnost, odnosno rast plasmana na sopstvenom tržištu. Zemlja trenutno nema razvijene sektore sa izraženim izvoznim potencijalom, koji bi se odlikovali većom dodatnom vrijednošću, višim stepenom prerade i značajnijim obimom proizvodnje koji bi garantovali održive isporuke.

Samim tim, Crna Gora još uvijek nema jasno definisanu strategiju podsticanja izvoza niti efikasnu politiku supstitucije uvoza. Iz tih razloga, ključno je jačati unutrašnju konkurentnost, kako bi se podstakao tzv. „nevidljivi izvoz“ u okviru strateškog sektora turizma, koji prema procjenama Svjetske organizacije za turizam i putovanja (WTTC) učestvuje sa do jedne trećine u BDP-u⁴⁴⁸. Pored toga, potrebno je dodatno razvijati politike supstitucije uvoza, naročito u sektoru prehrambenih proizvoda.

Anketa Svjetske banke iz 2017. godine pokazala je da razvojne banke imaju izuzetno važnu ulogu u finansiranju međunarodne trgovine. Prema rezultatima istraživanja, 76% ispitanih institucija navelo je da pruža izvozno kreditiranje, 70% da obezbjeđuje izvozne garancije, dok 62% nudi i uvozne kredite. Dodatno, 44% razvojnih banaka pruža kreditno-izvozne garancije, poput onih koje nude Kreditno-garantna korporacija Malezije i Banco de Desarrollo de El Salvador.

⁴⁴⁷ Öztürk, H., Gültekin-Karakaş, D., & Hisarciklilar, M. (2010). The role of development banking in promoting industrialization in Turkey. *Region et Developpement*, 32, 153-178. <http://region-developpement.univ-tln.fr/en/pdf/R32/%5B6%5D%20Ozturk.pdf>; Olowanoni P.A. (2020). The role of Development Finance Institutions in promoting Industrialization and Import Substitution in Nigeria (<https://www.linkedin.com/pulse/role-development-finance-institutions-promoting-import-olowononi>)

⁴⁴⁸ Prema podacima WTTC-a turizam kreira 29,1% BDP-a i kreira 22,1% zaposlenosti u 2024. godini (World Tourism and Travel Centre, WTTC, 2025, Montenegro, Factheet 2024; - https://cdn.prod.website-files.com/6329bc97af73223b575983ac/662f9ccdfb57c592f9fda005_Montenegro2024_.pdf); A prema podacima S&P, turizam u Crnoj Gori čini 27% nominalnog BDP-a u 2022. godini bez indirektnih efekata, sa kojima se ovo učešće povećava na jednu trećinu (S&P Montenegro autumn report 2023);

U tom kontekstu, Investiciono-razvojni fond (IRF) je u procesu uspostavljanja ovakvog tipa aktivnosti, čime će postati jedina i pionirska finansijska institucija u Crnoj Gori koja nudi ovu vrstu specifičnih finansijskih usluga zainteresovanim subjektima.

3.5.3. Podrška IRF-a za rast konkurentnosti i za izvozno orjentisana preduzeća

a) Instrumenti za promociju izvoza

Pored direktne finansijske pomoći za promociju izvoza i supstituciju uvoza, IRF je u dosadašnjem poslovanju pružao svojim klijentima i nefinansijsku pomoć u smislu učešća na sajmovima, simpozijumima i sličnim manifestacijama, ali i kroz povezivanje sa potencijalnim klijentima iz inostranstva.

Što se tiče kreditne podrške, IRF je u periodu 2017-2022 pružao izvozne kredite kroz „Program podsticanja konkurentnosti crnogorskih proizvoda/usluga na drugim tržištima“, čime je doprinio jačanju izvozne komponente domaćih preduzeća.

Iako IRF trenutno nema aktivnu posebnu kreditnu liniju namijenjenu isključivo za finansiranje izvoza, usljed procesa konsolidacije postojećih kreditnih linija, kreditna podrška izvoznim aktivnostima se i dalje realizuje kroz druge programske linije. Na ovaj način se obezbjeđuje kontinuitet podrške izvoznicima, naročito onima koji doprinose povećanju konkurentnosti i diverzifikaciji crnogorskog izvoza.

Takođe, IRF kroz postojeće kreditne linije omogućava refinansiranje postojećih obaveza izvoznika i obrtna sredstva za pripremu izvoza, čime se zadržava funkcionalna podrška izvoznim aktivnostima i u odsustvu posebne kreditne linije.

b) Podrška IRF-a direktnom izvozu i supstituciji uvoza (poljoprivreda), kao i „nevidljivom“ odnosno indirektnom izvozu (turizam)

Na osnovu podataka o kompanijama izvoznicima za 2020. godinu, koje pokrivaju oko 87% ukupnog robnog izvoza Crne Gore, Investiciono-razvojni fond (IRF) je do kraja 2024. godine kreditno podržao ove subjekte sa gotovo 91 miliona eura kroz ukupno 80 kreditnih aranžmana.

Do kraja 2020. godine, ukupan iznos podrške iznosio je oko 34,9 miliona eura, realizovan kroz 58 kreditnih aranžmana.

Posebno se izdvaja podrška najvećem crnogorskom izvoznom preduzeću, kojem je IRF ukupno plasirao 40 miliona eura kroz dva kreditna aranžmana namijenjena realizaciji velikog nacionalnog programa izgradnje mini fotonaponskih (PVE) elektrana na krovovima stambeno-poslovnih objekata.

Crna Gora, kao turistička država bazirana na ekologiji i zaštiti životne sredine, nije predviđela svojim strateškim dokumentima razvoj teške industrije, koja je u periodu bivše SFRJ predstavljala okosnicu privrednog rasta i razvoja. Umjesto toga, ekonomski model zemlje usmjeren je na održivi razvoj zasnovan na turizmu, kao sektoru koji omogućava očuvanje prirodnih resursa uz istovremeno generisanje značajnih prihoda.

Kao turistička država, posjetilac dolaskom u Crnu Goru koristi usluge smještaja, prehrane i pića, kao i čitav niz povezanih djelatnosti koje zajedno čine turističku uslugu i predstavljaju važan segment tzv. „*nevidljivog izvoza*“.

Turizam ima značajan uticaj na različite sektore privrede, koji se često nazivaju „*lanac vrijednosti turizma*“ (*tourism value chain*). U pitanju su sljedeće aktivnosti:

- **Smještajni kapaciteti i ugostiteljske usluge:** Ovaj sektor uključuje hotele, odmarališta, hostele, iznajmljivanje za odmor i druge opcije smještaja. Turizam podstiče potražnju za smještajem, što dovodi do ulaganja u izgradnju i održavanje takvih objekata.
- **Hrana i piće u širem smislu:** Usluge hrane i pića, zajedno sa smještajem, čine okosnicu turističke usluge u užem smislu. Restorani, kafići, barovi, proizvođači i prodavci prehrambenih proizvoda imaju koristi od turizma, jer su putnicima potrebna mjesta za večeru i uživanje u autentičnoj lokalnoj kuhinji.
- **Transport (dolasci, odlasci, izleti):** Turizam se u velikoj mjeri oslanja na usluge transporta, uključujući avio-kompanije, željeznice, krstarenja, kompanije za iznajmljivanje automobila i javni prevoz. Potražnja za uslugama prevoza značajno raste kako se turisti kreću ka i unutar destinacije.
- **Zabava i atraktivni sadržaji tokom turističkog boravka:** Turisti često traže zabavu i atrakcije, kao što su tematski parkovi, muzeji, pozorišta i rekreativne aktivnosti. Ovi sektori dinamično napreduju kako turizam, kao strateška industrija, raste.

- **Maloprodaja:** Prodavnice suvenira, butici i prodavnice koje prodaju odjeću, nakit i drugu robu evidentno imaju koristi od turizma, jer putnici kupuju, ne samo poklone i uspomene, već i odjevne predmete, kao i druge potrepštine, tokom boravka u zemlji.
- **Tur-operatori i turističke agencije:** Ovi poslovi olakšavaju planiranje putovanja, rezervacije i organizovanje tura i aktivnosti za turiste. Razvija se posebna grana tzv. MICE turizma (organizacija različitih sastanaka – *meetings*, realizacija nagradnih putovanja – *incentives*, organizacija konferencija – *conferences*, odnosno kongresni turizam, kao i organizacija različitih izložbi – *exhibitions*).
- **Kulturno nasleđe i očuvanje kulturne raznolikosti:** Turizam može doprinjeti očuvanju i održavanju istorijskih i kulturnih mjesta, jer ove lokacije privlače posjetioce i stvaraju prihode za napore restauracije. Očuvanje kulturne baštine se stavlja i u funkciju razvoja turističke industrije i promociju zemlje kao turističke destinacije.
- **Saobraćajna infrastruktura:** Ulaganja u saobraćajnu infrastrukturu, kao što su aerodromi, putevi i sistemi javnog prevoza, često se planiraju i realizuju, kako bi se zadovoljile potrebe rastućeg broja turista, koji sve više traže organizaciju boravka koja uključuje i više turističkih destinacija koje se posjećuju u okviru turističkog aranžmana.
- **Očuvanje životne sredine:** Prakse održivog turizma i eko-turizam mogu podržati napore očuvanja životne sredine, promovišući odgovorne i ekološki prihvatljive turističke aktivnosti.
- **Lokalne zajednice:** Turizam može imati direktan i prvenstveno pozitivan uticaj na lokalne zajednice, kroz otvaranje radnih mjesta, rast lokalnih javnih prihoda i mogućnosti za kulturnu razmjenu. Međutim, to takođe može dovesti do problema kao što su prekomjerni turizam u kratkoj sezoni, te raseljavanje lokalnog stanovništva.

- **Obrazovanje i obuka:** Kako turistička industrija raste, sve je veća potražnja za kvalifikovanom radnom snagom. Ovo podstiče ulaganja u programe obrazovanja i obuke koji se odnose na ugostiteljstvo, menadžment u turizmu i srodnim oblastima.
- **Zdravstvena njega i wellness:** Ovaj turistički proizvod sve je traženiji, odnosno raste broj turista koji traže zdravstvene i velnes usluge tokom svojih putovanja, uključujući spa tretmane, medicinski turizam i velnes odmore.
- **Informaciona i komunikaciona tehnologija:** Turistička industrija se oslanja na savremene tehnologije, posebno kada su u pitanju marketing i različite promotivne aktivnosti na društvenim mrežama, zatim onlajn rezervacije i slično, što sve uključuje intenzivnu i dvosmjernu komunikaciju sa turistima. Ulaganja u IT infrastrukturu i usluge su neophodna u savremenoj turističkoj industriji.
- **Bezbjednost:** Obezbeđivanje bezbjednosti turista je poseban prioritet, što dovodi do ulaganja u nove propise u skladu sa evropskim standardima bezbjednosti, jačanje hitnih službi i druge bezbjednosne mjere.

Turizam može značajno doprinijeti ekonomskom razvoju zemlje ili regiona, ali istovremeno zahtijeva pažljivo planiranje i upravljanje kako bi se ublažili negativni uticaji i obezbijedila dugoročna održivost sektora. Prakse održivog turizma imaju za cilj da usklade ekonomske koristi od turističkih aktivnosti sa društvenim i ekološkim aspektima razvoja.

Shodno tome, komparativna prednost Crne Gore leži u ulaganjima u turizam i povezane djelatnosti, posebno u poljoprivredu kao srodnu i komplementarnu granu. To uključuje i ulaganja u organsku poljoprivrednu proizvodnju, budući da je crnogorsko zemljište u velikoj mjeri nezagađeno, prvenstveno zbog manje upotrebe vještačkih đubriva po hektaru obradive površine. I ovdje ističemo potencijale plasmana poljoprivrednih proizvoda kroz turizam odnosno indirektni izvoz.

Kada su u pitanju poljoprivredno-prehrambeni proizvodi, **pokrivenost uvoza izvozom** iznosi samo 10,8% u 2024. godini⁴⁴⁹ uz negativan trend koji se nastavlja, osim u godini pandemije COVID-19.

Supstitucija uvoza je strategija za smanjenje zavisnosti zemlje od inostranih tržišta kroz lokalnu proizvodnju dobara, posebno osnovnih potrepština. Kada je riječ o podršci IRF-a ovim djelatnostima, postoje i proizvodi gdje se **smanjuje uvoz**, odnosno gdje značajno raste domaća proizvodnja, kao što je slučaj sa proizvodnjom i obimnim uvozom jaja, gdje je IRF imao značajnu ulogu kreditirajući velike proizvođače u prethodnim godinama, poput kompanije „Agromont“.

Analogno prethodno navedenom, IRF-ov doprinos nevidljivom izvozu i supstituciji izvoza možemo analizirati kroz prikaz IRF-ovog doprinosa sljedećim ekonomskim aktivnostima⁴⁵⁰:

- sektor A – Poljoprivreda, Šumarstvo i Ribarstvo i
- sektor I – usluge smještaja i ishrane.

Kao što je prikazano na narednoj tabeli, od ukupne kreditne podrške, ne računajući faktoring finansiranje, IRF je u periodu 2010-2023. godine 17,1% opredijelio za sektore poljoprivrede i proizvodnje hrane, 24,3% odnosno gotovo ¼ za turizam, što ukupno čini 41,4% ukupne podrške za ove krucijalne grane privrede Crne Gore.

Tabela 31. Podrška IRF poljoprivredi i proizvodnji hrane, i turizmu u Crnoj Gori 2010-2024.

	Djelatnost	Iznos (000 000 EUR)
1.	Podrška poljoprivredi i proizvodnji hrane	165,2
2.	Podrška pružanju usluga smještaja i ishrane (turizam)	290
	Ukupno	455,2

Izvor: interna dokumentacija IRF-a, 2025;

Podrška IRF-a ovim strateškim sektorima u smislu platno-bilansne ravnoteže je veća u odnosu na prosjek BDP-a koji otpada na ove sektore, pogotovo u sektoru poljoprivrede (10% veća podrška u odnosu na iznos BDP-a).

⁴⁴⁹ Monstat, Spoljna trgovina, 2025 ;

⁴⁵⁰ <https://nacev2.com/en> ;

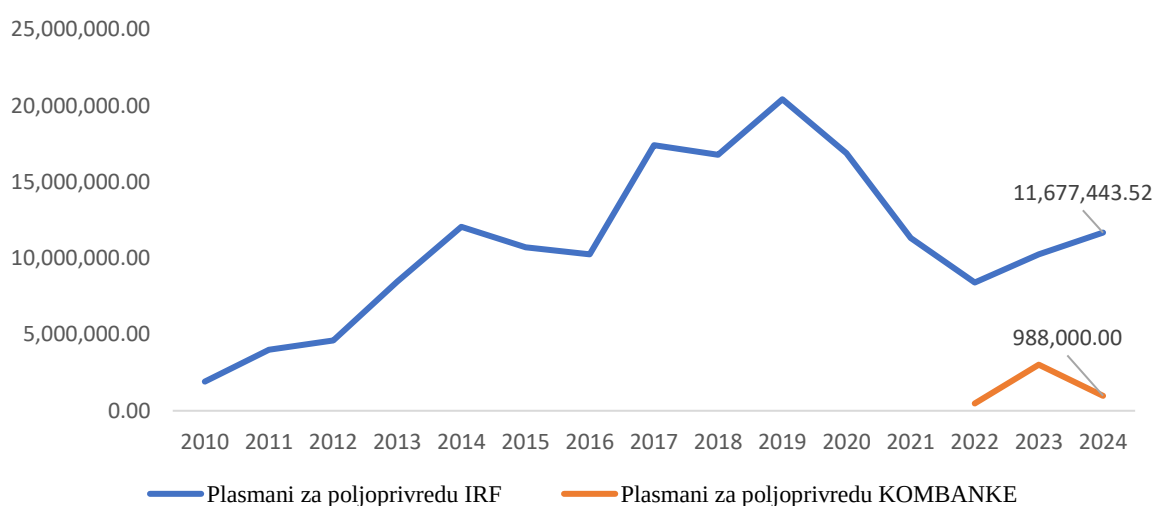
Na narednoj tabeli i grafiku se može vidjeti da je IRF do 2023. godine bio jedina finansijska institucija koja je podržavala poljoprivrednike, ali i uloga IRF-a kao nacionalne RB / RFI u dodatnosti, kao i u kreditnom signaliziranju, koja je usloвила da i banke započnu pružati podršku grani poljoprivrede, koja se počinje evidentirati u 2022. godini.

Tabela 32. Plasmani u poljoprivredi 2010-2023. godine (kombanke)

Godina	Plasmani za poljoprivredu	
	IRF	KOMBANKE
2010	1,913,116.24	
2011	4,008,002.10	
2012	4,609,068.96	
2013	8,471,682.60	
2014	12,064,121.72	
2015	10,710,353.97	
2016	10,246,542.90	
2017	17,416,256.57	
2018	16,776,632.22	
2019	20,423,552.14	
2020	16,880,738.18	
2021	11,317,374.47	
2022	8,413,662.02	480,000.00
2023	10,253,837.44	3,022,000.00
2024	11,677,443.52	988,000.00

Izvor: IRF, CBCG;

Grafik 32. Plasmani poljoprivredi i proizvodnji hrane u Crnoj Gori 2010- 2024.



Izvor: CBCG, IRF;

IRF je jedina finansijska institucija koja je podržavala programe razvoja poljoprivrede kao što su MIDAS ili IPARD, kao i vladine inicijative otkupa poljoprivrednih viškova, itd. Tek poslednjih godina, dijelom se uključuju komercijalne banke.

c) Indirektna podrška izvozu - Podrška konkurentnosti kompanija kroz smanjenje transfernih troškova

Podrška konkurentnosti privrede kroz smanjenje finansijskih troškova poslovanja, može se aproksimativno sagledati kroz Godišnje izvještaje o dodijeljenoj državnoj pomoći IRF-a⁴⁵¹. Ipak, ova aproksimacija nije u potpunosti precizna, budući da je metodološki okvir za obračun državne pomoći bio neadekvatan sve do donošenja Uputstva o načinu izračunavanja ekvivalenta subvencije i kamatne stope povraćaja.⁴⁵² Podaci za period 2010-2024. dati su u narednoj tabeli.

Tabela 33. Indirektna podrška izvozu IRF-a - Podrška konkurentnosti kompanija kroz smanjenje transfernih troškova

Godina	Državna pomoć - subvencija KS
2010	852,174.96
2011	1,365,736.60
2012	1,431,989.06
2013	3,497,732.83
2014	4,960,027.54
2015	8,173,447.09
2016	8,395,790.40
2017	10,842,537.00
2018	9,354,119.00
2019	8,850,618.00
2020	5,756,733.80
2021	2,315,083.00
2022	1,628,156.00
2023	281,140.95
2024	1.025.027,04
Total	67,705,286.23

Izvor: Agencija za zaštitu konkurencije, godišnji izvještaji o dodijeljenoj državnoj pomoći, IRF;

⁴⁵¹ <https://azzk.me/godisnji-izvjestaji-dp/> ;

⁴⁵² Službeni list Crne Gore 130/22 od 01.12.2022. godine.

Procijenjena vrijednost državne pomoći usmjerene na povećanje konkurentnosti preduzeća, koja indirektno doprinosi oslobađanju izvoznog potencijala IRF-a, iznosi 67,7 miliona eura za period 2010–2024.

Međutim, ovo predstavlja samo direktni uticaj na povećanje konkurentnosti koji se odnosi na klijente IRF-a. Podjednako značajan je i indirektni uticaj, koji se ogleda u smanjenju prosječne ponderisane aktivne kamatne stope prema sektoru privrede u Crnoj Gori, produženju grejs perioda u otplati kredita, povećanju udjela fiksnih kamatnih stopa, produženju roka otplate i drugih faktora koji zajedno čine kategoriju pristupa finansijama – jednog od ključnih determinanti ukupne konkurentnosti crnogorske privrede.

U cjelini posmatrano, aktivnosti IRF-a kroz direktne i indirektne instrumente podrške značajno doprinose poboljšanju uslova finansiranja privrede, posebno u dijelu smanjenja troškova kapitala i povećanja dostupnosti finansijskih izvora. Ovakav vid djelovanja ima multiplikativne efekte na konkurentnost i izvoznu sposobnost preduzeća, ali i na stabilnost i efikasnost finansijskog tržišta, što predstavlja osnovu za dalju empirijsku analizu iz narednog poglavlja.

4. REZULTATI EMIRIJSKOG ISTRAŽIVANJA ANALIZE UTICAJA OPERACIJA INVESTICIONO-RAZVOJNOG FONDA NA POBOLJŠANJE EFIKASNOSTI FINANSIJSKOG TRŽIŠTA

4.1. Uvod

Polazeći od teorijskih i institucionalnih nalaza o ulozi razvojnih finansijskih institucija i Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore (IRF) iz prethodnih poglavlja, ovo poglavlje je posvećeno empirijskom istraživanju djelovanja IRF-a u crnogorskom finansijskom sistemu. Fokus je na tome kako IRF, kao razvojna finansijska institucija, utiče na dinamiku razvoja i efikasnost finansijskog sistema putem učestvovanja na tržištu komercijalnih kredita sa komercijalnim privatnim bankama.

Primarno opravdanje za razvojne finansijske institucije leži u njihovoj sposobnosti da tangiraju tržišne neuspjehe u finansijskom sektoru⁴⁵³. Tržišni neuspjesi nastaju kada finansijska tržišta ne uspiju efikasno da alociraju ograničene resurse zbog problema kao što su informaciona asimetrija, visoki transakcioni troškovi ili monopolske prakse⁴⁵⁴. Nudeći dugoročno finansiranje i podržavajući projekte sa visokim društvenim koristima, razvojne finansijske institucije su dizajnirane da popune ove praznine koje privatne finansijske institucije često ostavljaju neriješene⁴⁵⁵.

Štaviše, nekoliko akademskih i politički orijentisanih izvora sugerise da bi se razvojne finansijske institucije trebalo prvenstveno fokusirati na rješavanje tržišnih neuspjeha, a ne na direktnu konkurenciju sa privatnim bankama na širokom tržištu malih i srednjih preduzeća⁴⁵⁶.

⁴⁵³ Stiglitz J.E., Weiss A (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *The American Economic Review*, Vol 71, No. 3, pp. 393–410.

⁴⁵⁴ Yeyati E.L., Micco A., Panizza U., Detragiache E., Repetto A (2007). A Reappraisal of State-Owned Banks, *Economía*, Vol 7, No. 2, pp. 209–259.

⁴⁵⁵ Fernández-Arias E., Hausmann R., Panizza U (2019). Smart development banks, IDB Publications Working Paper No. 9780, Inter-American Development Bank, Washington, D.C.; Thorne J., du Toit C (2009). A macro-framework for successful development banks, *Development Southern Africa*, Vol 26, No. 5, pp. 677–694.

⁴⁵⁶ Rezende F.C. (2018). Financial sustainability and infrastructure finance: The role of development banks, in: Griffith-Jones S., Ocampo J.A. (eds.), *The future of national development banks* (online ed.), Oxford University Press, Oxford; Diamond W., Raghavan V.S. (1982). *Aspects of Development Bank Management*, World Bank Institute (WBI) Development Study, ISBN 0-8018-2572-5.; Thorne J., du Toit C (2009). A macro-framework for successful development banks, *Development Southern Africa*, Vol 26, No. 5, pp. 677–694.; Ratnovski L., Narain A (2007). *Public Financial Institutions in Developed Countries—Organization and Oversight*, IMF Working Paper WP/07/227, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Ključno pitanje u literaturi je **da li razvojne finansijske institucije (RFI) istiskuju kreditiranje privatnog sektora direktnom konkurencijom sa privatnim komercijalnim bankama (PKB)**⁴⁵⁷. Kritičari tvrde da RFI koje nude subvencionisane kredite na tržištima gdje su privatne banke spremne da pozajmljuju mogu potkopati ulogu privatnog sektora i dovesti do pogrešne raspodjele resursa⁴⁵⁸. Tradicionalni stav zagovara da RFI treba da se fokusiraju na dopunjavanje privatnog sektora, a ne na konkurenciju sa njim, čime se izbjegavaju poremećaji na finansijskom tržištu⁴⁵⁹.

Nasuprot tome, zagovornici razvojnih finansijskih institucija tvrde da u nerazvijenim i u finansijskim sistemima u razvoju, razvojne finansijske institucije mogu igrati vitalnu ulogu bez zamjene privatnih banaka, posebno kada se rješavaju nezadovoljene finansijske potrebe koje privatni sektor zanemaruje zbog visoke averzije prema riziku ili nedostatka kapaciteta⁴⁶⁰. Pod određenim uslovima, razvojne finansijske institucije mogu profitabilno poslovati i doprinijeti razvoju finansijskog sistema popunjavanjem praznina i podsticanjem konkurencije⁴⁶¹.

Na malim tržištima koja karakteriše viši nivo koncentracije i nerazvijenim finansijski sistemima, kao što je crnogorsko, RFI mogu igrati značajnu ulogu u poboljšanju efikasnosti finansijskog sistema⁴⁶². Ovi sistemi se često suočavaju sa izazovima kao što su visoke barijere za ulazak, ograničena konkurencija i informaciona asimetrija, što dovodi do monopolskih praksi i visokih kamatnih stopa⁴⁶³. RFI mogu pomoći u smanjenju koncentracije i monopolskog profita podsticanjem konkurencije

⁴⁵⁷Rezende F.C. (2018). Financial sustainability and infrastructure finance: The role of development banks, in: Griffith-Jones S., Ocampo J.A. (eds.), *The future of national development banks* (online ed.), Oxford University Press, Oxford.; Ratnovski L., Narain A (2007). *Public Financial Institutions in Developed Countries—Organization and Oversight*, IMF Working Paper WP/07/227, International Monetary Fund, Washington, D.C.; Thorne J., du Toit C (2009). A macro-framework for successful development banks, *Development Southern Africa*, Vol 26, No. 5, pp. 677–694.;

⁴⁵⁸Scott D.H (2007). Strengthening the governance and performance of state-owned financial institutions, *Policy Research Working Paper No. 4321*, The World Bank, Washington, D.C.

⁴⁵⁹Thorne J (2011). A framework for successful development banks, *Development Planning Division Working Paper Series No. 25*, Development Bank of Southern Africa, Midrand.

⁴⁶⁰Rudolph H.P (2009). State financial institutions: Mandates, governance, and beyond, *Policy Research Working Paper No. 5141*, World Bank Group, Washington, D.C.; Fernández-Arias E., Xu J (2020). Effective development banking: Loans or guarantees, *International Research Initiative on PDBs and DFIs Working Groups*, Working Paper No. 8, Peking University, Institute of New Structural Economics, Beijing.

⁴⁶¹ Fernández-Arias E., Xu J. (2020). Effective development banking: Loans or guarantees, *International Research Initiative on PDBs and DFIs Working Groups*, Working Paper 8, Peking University, Institute of New Structural Economics

⁴⁶² Isto;

⁴⁶³ Yeyati E.L., Micco A., Panizza U., Detragiache E., Repetto A (2007). A Reappraisal of State-Owned Banks, *Economía*, Vol 7, No. 2, pp. 209–259.

unutar privatnog bankarskog sektora⁴⁶⁴. Nudeći finansiranje po nižim kamatnim stopama, RFI mogu vršiti pritisak na privatne banke da prilagode svoje kamatne stope, čime se poboljšava pristup finansiranju za mikro, mala i srednja preduzeća i stimuliše ekonomska aktivnost⁴⁶⁵. Thorne i du Toit (2009) sugerišu da RFI mogu pomoći u usklađivanju kamatnih stopa sa odgovarajućem nivoima, efikasno djelujući kao instrumenti monetarne politike.

Empirijske studije koje ispituju direktan uticaj RFI na kamatne stope komercijalnih kredita su ograničene, posebno u evroizovanim ekonomijama. Većina postojećih istraživanja fokusira se na uloge RFI u popunjavanju finansijskih praznina, podržavanju određenih sektora i obezbjeđivanju kontracikličnog kreditiranja⁴⁶⁶. Za evroizovane ekonomije poput Crne Gore, postoji primjetan nedostatak informacija u literaturi o tome kako RFI utiču na komercijalne kamatne stope privatnih komercijalnih banaka kao i na njihov obim kreditiranja. Jedinstvena monetarna ograničenja takvih ekonomija čine ovo važnim područjem proučavanja, jer RFI mogu igrati drugačiju ili izraženiju ulogu u poređenju sa ekonomijama sa konvencionalnim alatima monetarne politike.

Iako je broj studija koje povezuju određivanje cijena direktnih finansijskih institucija sa ponašanjem komercijalnih banaka još uvijek skroman, posebno za male, evroizovane ekonomije, nekoliko skorašnjih radova sada nudi jasne smjernice.

Nedavni rad koji koristi tehnike vremenskih serija baca dodatno svjetlo na dva kanala koja su testirana u ovom istraživanju i opravdava odabranu ekonometrijsku strategiju i objašnjavajuće varijable: Barboza i Vaskonselos⁴⁶⁷ (2019) procjenjuju strukturni Bajesov VAR za Brazil koji sadrži isplate BNDES-a, kamatnu stopu i kamatne stope na kredite. Njihova analiza odgovora na impulse pokazuje da povećanje

⁴⁶⁴ Fernández-Arias E., Xu J (2020). Effective development banking: Loans or guarantees, International Research Initiative on PDBs and DFIs Working Groups, Working Paper No. 8, Peking University, Institute of New Structural Economics, Beijing

⁴⁶⁵ Smallridge D., De Olloqui F. (2011). „A Health Diagnostic Tool for Public Development Banks“, Inter-American Development Bank, Institutional Capacity and Finance Sector, Technical Notes No. IDB-TN-225. <http://dx.doi.org/10.18235/0008553>

⁴⁶⁶ Griffith-Jones S., Tyson J. (2013). The European Investment Bank: lessons for developing countries, WIDER Working Paper Series No. wp-2013-019, World Institute for Development Economic Research (UNU-WIDER); Luna-Martínez J., Vicente C.L. (2012). Global survey of development banks, World Bank Policy Research Working Paper No. 5969;

⁴⁶⁷ Barboza R.M., Vasconcelos G.F.R. (2019). Measuring the aggregate effects of the Brazilian Development Bank on investment, The North American Journal of Economics and Finance, 47: 223–236. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.12.013>

subvencionisanog kreditiranja od strane RFI za jednu standardnu devijaciju povećava fiksne investicije. Međutim, to povećava prosječne kamatne stope banaka na kredite za 8-12 baznih poena u roku od godinu dana, pružajući dokaze da velika aktivnost RFI može promijeniti tržišno određivanje cijena kredita.

Koristeći okvir regresije studije visokofrekventnih događaja, Elias i Gimaraes⁴⁶⁸ (2024) otkrivaju da se šokovi monetarne politike u Brazilu prenose jedan-na-jedan na nenamjenske korporativne kredite, ali jedva pomjeraju kamatne stope na namjenske kredite povezane sa BNDES-om, što implicira skoro potpunu segmentaciju cjenovnog kanala kad god je prisutan subvencionisani kredit. Pasos i Modenezi⁴⁶⁹ (2020) primjenjuju lokalne projekcije zavisne od države i pokazuju da, iako je proizvodnja ublažena kada su krediti javnih banaka visoki, inflacioni odgovor na povećanje kamatne stope nije manji, što ukazuje da kreditiranje javnih banaka ne umanjuje efikasnost monetarne politike.

Gong, Sju i Jan⁴⁷⁰ (2023) spajaju globalni spisak od 375 nacionalnih razvojnih banaka (NDB) sa 48.912 sindiciranih kreditnih sporazuma (1996-2016) i, koristeći regresije sa fiksnim efektima za kredite, firme i zemlje plus Hekmanove i korekcije rezultata sklonosti, pokazuju da učešće RFI odnosno nacionalne razvojne banke povećava ukupnu veličinu objekata, dok privatna tranša ostaje nepromijenjena. Na nivou banaka, Brej i Šklarek⁴⁷¹ (2013) procjenjuju modele sa fiksnim efektima za 764 banke u 50 zemalja (1994-2009) i otkrivaju da javne/nacionalne razvojne banke šire kreditiranje tokom kriza čak i kada privatne banke smanjuju obim, tako da ukupni kredit raste, a ne pomjera se.

Generalno, novi dokazi potvrđuju da razvojne finansijske institucije mogu uticati i na cijenu i na količinu komercijalnih kredita, i potvrđuju strategiju modeliranja usvojenu u ovom radu.

Uprkos prepoznatom značaju razvojnih finansijskih institucija (RFI) u olakšavanju pristupa finansiranju, postoji **ograničeno empirijsko istraživanje koje**

⁴⁶⁸ Elias R., Guimarães L. (2024). This is not America: the credit channel of monetary policy in Brazil, *Economía (LACEA Journal)*. <https://doi.org/10.31389/eco.391>

⁴⁶⁹ Passos N., Modenesi A.D.M. (2020). Do public banks reduce monetary policy power? Evidence from Brazil, *International Review of Applied Economics*, 35(3–4): 502–519. <https://doi.org/10.1080/02692171.2020.1837745>

⁴⁷⁰ Gong D., Xu J., Yan J. (2023). National development banks and loan contract terms: evidence from syndicated loans, *Journal of International Money and Finance*, 130: 102763. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102763>

⁴⁷¹ Brei M., Schclarek A. (2013). Public bank lending in times of crisis, *Journal of Financial Stability*, 9(4): 820–830. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.01.002>

ispituje njihov direktan uticaj na kamatne stope komercijalnih kredita i obim kredita privatnog sektora komercijalnom sektoru, posebno u malim i evroizovanim ekonomijama. Ovo istraživanje ima za cilj da popuni uočenu naučnu prazninu empirijskom analizom uticaja politike kamatnih stopa IRF-a na komercijalne kamatne stope komercijalnih banaka u Crnoj Gori, kao i na obim komercijalnih kredita.

Analiziran je dinamički odnos između ponderisanih, efektivnih i direktnih kamatnih stopa IRF-a i komercijalnih banaka tokom perioda od decembra 2012. do decembra 2022. godine (Centralna banka Crne Gore, CBCG; interne evidencije IRF-a).

Istraživanje je sprovedeno korišćenjem modela vektorske autoregresije (VAR) bez ograničenja u nivoima. Primjenom neograničenog VAR modela po nivoima obuhvataju se međuzavisnosti i mehanizmi povratnih informacija između IRF-a i komercijalnih banaka na tržištu komercijalnih kredita, bez nametanja restriktivnih *a priori* pretpostavki o uzročnosti (Sims, 1980⁴⁷²; Lütkepohl, 2005⁴⁷³; Toda & Yamamoto, 1995⁴⁷⁴).

Ispitani period je posebno značajan zbog dva faktora:

Prvo, u tom periodu započinje kreditiranje Evropske investicione banke preko IRF-a pod povoljnim, subvencionisanim uslovima uz državnu garanciju, čime se značajno jača kapacitet IRF-a da utiče na uslove kreditiranja privrede. Iskustvo Evropske investicione banke pokazuje da razvojne finansijske institucije mogu značajno pojačati kapacitete nacionalnih finansijskih sistema kroz ciljane kreditne linije i povoljne izvore finansiranja (Griffith-Jones & Tyson, 2013⁴⁷⁵).

Drugo, crnogorski finansijski sistem prolazi tranziciju od manje ka razvijenijoj fazi, uz smanjenje sistemskog rizika, manju asimetriju informacija, unaprijeđen regulatorni okvir, snažniju zaštitu prava povjerilaca i veću transparentnost tržišta.

Razumijevanje odnosa između kamatnih stopa IRF-a i kamatnih stopa komercijalnih banaka je ključno jer pokazuje kako promjene kamatnih stopa IRF-a utiču na šire uslove i stabilnost kreditnog tržišta, a time i na konkurentnost i otpornost

⁴⁷² Sims, C.A. (1980). Macroeconomics and Reality, *Econometrica*, 48(1), 1–48.

⁴⁷³ Lütkepohl, H. (2005). *New Introduction to Multiple Time Series Analysis*, Berlin–Heidelberg: Springer-Verlag, Berlin–Heidelberg.

⁴⁷⁴ Toda, H.Y., & Yamamoto, T. (1995). Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes, *Journal of Econometrics*, 66(1–2), 225–250.

⁴⁷⁵ Griffith-Jones, S., & Tyson, J. (2013). *The European Investment Bank: Lessons for Developing Countries*, WIDER Working Paper No. 2013/019, Helsinki: World Institute for Development Economics Research (UNU–WIDER), Helsinki.

privrede kroz rješavanje problema pristupa finansiranju sa kojima se suočavaju preduzeća u Crnoj Gori.

Na osnovu identifikovanih istraživačkih praznina i ciljeva, u ovom poglavlju se testiraju sljedeće hipoteze:

- **H1: Promjene efektivnih aktivnih kamatnih stopa IRF-a imaju značajan i neposredan uticaj na komercijalne aktivne kamatne stope komercijalnih banaka u Crnoj Gori, pri čemu je efekat izraženiji u periodima kada je tržište kredita manje razvijeno.**
- **H2: Kamatne stope IRF-a ispod tržišnih ne utiču značajno na obim komercijalnih kredita komercijalnih banaka, što sugeriše da operacije IRF-a ne istiskuju privatni sektor.**

Empirijski dio ovog poglavlja zasniva se na rezultatima detaljnije prikazanim u posebnom naučnom radu autora, prilagođenim formi i ciljevima ove disertacije⁴⁷⁶. Na taj način, empirijsko istraživanje u ovom poglavlju operacionalizuje prethodno postavljene istraživačke ciljeve i hipoteze disertacije u kontekstu tržišta komercijalnog kredita i uloge IRF-a u Crnoj Gori. Poseban doprinos ogleda se u kvantitativnoj provjeri uticaja IRF-a na formiranje kamatnih stopa i obim kreditiranja, što predstavlja centralni mehanizam kroz koji se ostvaruje razvojna uloga Fonda.

U narednom odjeljku 4.2 su predstavljeni podaci i metodologija korišćena za ekonometrijsku analizu kao i rezultati istraživanja dok se u odjeljku 4.3 zaključuje diskusija o nalazima, implikacijama po politiku i sugestijama za buduća istraživanja.

4.2 Podaci i metodologija

Da bismo istražili dinamičke međusobne odnose između kamatnih stopa IRF-a i PKB-a i obima kredita usmjerenih ka privredi Crne Gore, koristimo neograničeni (redukovanog oblika) vektorski autoregresijski (VAR) model u nivoima. VAR metodologija, koju je predstavio Sims⁴⁷⁷ (1980), je veoma pogodna za obuhvatanje vremenske dinamike i interakcija između višestrukih varijabli vremenskih serija bez

⁴⁷⁶ Đurović V., Bjelić P., Raičević P. (2026, in press). Financial institutions and efficiency of the financial system: Evidence from Montenegro. *Ekonomický časopis / Journal of Economics*, Vol. 73, 2025, No. 9-10, pp. 457-476;

⁴⁷⁷ Sims, C.A. (1980). *Macroeconomics and Reality*, *Econometrica*, 48(1), 1–48.

nametanja restriktivnih *a priori* teorijskih pretpostavki o uzročnosti ili usmjerenosti. VAR model tretira sve varijable kao endogene, omogućavajući da se svaka varijabla objasni sopstvenim zakašnjelim vrijednostima, kao i zakašnjelim vrijednostima svih ostalih varijabli u sistemu. Opšti oblik VAR(p) modela, gde p predstavlja broj kašnjenja (lagova), može se napisati kao:

$$Y_t = c + \sum_{i=1}^p \phi_i Y_{t-i} + \epsilon_t \quad (1)$$

Gde je Y_t vektor endogenih varijabli, c je vektor presjeka na osama, ϕ_i su matrice koeficijenata koje prikazuju odnose između kašnjenja varijabli, a ϵ_t predstavlja greške za svaku jednačinu, pretpostavlja se da je bijeli šum. U našoj studiji, vektor endogenih varijabli Y_t uključuje efektivnu aktivnu kamatnu stopu koju naplaćuju PKB na nove komercijalne kredite, efektivnu aktivnu kamatnu stopu koju naplaćuje IRF na nove komercijalne kredite, ukupan obim kredita koje su PKB odobrile preduzećima i ukupan obim kredita koje je IRF odobrio preduzećima.

Prije procjene, pregledali smo svaku seriju na stohastičke trendove. Prošireni Diki-Fuler (ADF), Filips-Peron (PP) i Kvjatkovski-Filips-Šmit-Šin (KPSS) testovi otkrili su mješoviti red integracije, tri serije su $I(0)$, dok je obim kredita komercijalnih banaka $I(1)$.

VAR pristup u ovom kontekstu je prikladan iz nekoliko razloga. **Prvo**, omogućava ispitivanje dinamičkih efekata i mehanizama povratnih informacija među varijablama, što je ključno za razumijevanje kako promjene kamatnih stopa IRF-a utiču na kamatne stope PKB-a i kreditnu aktivnost, i obrnuto. **Drugo**, VAR model ne zahtjeva stroge pretpostavke o egzogenosti: sve varijable mogu uticati jedna na drugu istovremeno i sa zakašnjenjem⁴⁷⁸. Ovo je posebno relevantno u kontekstu crnogorskog bankarskog sektora, gdje interakcije između kamatnih stopa IRF-a i PKB-a mogu biti složene i dvosmjerne. Pošto je samo jedna serija $I(1)$ i Johansenov test traga (Johansen trace test) detektuju jedan kointegrišući vektor, pratimo Simsa, Stoka i Votsona⁴⁷⁹

⁴⁷⁸ Lütkepohl H. (2005). New introduction to multiple time series analysis, Springer-Verlag Berlin Heidelberg. <https://doi.org/10.1007/978-3-540-27752-1>

⁴⁷⁹ Sims C.A., Stock J.H., Watson M.W. (1990). Inference in linear time series models with some unit roots, *Econometrica*, 58(1): 113–144;

(1990) i Todu i Jamamota⁴⁸⁰ (1995) i procjenjujemo model u nivoima. Ograničeni VECM (rang = 1) je prikazan u Prilogu B (Tabela 11) i daje identične odgovore na kratkoročne impulse.

Da bi se odredio optimalan broj kašnjenja u VAR modelu, sprovedeni su Akaikeov informacioni kriterijum (AIC), Švarcov informacioni kriterijum (SC) i Hanan-Kvinov kriterijum (HQC). Štaviše, nakon procjene VAR modela, sprovedeni su dijagnostički testovi za procjenu validnosti modela. To uključuje testiranje autokorelacije korišćenjem Ljung-Boks Q-statistike, heteroskedastičnosti korišćenjem Vajtovog testa i obezbjeđivanje stabilnosti modela ispitivanjem korijena karakterističnog polinoma kako bi se potvrdilo da se nalaze unutar jediničnog kruga. Takođe ponavljamo procjenu sa EURIBOR 3M, inflacijom CPI i mjesečnim rastom BDP-a tretiranim kao strogo egzogene kontrole, a rezultujući VARX koeficijenti dati su u Prilogu C (Tabela 13). Grejndžerov test uzročnosti sproveden je kako bi se ispitalo da li promjene kamatnih stopa IRF-a mogu predvidjeti promjene stopa PKB-a i obim kredita, i obrnuto. Ovo će pomoći u uspostavljanju usmjerenog odnosa između promjenljivih.

Identifikacija prati rekurzivnu (Holeskijevu) dekompoziciju u kojoj su varijable poređane kao (i) kamatna stopa IRF-a, (ii) kamatna stopa komercijalnih banaka, (iii) obim kredita komercijalnih banaka i (iv) obim kredita IRF-a, što odražava institucionalni redosljed u kojem se kamatne stope objavljuju, prenose na komercijalno određivanje cijena i na kraju utiču na količine. **Prilog A** prikazuje odgovore na impulse kada su prve dvije varijable obrnute kao provjeru robusnosti; kvalitativni rezultati su nepromenjeni, što potvrđuje da nalazi nijesu vođeni poređanjem varijabli.

Radi dalje analize dinamike sistema, procijenjene su funkcije odgovora na impulse (engl. Impulse Response Function - IRF) kako bi se pratio odziv svake promenljive na šokove u drugim promjenljivim tokom vremena⁴⁸¹. Pored toga, dekompozicija varijanse je korišćena za kvantifikovanje doprinosa svake promenljive varijansi greške predviđanja ostalih promjenljivih, pružajući uvid u relativni značaj promjenljivih u objašnjavanju ponašanja sistema. Konačno, kako bi se osigurala robusnost rezultata, sprovedena je analiza osjetljivosti variranjem dužine kašnjenja i ponovnom procjenom

⁴⁸⁰ Toda, H.Y., & Yamamoto, T. (1995). Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes, *Journal of Econometrics*, 66(1–2), 225–250

⁴⁸¹ Sims, C.A. (1980). Macroeconomics and Reality, *Econometrica*, 48(1), 1–48.

modela. Kao dodatnu provjeru robusnosti, ponovo smo procijenili model na poduzorku prije COVID-a 2013-2020, karakteristike odgovora na impulse su nepromijenjene (Prilog D). Ovo pomaže da se potvrdi stabilnost odnosa između varijabli i osigura da nalazi nisu osjetljivi na izabranu specifikaciju modela.

4.2.2. Opis podataka

Empirijska analiza koristi mjesečne podatke za desetogodišnji period, od decembra 2012. do decembra 2022. godine. Ovaj period je posebno značajan jer označava početak kreditiranja od strane Evropske investicione banke (EIB) preko IRF-a sa subvencionisanim i povlašćenima sredstvima pod pokroviteljstvom državne garancije.

Za ovo smo uzeli u obzir ponderisanu prosječnu efektivnu direktnu kamatnu stopu koju je naplaćivao IRF na nove komercijalne kredite, ponderisanu prosječnu efektivnu direktnu kamatnu stopu koju su naplaćivale komercijalne banke na nove komercijalne kredite i ukupan iznos kredita koje su IRF i PKB plasirali preduzećima tokom perioda. Pored toga, prikupljene su tri strogo egzogene makrofinansijske kontrole za kasniju VARX specifikaciju, prikazane u Prilogu C: tromjesečni EURIBOR, međugodišnja stopa inflacije zasnovana na CPI i mjesečni indikator rasta BDP-a. Ovi podaci su dobijeni iz internih evidencija IRF-a Crne Gore, Zavoda za statistiku Crne Gore - MONSTAT-a i zvaničnih publikacija Centralne banke Crne Gore.

Deskriptivna statistika pruža početno razumijevanje distribucije podataka, centralne tendencije i varijabilnosti za dvije glavne promenljive koje su razmatrane u Tabeli 34. Rezimirana statistika za strogo egzogene kontrole (EURIBOR-3M, inflacija CPI i mjesečni rast BDP-a) je prikazana u Prilogu C radi potpunosti.

Tabela 34. Deskriptivna statistika

Series	PCBs' IR	IDF's IR	Loan v. PCB	Loan v. IDF
<i>Observations</i>	117	117	117	117
<i>Mean</i>	6.405726	3.931861	44583863	6183799
<i>Median</i>	5.900000	3.634062	42562000	4385958.
<i>Maximum</i>	10.29000	6.778530	96368000	52386970
<i>Minimum</i>	3.640000	2.239042	18043000	65870.00
<i>Std. Dev.</i>	1.898337	0.997619	17540759	7626429
<i>Skewness</i>	0.610250	0.990140	0.962228	3.268383
<i>Kurtosis</i>	2.047314	3.200518	3.846498	17.27815
<i>Jarque-Bera</i>	21.54793	1202.150	21.54793	1202.150
<i>Probability</i>	0.000021	0.000000	0.000021	0.000000

Izvor: Sopstvena elaboracija

Prosječna kamatna stopa koju su naplaćivale PKB tokom perioda uzorka iznosi približno 6,41%, dok je prosječna stopa IRF-a znatno niža i iznosi 3,93%. Ova razlika ističe ulogu IRF-a u obezbjeđivanju povoljnijih uslova finansiranja radi stimulisanja ekonomskog rasta, posebno za sektore ili projekte kojima komercijalne banke možda ne pružaju dovoljnu podršku.

Obije serije kamatnih stopa pokazuju pozitivnu zakrivljenost, što ukazuje na duži rep desno od distribucije. Vrijednosti spljoštenosti ukazuju na to da kamatne stope IRF-a imaju ravniju distribuciju, dok su stope PKB-a bliže normalnoj distribuciji. Statistika Žarke-Bera testa za obe serije je značajna na nivou od 1%, što ukazuje da je nulta hipoteza normalne distribucije odbačena.

Stacionarnost podataka vremenskih serija ispitana je za gore pomenute serije. ADF, PP i KPSS testovi jediničnog korijena korišćeni su da bi se procijenilo da li su serije stacionarne, a rezultati su prikazani u Tabeli 35.

Tabela 35. Test jediničnog korijena

<i>Series</i>	<i>Test Method</i>	<i>Test Statistic</i>	<i>1% Crit. Value</i>	<i>5% Crit. Value</i>	<i>10% Crit. Value</i>	<i>P-Value</i>
<i>ear_pcb_to_economy</i>	ADF	-2.971	-3.489	-2.889	-2.580	0.0408
	PP	-2.058	-3.485	-2.885	-2.579	0.2619
	KPSS	1.223	0.739	0.463	0.347	-
<i>ear_direct_idf_to_economy</i>	ADF	-2.829	-3.486	-2.885	-2.579	0.0572
	PP	-4.601	-3.486	-2.886	-2.580	0.0002
	KPSS	1.223	0.739	0.463	0.347	-
<i>loan_volume_pcb</i>	ADF	-0.114	3.491	-2.888	-2.581	0.9443
	PP	-9.779	-3.486	-2.886	-2.580	0.0000
	KPSS	0.973	0.739	0.463	0.347	-
<i>loan_volume_idf</i>	ADF	-8.927	-3.489	-2.887	-2.580	0.0000
	PP	-9.767	-3.489	-2.887	-2.581	0.0000
	KPSS	1.015	0.739	0.463	0.347	-

Izvor: Sopstvena elaboracija

Pošto testovi jediničnih korijena pokazuju da su tri serije $I(0)$ dok je *loan_volume_pcb* $I(1)$, primijenili smo Johansenov test traga (Prilog B, Tabela 43) da bismo provjerili da li postoji stabilna dugoročna veza između četiri promjenljive. Test, sa ograničenom konstantom, bez determinističkog trenda i dva kašnjenja u prvim razlikama, ukazuje na jednu kointegracionu vezu. To znači da dvije serije kamatnih stopa i obim kredita IRF-a gravitiraju ka zajedničkoj dugoročnoj putanji sa (nestacionarnim) obimom kredita komercijalnih banaka, dok šokovi za ovaj drugi pružaju jedini izvor

trajnih promjena u sistemu. Pošto je prisutan samo jedan zajednički trend, konzistentna procjena može se nastaviti ili sa VAR nivoa (u skladu sa Sims, Stock & Watson⁴⁸², 1990; Toda & Yamamoto⁴⁸³, 1995) ili sa VECM ranga 1. Procjenjujemo model u nivoima i izvištavamo o VECM-u kao provjeri robusnosti u Prilogu B.

4.2.3. Analize i rezultati

VAR model je procijenjen korišćenjem četiri endogene varijable: ponderisane prosječne efektivne kamatne stope koju naplaćuju komercijalne banke (*eairstpcb_to_economy*), ponderisane prosječne kamatne stope koju naplaćuje IRF (*eairstdirect_idf_to_economy*), ukupnog obima kredita koje su odobrile komercijalne banke (*loan_volume_pcb*) i obima kredita koje je odobrio IRF (*loan_volume_idf*). Svaka varijabla se odnosi na komercijalno kreditiranje. Druga specifikacija proširuje ovaj osnovni model sa tri strogo egzogene varijable (EURIBOR-3M, inflacija CPI i mjesečni rast BDP-a), a rezultati su prikazani u Prilogu C i označeni su kao „VARX“.

Na osnovu kriterijuma za izbor reda kašnjenja, AIC i konačna greška predviđanja (FPE) sugerišu relativno veliki broj kašnjenja (do 16), dok SC i HQC sugerišu jednostavniji model sa 2 kašnjenja. Uzimajući u obzir kompromis između složenosti modela i uzimajući u obzir mjesečnu učestalost podataka i veličinu uzorka, izabrali smo dužinu kašnjenja od 2 za konačnu procjenu modela.

Rezultati nivoa VAR ukazuju na značajan stepen stabilnosti kamatnih stopa PKB-a, jer prethodne vrijednosti ovih stopa snažno utiču na njihov trenutni nivo. Konkretno, prvo i drugo kašnjenje kamatne stope PKB-a (*eairstpcb_to_economy*) imaju pozitivne i veoma značajne efekte na trenutnu stopu, sa koeficijentima od 0,4166 i 0,4465, respektivno (oba značajna na nivou od 1%). Ovo sugeriše da PKB-i postepeno prilagođavaju svoje kamatne stope, pri čemu prošle stope služe kao snažni prediktori budućih stopa, odražavajući inerciju u njihovom ponašanju u određivanju stopa.

⁴⁸² Sims C.A., Stock J.H., Watson M.W. (1990). Inference in linear time series models with some unit roots, *Econometrica*, 58(1): 113–144

⁴⁸³ Toda, H.Y., & Yamamoto, T. (1995). Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes, *Journal of Econometrics*, 66(1–2), 225–250.

Tabela 36. Ocjene vektorske autoregresije

	<i>EAIR_PCB</i>	<i>EAIR_IDF</i>	<i>LOAN_V_PCB</i>	<i>LOAN_V_IDF</i>
<i>EAIR_PCB</i> (-1)	0.417 (-0.09) [4.410]	0.114 (-0.102) [1.109]	-491808 (-2765299) [-0.177]	-173034.6 (-1168486) [-0.148]
<i>EAIR_PCB</i> (-2)	0.447 (-0.088) [5.074]	0.140 (-0.095) [1.47105]	-3950370 (-2575678) [-1.53372]	-2202635 (-1088361) [-2.023]
<i>EAIR_IDF</i> (-1)	0.261 (-0.088) [2.934]	0.124 (-0.097) [1.283]	-2709514 (-2604187) [-1.04045]	-27134.33 (-1100408) [-0.024]
<i>EAIR_IDF</i> (-2)	-0.005 (-0.094) [-0.053]	0.269 (-0.103) [2.620]	511204.9 (-2767446) [0.185]	-400105.7 (-1169394) [-0.342]
<i>LOAN_V_PCB</i> (-1)	2.24E-09 (-3.60E-09) [0.617]	5.33E-09 (-3.90E-09) [1.353]	0.056 (-0.106) [0.529]	-0.048 (-0.045) [-1.061]
<i>LOAN_V_PCB</i> (-2)	6.46E-09 (-3.60E-09) [1.790]	3.37E-09 (-3.90E-09) [0.860]	-0.032 (-0.105) [-0.307]	-0.088 (-0.045) [-1.970]
<i>LOAN_V_IDF</i> (-1)	-3.17E-09 (-8.00E-09) [-0.397]	3.62E-10 (-8.70E-09) [0.042]	-0.639 (-0.234) [-2.73]	-0.072 (-0.099) [-0.731]
<i>LOAN_V_IDF</i> (-2)	-3.93E-09 (-8.20E-09) [-0.480]	2.10E-09 (-8.90E-09) [0.235]	-0.169 (-0.239) [-0.707]	0.032 (-0.101) [0.317]
<i>C</i>	-0.524 (-0.467) [-1.121]	0.319 (-0.508) [0.628]	85770363 (-1.40E+07) [6.277]	29522246 (-5773798) [5.113]
<i>R-squared</i>	0.912	0.604	0.225	0.261
<i>Adj. R-squared</i>	0.905	0.572	0.164	0.202
<i>Included observations:</i> 110 after adjustments				
<i>Note:</i> Standard errors in () & t-statistics in []				

Izvor: Sopstvena elaboracija

Pored ove perzistentnosti, model otkriva da promjene kamatnih stopa IRF-a imaju značajan i neposredan uticaj na kamatne stope PKB-a. Prvo kašnjenje kamatnih stopa IRF-a ima pozitivan i statistički značajan efekat na kamatne stope PKB-a, sa koeficijentom od 0,261 ($p < 0,01$). Ovaj nalaz ističe kratkoročni mehanizam prenosa sa IRF-a na komercijalne banke, što ukazuje da kada IRF prilagodi svoje stope, PKB reaguje prilagođavanjem sopstvenih stopa u skladu sa tim. Međutim, efekat je kratkotrajan, jer drugo kašnjenje kamatne stope IRF-a nije značajno, što implicira da uticaj relativno brzo nestaje.

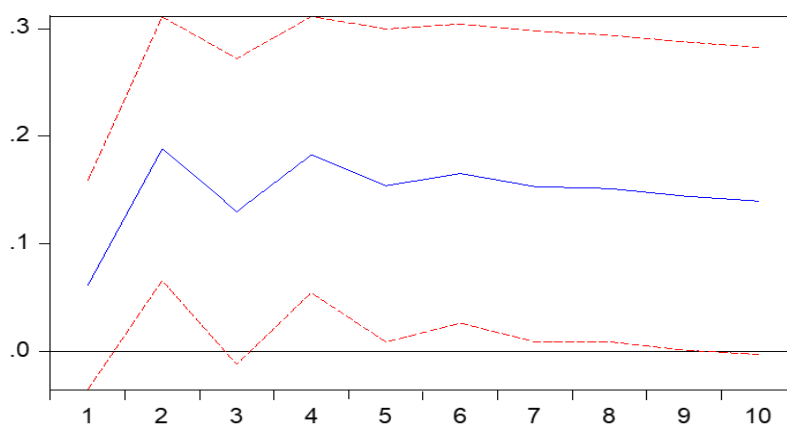
Što se tiče obima kredita, rezultati VAR analize ukazuju na to da kamatne stope ne utiču značajno na obim kredita ni komercijalnih banaka niti IRF-a. Koeficijenti povezani sa kašnjenjem kamatnih stopa IRF-a i PKB-a na obim kredita su mali i statistički beznačajni. Rezultati sugerišu da fluktuacije kamatnih stopa nemaju mjerljiv

uticaj na iznos kredita odobrenih poslovnim subjektima tokom posmatranog perioda. To upućuje na to da na odluke o obimu kreditiranja u većoj mjeri utiču faktori poput potražnje za kreditima, kreditne sposobnosti zajmoprimaca i opštih ekonomskih uslova, nego nivo kamatnih stopa.

Performanse modela su robusne u odnosu na jednačine kamatnih stopa, sa vrijednostima R-kvadrata od približno 91% za kamatnu stopu PKB i 60% za kamatnu stopu IRF-a, što ukazuje na dobro poklapanje. Međutim, model objašnjava manje varijacije u jednačinama obima kredita, sa vrijednostima R-kvadrata od 22% za PKB i 26% za IRF, što sugeriše da drugi faktori koji nisu uključeni u model utiču na obim kreditiranja.

Da bi se dalje ispitale dinamičke interakcije, generisane su funkcije odgovora na impulse. IRF koji ilustruje odziv kamatnih stopa PKB-a na šok od jedne standardne devijacije kamatne stope IRF-a prikazan je na Grafiku 33.

Grafik 33. IRF kamatnih stopa komercijalnih banaka prema IRF-u
Response of EAIR_PCB_TO_ECONOMY to EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECONOMY



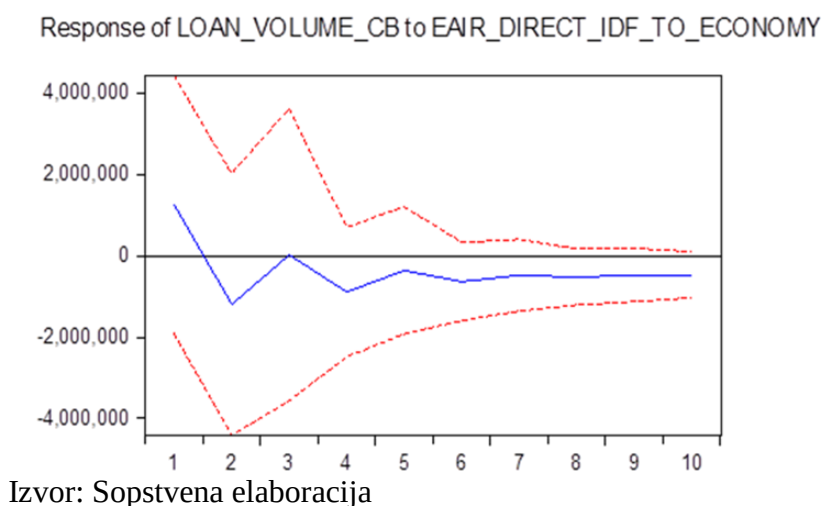
Izvor: Sopstvena elaboracija

Smanjenje kamatne stope kredita IRF-a za jednu standardnu devijaciju smanjuje kamatnu stopu komercijalnih banaka za oko 6 baznih poena pri uticaju i za otprilike 19 baznih poena u drugom mjesecu (Grafik 33, puna plava linija). Monte Karlo opseg od 95 procenata (isprekidane crvene linije) ostaje potpuno ispod nule za horizonte 1-2, ali se preklapa sa horizontalnom osom od 3. mjeseca pa nadalje. Stoga je prenos statistički značajan, ali kratkotrajan, blijedi nakon otprilike jednog kvartala. Ovo pojačava

kratkoročni mehanizam prenosa identifikovan u koeficijentima nivoa-VAR, istovremeno potvrđujući da je efekat privremen.

Slično tome, IRF analiza odgovora obima kredita komercijalnih banaka na šok kamatnih stopa IRF-a prikazana je na Grafiku 34.

Grafik 34. IRF obima kredita komercijalnih banaka IRF-u

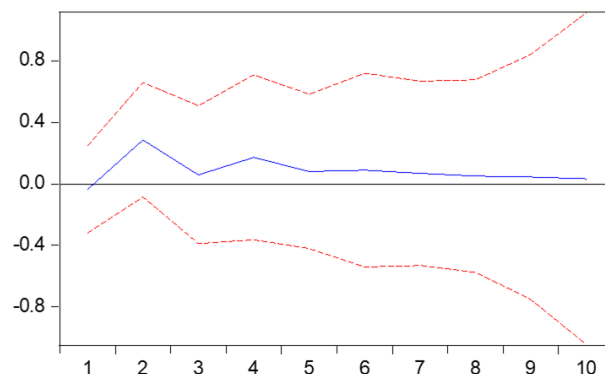


IRF ukazuje da pozitivan šok kamatne stope IRF-a ima zanemarljiv i statistički beznačajan uticaj na obim kredita PKB-a. Ovaj nalaz je u skladu sa rezultatima VAR-a, što sugeriše da obim kredita nije osjetljiv na promjene kamatnih stopa u posmatranom periodu.

Analiza kraćeg perioda uzorka (2012–2015), tokom kojeg su kamatne stope PKB-a najviše pale, otkrila je donekle drugačiju dinamiku. Funkcija odgovora na impulse (Grafik 35) pokazuje da početni pozitivan odgovor kamatnih stopa PKB-a na šok kamatnih stopa IRF-a ostaje značajan u kratkom roku. Ovdje, zona povjerenja od 95% već uključuje nulu do horizonta 3, što ukazuje da efekat brže gubi značaj. Ovo sugeriše da je u ranim fazama rada IRF-a efekat njegovih stopa na kamatne stope PKB-a bio neposredniji, ali manje postojan, što potencijalno odražava bliži odnos između institucija kako su inicijative za finansiranje razvoja dobijale na zamahu.

Grafik 35. IRF kamatnih stopa komercijalnih banaka prema IRF-u (2012-2015)

Response of EAIR_PCB_TO_ECONOMY to EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECONOMY



Izvor: Sopstvena elaboracija

Dekompozicija varijanse greške prognoze (Tabela 38, Prilog A) potvrđuje nalaze IRF-a. Čak i nakon deset mjeseci, otprilike 70% varijanse u stopi PKB kredita je i dalje vođeno sopstvenim inovacijama, dok se oko jedna petina (19%) može pripisati IRF šokovima kamatnih stopa. Nasuprot tome, IRF šokovi objašnjavaju manje od 2% varijanse prognoze u obimu PKB kredita u bilo kom horizontu. Potonji ostaju dominirani sopstvenim prošlim vrijednostima i, u manjoj mjeri, povratnim informacijama od PKB kamatnih stopa. Dakle, IRF određivanje cijena se brzo prenosi na tržišne stope, ali ne i na količine, što je u potpunosti u skladu sa hipotezama H1 i H2.

Da bi se procijenili usmjereni odnosi između varijabli, sprovedeni su Grejndžerov test uzročnosti, a rezultati su sumirani u Tabeli 37.

Tabela 37. Grejndžerov test uzročnosti

<i>Dependent Variable</i>	<i>Excluded Variable</i>	<i>Chi-sq</i>	<i>df</i>	<i>p-value</i>
<i>eaир_pcb_to_economy</i>	<i>eaир_direct_idf_to_economy</i>	8.678	2	0.0130
	<i>loan_volume_pcb</i>	3.874	2	0.1441
	<i>loan_volume_idf</i>	0.395	2	0.8208
<i>all</i>		14.871	6	0.0213
<i>eaир_direct_idf_to_economy</i>	<i>eaир_pcb_to_economy</i>	12.949	2	0.0015
	<i>loan_volume_pcb</i>	2.859	2	0.2394
	<i>loan_volume_idf</i>	0.0576	2	0.9716
<i>all</i>		14.405	6	0.0254

Izvor: Sopstvena elaboracija

Testovi potvrđuju dvosmjernu uzročnost između kamatnih stopa IRF-a i kamatnih stopa PKB-a. Konkretno, kamatne stope IRF-a uzrokuju kamatne stope PKB-a

($p=0,0130$), a kamatne stope PKB-a uzrokuju stope IRF-a ($p=0,0015$). Ovo ukazuje na povratnu spregu u kojoj obe institucije prate i reaguju na promjene stopa jedna druge, ističući međusobnu povezanost njihovog ponašanja u određivanju stopa.

Važno je napomenuti da testovi ne pokazuju značajnu Grejndžerovu uzročnost između kamatnih stopa i obima kredita, bilo za PKB ili za IRF. Ovo sugerše da obim kreditiranja nije vođen promjenama kamatnih stopa tokom posmatranog perioda, što podržava ranije nalaze da drugi faktori utiču na kreditnu aktivnost i da nema dokaza o istiskivanju kreditiranja privatnog sektora poslovanjem IRF-a. Ovaj neutralni efekat obima je u skladu sa relativno malim tržišnim udjelom IRF-a tokom većeg dijela perioda, pri čemu privremeni skok u 2020. godini odražava kontraciklično kreditiranje tokom COVID-19, a ne strukturno pomjeranje privatnih kredita.

Sproveden je niz dijagnostičkih testova radi validacije modela. Ljung-Boksova Q-statistika za serijsku korelaciju (Prilog A, Tabela 39) ne ukazuje na značajnu autokorelaciju pri ključnim kašnjenjima, što podržava robusnost modela. Iako postoje manji dokazi o autokorelaciji pri kašnjenju 2 ($p=0,024$), kumulativni test ne ukazuje na konzistentnu autokorelaciju između kašnjenja, što sugerše da bilo koja preostala autokorelacija ne utiče sistematski na rezultate.

Rezultati testova heteroskedastičnosti (Vajtov test) (Prilog A, Tabela 40) ukazuju na to da reziduali modela ne pate od značajne heteroskedastičnosti, što dokazuje p-vrijednost zajedničkog testa od 0,9061. To implicira da je varijansa reziduala konzistentna tokom vremena, što povećava pouzdanost procijenjenih koeficijenata i standardnih grešaka.

Štaviše, test stabilnosti potvrđuje da VAR model zadovoljava uslov stabilnosti, pri čemu svi korijeni karakterističnog polinoma leže unutar jediničnog kruga. Najveći korijen ima modul od 0,9613, što ukazuje da je model dinamički stabilan i da će se svi šokovi u sistemu vremenom raspršiti (Prilog A, Tabela 41).

Kao dodatnu provjeru naše Holeski identifikacije, obrnuli smo redosljed stopa (tj. stopa PKB, stopa IRF, PKB krediti, IRF krediti) i ponovo izračunali i IRF-ove i dekompoziciju varijanse greške prognoze. Profili funkcije odgovora na impulse i udjeli varijanse (Prilog A, Grafik 36, Tabela 42) se praktično ne razlikuju od osnovne linije, što potvrđuje da naši glavni nalazi nisu artefakt izabranog određenog rekurzivnog redosljeda.

Konačno, provjeravamo da glavni rezultati nisu pogođeni izborima modeliranja ili šokovima povezanim sa pandemijom. Prvo, ponovo procjenjujemo sistem kao VECM ranga 1, namećući kointegracioni odnos koji je identifikovao Johansenov test. Član korekcije greške je veoma značajan, ali je procijenjeni kratkoročni uticaj smanjenja IRF stope za jednu standardnu devijaciju na kamatnu stopu komercijalnih banaka (-55 baznih poena pri uticaju, nestaje nakon tri mjeseca) praktično isti kao kod nivoa VAR (Prilog B, Tabele 44-45 i Grafici 37-38). Drugo, dopunjavanje modela sa tri strogo egzogene kontrole, EURIBOR-3M, međugodišnjom inflacijom CPI i mjesečnim rastom BDP-a, proizvodi VARX specifikaciju čije su funkcije odgovora na impulse gotovo identične po veličini, vremenu i 95% opsezima povjerenja kao i kod osnovnog modela (Prilog C). Treće, ponovo procjenjujemo VAR na poduzorku pre COVID-a (maj 2013 - januar 2020). Dobijeni odgovori (Prilog D, Grafik 41) nalaze se unutar opsega pouzdanosti cijelog uzorka, što pokazuje da pandemija ne mijenja kratkoročni prenos.

U sva tri testa robusnosti, osnovna dinamika je stoga stabilna, što pojačava dijagnostičke dokaze (nema rezidualne serijske korelacije izvan kašnjenja 2, homoskedastičnih grešaka u Vajtovom testu i svih korijena prateće matrice unutar jediničnog kruga) da osnovni VAR pruža ekonometrijski ispravan prikaz kratkoročne veze između IRF-a i cijena i obima komercijalnih banaka.

4.3 Zaključne ocjene empirijskog istraživanja

Ova studija je imala za cilj da ispita dinamički odnos između IRF-a Crne Gore i komercijalnog bankarskog sektora u zemlji u periodu od decembra 2012. do decembra 2022. godine. Koristeći model vektorske autoregresije (VAR) u nivoima, pokušali smo da razumijemo kako politika kamatnih stopa IRF-a utiče na kamatne stope PKB-a i obim komercijalnih kredita u maloj, euroizovanoj ekonomiji kojoj nedostaju tradicionalni instrumenti monetarne politike.

Empirijski nalazi potvrđuju da promjene efektivnih kamatnih stopa IRF-a značajno utiču na kamatne stope PKB-a u kratkom roku. Naime, prvo kašnjenje kamatne stope IRF-a ima pozitivan i statistički značajan efekat na stope PKB-a. Ovaj trenutni odgovor ukazuje na brzi mehanizam prenosa u kojem PKB prilagođavaju svoje kamatne stope kao odgovor na promjene kamatnih stopa IRF-a.

Smanjenje uticaja IRF-a tokom vremena može se pripisati sazrijevanju crnogorskog finansijskog sistema. Tokom prvih godina proučavanog perioda (2012-2015), finansijski sistem je karakterisao veći sistemski rizik, veća informaciona asimetrija i manje razvijeni regulatorni okviri. Uticaj IRF-a u ovom kontekstu bio je izraženiji zbog njegove uloge u obezbjeđivanju subvencionisanog i koncesionog finansiranja i podsticanju konkurencije. Kako se finansijski sistem razvijao, povećana konkurencija, povećani regulatorni nadzor i poboljšana transparentnost tržišta vjerovatno su smanjili relativni uticaj IRF-ova na kamatne stope komercijalnih banaka.

Naši nalazi takođe otkrivaju da kamatne stope IRF-a ispod tržišnih ne utiču značajno na obim kreditiranja PKB-a. Koeficijenti povezani sa kašnjenjem kamatnih stopa u odnosu na obim kredita bili su statistički beznačajni. Ovo sugerise da faktori kao što su potražnja za kreditima, kreditna sposobnost zajmoprimca i makroekonomski uslovi igraju značajniju ulogu u određivanju obima kreditiranja nego troškovi zaduživanja. Ovaj ishod podržava stav da RFI mogu dopuniti, a ne istisnuti kreditiranje privatnog sektora, posebno u nerazvijenim finansijskim sistemima gde pomažu u ublažavanju tržišnih neuspjeha povezanih sa monopolskim praksama i informacionom

asimetrijom (Fernández-Arias et al., 2019⁴⁸⁴; Gutierrez et al., 2011⁴⁸⁵; Rudolph, 2009⁴⁸⁶; Stiglitz, 1994⁴⁸⁷; Yeyati et al., 2004⁴⁸⁸; Yeyati et al., 2007⁴⁸⁹).

Sve tri vježbe robusnosti, VECM ranga 1, VARX sa makro kontrolama i poduzorak prije COVID-a, repliciraju isti obrazac. Naime, efekat cijene u H1 je očuvan, dok efekat količine u H2 ostaje odsutan (Prilog B-D). Dakle, dokazi dosljedno podržavaju obje hipoteze.

Naš uzorak obuhvata epizodu COVID-19, ali VAR nije osmišljen da identifikuje šokove specifične za krizu. Stoga ne izvodimo uzročne zaključke o kontracikličnoj ulozi, najviše što je obrazac u skladu sa stavom da razvojne finansijske institucije (RFI) mogu ublažiti šokove. Ova funkcija je u skladu sa literaturom koja naglašava važnost RFI u obezbjeđivanju kontracikličnog kreditiranja i poboljšanju finansijske stabilnosti tokom perioda ekonomskog stresa. (Brei & Schclarek, 2013; Frigerio, 2024; Gutierrez & Kliatskova, 2021; Mazzucato & Penna, 2015; Panizza, 2024; Thorne & du Toit, 2009; Yeyati et al., 2004; Yeyati et al., 2007).

Uzeto zajedno, naš kratkoročni prenos od 13 baznih poena i konstantno neutralan efekat na obim bankarskih kredita u velikoj mjeri se podudaraju sa najnovijim ekonometrijskim dokazima o nacionalnim razvojnim bankama. Veličina i trajanje efekta kamatne stope odražavaju procenu Barboze i Vaskonselosa (2019) za Bajesovu-VAR metodu za Brazil, gdje je uporedivi BNDES šok promijenio prosječne kamatne stope za oko 10 baznih poena za manje od godinu dana, dok odsustvo bilo kakve promjene obima odražava rezultate sindiciranih kredita Gongu, Sjua i Jana (2023) i panela banaka iz različitih zemalja Breja i Šklareka (2013). Drugim riječima, krediti razvojnih banaka izgleda djeluju kao privremena konkurentna referentna vrijednost, smanjujući cijene, ali ne zamjenjuju komercijalne kredite.

⁴⁸⁴ Fernández-Arias E., Hausmann R., Panizza U (2019). Smart development banks, IDB Publications Working Paper No. 9780, Inter-American Development Bank, Washington, D.C.

⁴⁸⁵ Gutierrez E., Rudolph H.P., Homa T., Blanco Beneit E (2011). Development Banks: Role and Mechanisms to Increase Their Efficiency, Policy Research Working Paper No. 5729, World Bank, Washington, D.C.

⁴⁸⁶ Rudolph H.P. (2009). State financial institutions: Mandates, governance, and beyond, Policy Research Working Paper No. 5141, World Bank Group, Washington, D.C.

⁴⁸⁷ Stiglitz J.E (1994). The Role of the State in Financial Markets, in: Bruno M., Pleskovic B (eds.), Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993, World Bank, Washington, D.C.

⁴⁸⁸ Yeyati E.L., Micco A., Panizza U (2004). Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks, Working Paper No. 517, Inter-American Development Bank, Research Department, Washington, D.C.

⁴⁸⁹ Yeyati E.L., Micco A., Panizza U., Detragiache E., Repetto A (2007). A Reappraisal of State-Owned Banks, *Economía*, Vol 7, No. 2, pp. 209–259

Ova studija ima nekoliko ograničenja koja treba uzeti u obzir. Prvo, fokusira se na određeni period nakon osnivanja IRF CG 2010. godine, što ovaj uski vremenski i kontekstualni raspon ograničava generalizaciju nalaza na druge ekonomije ili različite vremenske okvire. Pored toga, pošto je analiza ograničena na jednu zemlju, primjenljivost rezultata na druga okruženja ostaje neizvjesna.

Da bi se poboljšala robusnost i eksterna validnost ovih zaključaka, buduća istraživanja bi trebalo da ispituju slične evroizovane ekonomije ili male otvorene sisteme. Komparativna istraživanja mogu pomoći da se utvrdi da li su uočeni efekti dosljedni u različitim kontekstima, čime se produbljuje naše razumijevanje uloge koju institucije za finansiranje razvoja igraju u različitim ekonomskim okruženjima.

Zaključno, ova studija pokazuje da je Investiciono-razvojni fond Crne Gore imao značajan kratkoročni uticaj na kamatne stope komercijalnih banaka, što ukazuje na mehanizam jasne i brze transmisije na crnogorskom kreditnom tržištu. Iako je ovaj efekat statistički značajan, on je takođe prolazan i blijedi tokom vremena kako finansijski sistem sazrijeva. Kamatne stope IRF-a ispod tržišnih nijesu istisnule privatno zaduživanje. Naša studija je namjerno ograničena na kratkoročne efekte cijena i ne procjenjuje šire kontraciklične ili makroprudencijalne uloge. Štaviše, uticaj opada kako se tržišna konkurentnost i informacije poboljšavaju, što sugeriše da su razvojne finansijske institucije najmoćnije u ranoj fazi finansijskog produbljivanja. Rezultati ukazuju na to da, čak i u odsustvu konvencionalnih instrumenata monetarne politike, kao što je slučaj u euroizovanom okruženju Crne Gore, razvojne finansijske institucije mogu djelovati kao efikasni alati za podsticanje efikasnosti i dostupnosti kreditnog tržišta, bez zamjene privatnih kredita.

Nalazi iz ovog poglavlja neposredno potvrđuju polazne teze disertacije i predstavljaju osnov za završne zaključke i preporuke iz narednog poglavlja.

Buduća istraživanja trebalo bi da prošire ovaj okvir na različita ekonomska okruženja, omogućavajući uporednu analizu i bolje razumijevanje uslova pod kojima razvojne finansijske institucije najefikasnije poboljšavaju efikasnost tržišta.

ZAKLJUČNE OCJENE I PREPORUKE

Ova disertacija istražila je ulogu nacionalnih razvojnih finansijskih institucija u podršci sektoru mikro, malih i srednjih preduzeća (MMSP) u Crnoj Gori, s posebnim fokusom na **Investiciono-razvojni fond (IRF) Crne Gore**.

Uža oblast istraživanja disertacije je uticaj na **snaženje konkurentnosti privrednih subjekata u Crnoj Gori** kao i na **uticaj na poboljšanje bilansa roba i usluga Crne Gore, apostrofirajući supstituciju uvoza**, sve kroz prizmu razvoja malog finansijskog tržišta ograničene konkurencije odnosno visoke koncentracije poput crnogorskog, od manje ka više razvijenom.

Dodatno, rad ima za cilj da pokaže kako je finansijsko tržište *sui generis*⁴⁹⁰ i od strateške važnosti za razvoj privrede odnosno da je postojanje razvojnih finansijskih institucija neophodno kao vektor poboljšanja efikasnosti malog finansijskog tržišta i time da privredni subjekti imaju što povoljniji pristup finansijama, jer se tako snaži konkurentnost i izvozni potencijal. Ovaj vektor uticaja se ogleda u poboljšanom pristupu finansijama od strane grupa krajnjih korisnika, kojima je isti otežan ili / i manje povoljan u odnosu na etablirane ekonomske subjekte, što je već prepoznata uloga RFI, ali i kroz uticaj na efikasnost samog finansijskog tržišta, pritom ne ugrožavajući stabilnost, održivost, i ne narušavajući konkurenciju.

Pored navedenog, ovaj rad ukazuje da *unakrsno subvencionisanje* može pomoći razvojnoj finansijskoj instituciji, ne samo da postigne održivost, bez potrebe za vladinim transferima, već i da takva politika (servisiranje nisko-rizičnih, etabliranih kompanija uporedo sa rizičnim kategorijama klijenata) doprinosi boljim uslovima finansiranja, a pogotovu na malim tržištima kao što je crnogorsko, sa imanentnim neuspjehom tržišta usljed njene veličine i sljedstveno veće koncentracije.

Nadalje, ovaj rad je na tragu intervencionističkog pristupa, sa ciljem da dokaže da postoji veliki broj tržišnih nepravilnosti na kreditnom tržištu (alokacije štednje ka investicijama), za koje je poželjna intervencija države, kako bi se postigao optimalan i efikasan rezultat, prevashodno na malim i manje razvijenim kreditnim tržištima, te u

⁴⁹⁰ Jedinstveno.

zemljama u razvoju koje karakteriše nedovoljna institucionalna razvijenost, kao što je Crna Gora.

Kroz teorijski preged i empirijsku analizu, rad je potvrdio tri ključne hipoteze:

1. **H1:** *Nacionalne razvojne finansijske institucije omogućavaju lakši (efikasniji i efektivniji) pristup finansijama za sektor MSP kroz ponudu posebnih finansijskih usluga i ekspertizu.*
2. **H2:** *IRF je kreditna institucija u Crnoj Gori koja ima razvojnu komponentu u svojoj dugoročnoj poslovnoj politici i koja podsticajnim mehanizmima prati definisane razvojne prioritete Crne Gore.*
3. **H3:** *Operacije IRF-a imaju direktne i indirektne efekte na restrukturiranje crnogorske ekonomije u cilju rasta konkurentnosti sektora MSP, rasta zaposlenosti i smanjenja spoljnotrgovinskog deficita kroz supstituciju uvoza.*

Potvrda Hipoteze 1: Olakšani pristup finansijama za MMSP sektor

Prva hipoteza, koja se odnosi na olakšani pristup finansijama za sektor MMSP putem posebnih finansijskih usluga nacionalnih razvojnih finansijskih institucija, potvrđena je kroz analizu uloge IRF-a u crnogorskom finansijskom sistemu. MMSP sektor, kao stub rasta i razvoja crnogorske privrede, često se suočava s poteškoćama u pristupu kapitalu zbog strogih kreditnih uslova komercijalnih banaka.

IRF, kroz svoje kreditne linije krojene prema potrebama privrednih klijenata (*tailor made*) te specijalizovane usluge, omogućava lakši pristup finansijama za preduzeća koja bi bila isključena iz tradicionalnih bankarskih tokova. Usluge koje IRF nudi prilagođene su specifičnim potrebama malih ekonomskih subjekata, uključujući niže kamatne stope, fleksibilne uslove otplate i dugoročne kredite. Ova podrška omogućava MMSP sektoru da se razvija i jača svoju konkurentnost na tržištu. Dodatno, IRF je jedina kreditna institucija koja osim finansijske pruža i nefinansijsku podršku biznisu (obuke, tutoring, mentoring ali i networking za svoje klijente).

U okviru empirijskog istraživanja je H1 potvrđena, odnosno da IRF ima **značajan uticaj na pristup finansijama** u Crnoj Gori, a posebno kad su u pitanju mali ekonomski

subjekti te subjekti sa otežanim pristupom finansijama, kolokvijalno nazvani „ugrožene grupe“ gdje se prepoznaju žene u biznisu, mladi u biznisu, individualci registrovani u skladu sa pravilima struke u kojoj se nalaze poput individualnih poljoprivrednih subjekata, preduzetnici, početnici u biznisu, tehnološki viškovi, zanatlije i uopšteno sve one grupe krajnjih korisnika koje imaju otežan pristup finansijama ili ga uopšte i nemaju putem tradicionalnog, komercijalnog bankarstva.

Potvrda Hipoteze 2: Dugoročna razvojna politika IRF-a

Druga hipoteza, da IRF djeluje kao kreditna institucija sa razvojnim komponentama i podsticajnim mehanizmima usmjerenim ka razvojnim prioritetima Crne Gore, takođe je potvrđena. IRF kroz svoje aktivnosti prati ključne strateške ciljeve Crne Gore, uključujući podršku MMSP sektoru, klimatsko finansiranje, poljoprivredu i industriju.

Programi finansijske podrške IRF-a su tako postavljeni da odgovaraju na najšire strateške odrednice crnogorske ekonomije, a što je i potvrđeno višim relativnim udjelom strateških sektora crnogorske privrede u okviru portfelja IRF-a. IRF u dosluhu sa Vladom Crne Gore i resornim ministarstvima i različitim agencijama, kreira kreditne linije koje su usklađene sa strateškim i razvojnim prioritetima države Crne Gore.

Kao razvojno-orijentisana institucija, IRF aktivno prilagođava svoje programe trenutnim potrebama ekonomije, što se posebno manifestovalo tokom ekonomske krize izazvane pandemijom COVID-19. Njegova fleksibilna kreditna politika omogućila je nastavak poslovanja mnogih preduzeća u sektoru MMSP, čime je IRF pokazao svoju ključnu ulogu kao stabilizator u kriznim vremenima i čuvar ekonomske supstance države.

Potvrda Hipoteze 3: Efekti IRF-a na konkurentnost MSP i restrukturiranje ekonomije

Treća hipoteza, koja se odnosi na direktne i indirektne efekte operacija IRF-a na konkurentnost crnogorske ekonomije, rast zaposlenosti i smanjenje spoljnotrgovinskog deficita kroz supstituciju uvoza, potvrđena je kroz ekonometrijsku analizu koja je provedena.

Ekonometrijski rezultati, dobijeni na osnovu VAR modela i analiza Grangerove kauzalnosti, pokazuju da promjene kamatnih stopa IRF-a statistički značajno utiču na formiranje aktivnih kamatnih stopa komercijalnih banaka, odnosno na cijenu kredita za preduzeća. Funkcije odgovora na impulse potvrđuju da šokovi u kamatnim stopama IRF-a imaju izražen, ali vremenski ograničen kratkoročni efekat na kamatne stope komercijalnih banaka, što ima važne implikacije za uslove finansiranja privrede, posebno za mikro, mala i srednja preduzeća koja su osjetljivija na promjene kamatnih stopa.

Dekompozicija varijanse pokazuje da šokovi u kamatnim stopama IRF-a postepeno postaju sve važniji faktor u objašnjavanju varijabilnosti kamatnih stopa komercijalnih banaka na srednjem roku, dok na dužem horizontu zadržavaju značajan, ali ne dominantan uticaj. Ovakvi rezultati ukazuju da IRF ima prepoznatljivu ulogu u dinamici formiranja cijene kredita u bankarskom sektoru, sa posrednim implikacijama na trošak finansiranja i konkurentnost preduzeća, posebno u segmentu mikro, malih i srednjih preduzeća.

Analiza sprovedena u disertaciji ukazuje da komercijalno bankarstvo, vođeno profitnim motivom, ima tendenciju da održava status quo u pogledu razvojne strukture, fokusirajući se pretežno na već etablirane i profitabilne klijente i sektore. Nasuprot tome, IRF, kroz targetirano i subvencionisano finansiranje, usmjerava podršku ka strateškim sektorima crnogorske privrede definisanim razvojnim strategijama i planovima, sa ciljem postupnog restrukturiranja privrede ka oblastima sa izraženijim komparativnim prednostima i većim potencijalom za rast bruto dodate vrijednosti.

Zaključci o ulozi IRF-a u crnogorskom finansijskom sistemu

IRF ima višestruku ulogu u crnogorskom finansijskom sistemu. Osim što omogućava efikasniji pristup finansijama za MMSP sektor, IRF pomaže i u ostvarivanju strateških ekonomskih ciljeva Crne Gore kroz dugoročne razvojne programe. Njegova sposobnost da se prilagodi promjenama na tržištu i pruži podršku preduzećima u kriznim vremenima čini ga nezamjenjivim akterom u finansijskom sistemu zemlje.

IRF takođe doprinosi restrukturiranju crnogorske privrede, omogućavajući smanjenje spoljnotrgovinskog deficita kroz podršku domaćoj proizvodnji i supstituciju uvoza. Na ovaj način, IRF ne samo da stabilizuje ekonomske tokove, već i unapređuje dugoročne izglede za održivi ekonomski rast.

Preporuke za budući razvoj nacionalne razvojne i finansijske institucije u Crnoj Gori

Na osnovu rezultata ovog istraživanja, mogu se dati sljedeće preporuke:

- **Povećanje finansijskih kapaciteta:** IRF⁴⁹¹ bi trebalo da nastavi sa širenjem svojih kreditnih linija i kapaciteta, posebno u sektorima koji su ključni za dugoročni razvoj Crne Gore, kao što su energetika, poljoprivreda, inovacije i pionirske aktivnosti sa komparativnim prednostima, digitalizacija. Sa druge strane, trebalo bi razmotriti mandat za stambeno finansiranje zbog specifičnosti crnogorskog tržišta⁴⁹²
- **Širenje lepeze finansijskih usluga nacionalne razvojne i finansijske institucije:** Kroz benchmarking analizu utvrđeno je da postoji značajan obim finansijskih aktivnosti i finansijskih instrumenata koje bi crnogorska RFI mogla da etablira ili/i razvija u narednom periodu, koji bi osnažili njegov uticaj na rast i razvoj privrede. Neke od ovih aktivnosti su već prepoznate kroz započetu transformaciju IRF-a od razvojne finansijske institucije ka razvojnoj banci.
- **Jačanje saradnje sa komercijalnim bankama:** nacionalna razvojna i finansijska institucija treba da prepozna i ojača modele saradnje sa aktivnim komercijalnim bankama u Crnoj Gori, kroz zajedničke projekte i kreditne linije, što bi moglo da poveća efikasnost alokacije kapitala i ojača stabilnost finansijskog sistema, uključujući aranžmane ko-finansiranja projekata, utičući na dodatnost u finansiranju.
- **Podrška inovacijama i digitalizaciji:** nacionalna razvojna i finansijska institucija bi trebalo da fokusira dodatne resurse na podršku inovacijama u sektoru MSP, sa posebnim akcentom na digitalizaciju i tehnološki razvoj.

⁴⁹¹ Koji se transformisaoposebnim zakonom u Razvojnu banku krajem 2024. godine.

⁴⁹² Manjak investicionih mogućnosti čini sektor nekretnina privlačnim za investitore što podiže cijenu stanovanja čineći neuspjeh tržišta. Snažna imigracija dodatno vrši pritisak na smanjenje dostupnosti stanovanja za crnogorske građane.

Budući pravci istraživanja mogli bi se fokusirati na specifične efekte kreditnih linija nacionalne razvojne i finansijske institucije na pojedinačne sektore, kao i na komparativnu analizu sa drugim razvojnim finansijskim institucijama u regionu. Takođe, istraživanje dugoročnog uticaja RFI na održivi razvoj i smanjenje zavisnosti od uvoza moglo bi dodatno produbiti razumijevanje njegove uloge u crnogorskoj ekonomiji. Dodatno, trebalo bi proširiti istraživanje o dodatnoj ulozi RB / RFI na snaženje konkurentnosti generalnog MMSP finansiranje na više case study-ja pritom uzevši u obzir tržišta slične veličine i nivoa razvijenosti.

Skupština Crne Gore usvojila je 9. oktobra 2024. godine novi **Zakon o razvojnoj banci**⁴⁹³ čijim stupanjem na snagu prestaje da važi Zakon o investiciono razvojnom fondu Crne Gore. Detaljnom analizom novog **Zakona** može se zaključiti da su u potpunosti potvrđene istraživačke hipoteze ovoga rada na sljedeći način:

1. **H1:** *Nacionalne razvojne finansijske institucije omogućavaju lakši (efikasniji i efektivniji) pristup finansijama za sektor MSP kroz ponudu posebnih finansijskih usluga i ekspertizu.*

Članom 9 Zakona „Djelatnost Razvojne banke“ je, između ostalog, definisano da Banka „podstiče osnivanje, razvoj i održivost mikro, malih i srednjih, kao i velikih privrednih društava i preduzetnika“. U Zakonu se navodi detaljan opis ponuđenih finansijskih usluga i ekspertiza, kao što su: svi oblici kreditiranja prema sektoru MMSP, aktivnosti osiguranja izvoza roba i usluga od netržišnih rizika, aktivnosti primanja depozita, pružanje usluga platnog prometa, kreditiranje u funkciji socijalnog preduzetništva, samozapošljavanja, iniciranja novog investicionog ciklusa i podršku početnicima u biznisu, obavljanje poslova vezanih za prodaju kapitala u portfelju Razvojne banke, obavljanje poslova vezanih za trgovinu finansijskim instrumentima na regulisanom tržištu kaptitala, i drugi poslovi. Važno je istaći da Razvojna banka navedene aktivnosti ne realizuje sa primarnim ciljem ostvarivanja dobiti. Eventualnu ostvarenu dobit iz poslovne godine, shodno članu 46 Zakona, Banka raspoređuje u rezerve Banke. (Razvojna banka nije obveznik plaćanja poreza na dobit, kao ni plaćanja

⁴⁹³ Službeni list Crne Gore, br. 99/24;

poreza po odbitku na kamate koje Banka plaća na novčana sredstva dobijena od strane međunarodnih finansijskih institucija).

2. **H2:** *IRF je kreditna institucija u Crnoj Gori koja ima razvojnu komponentu u svojoj dugoročnoj poslovnoj politici i koja podsticajnim mehanizmima prati definisane razvojne prioritete Crne Gore.*

Članom 9 Zakona „Djelatnost Razvojne banke“ je, između ostalog, definisano da Razvojna banka finansira projekte od lokalnog, regionalnog i državnog značaja, uključujući i podršku infrastrukturnim projektima, projektima vodosnabdijevanja i zaštite životne sredine. Navedene aktivnosti istovremeno uključuju i fokus Banke na rast zaposlenosti u zemlji. Nadalje, Razvojna banka će vršiti i „kreditiranje u funkciji podrške socijalnom preduzetništvu, samozapošljavanju, iniciranju novog investicionog ciklusa, i razvoju i jačanju početnog biznisa“. Banka će, generalno, obavljati poslove i aktivnosti kojim se obezbjeđuje podrška unaprjeđenju preduzetništva i ekonomskog razvoja zemlje. Možemo zaključiti da će Razvojna banka nastaviti misiju praćenja razvojne politike zemlje i da će njene aktivnosti podržavati ekonomski razvoj na svim nivoima, uključujući i ciljeve ravnomjernijeg regionalnog razvoja. Kako se i navodi u članu 2 Zakona „Akti poslovne politike Razvojne banke utvrđuju se u skladu sa ekonomskom politikom i strateškim dokumentima Vlade Crne Gore“.

3. **H3:** *Operacije IRF-a imaju direktne i indirektne efekte na restrukturiranje crnogorske ekonomije u cilju rasta konkurentnosti sektora MSP, rasta zaposlenosti i smanjenja spoljnotrgovinskog deficita kroz supstituciju uvoza.*

Članom 9 Zakona „Djelatnost Razvojne banke“ je, između ostalog, definisano da Razvojna banka „podstiče konkurentnost crnogorskih proizvoda i usluga“ odobravanjem kredita, obavljanjem faktoringa i drugih oblika otkupa potraživanja i izdavanjem garancija MMSP sektoru. Obaveza Razvojne banke je i da svojim aktivnostima podstiče zapošljavanje u privatnom sektoru, sa fokusom na projekte zelenog razvoja (podrška projektima rasta energetske efikasnosti, izgradnje novih obnovljivih izvora energije, smanjenje emisija za efektom staklene bašte i drugi

projekti koji imaju pozitivne efekte na životnu sredinu – zeleno finansiranje), kao i razvoj digitalne ekonomije (Banka će pružati podršku projektima kojima se vrši digitalna transformacija poslovanja preduzetnika i privrednih društava).

Pored navedenog, a u vezi sa H3, važno je istaći da će Razvojna banka takođe vršiti djelatnosti **osiguranja izvoza roba i usluga iz Crne Gore od netržišnih rizika**. U članu 10 navodi se da „Poslove osiguranja izvoza Razvojna banka obavlja u ime i za račun Crne Gore. Poslovi osiguranja izvoza obuhvataju osiguranje izvoznih kredita od netržišnih rizika, kao i druge poslove kojima je svrha podsticanje crnogorskog izvoza, konkurentnosti crnogorskih privrednih subjekata i internacionalizacije crnogorske privrede.“

Na navedeni način Razvojna banka Crne Gore nastavlja i unaprjeđuje misiju IRF-a da jača konkurentnost crnogorskih preduzeća i podstiče razvoj crnogorske ekonomije u cjelini. „U cilju podržavanja i podsticanja razvoja crnogorske ekonomije Razvojna banka finansijski podržava: ubrzani privredni razvoj Crne Gore, dinamiziranje rasta mikro, malih, srednjih i velikih privrednih društava, ravnomjerniji regionalni razvoj, konkurentnost i likvidnost privrednih društava, proizvodnju i usluge orijentisane prema izvozu, proizvodnju kojom se smanjuje uvozna zavisnost, infrastrukturne projekte, projekte vodosnabdijevanja, projekte tretmana otpadnih voda i zaštite životne sredine, kao i druge projekte od lokalnog, regionalnog i državnog značaja“ (član 2 Zakona o Razvojnoj banci).

Polazeći od prethodno navedenog, može se zaključiti da je ova doktorska disertacija ostvarila istraživački cilj dat na početku istraživanja, da su korišćeni referentni naučni izvori, te primijenjeni metodi naučno-istraživakog rada navedeni u Prijavi. U zaključnim ocjenama predstavljeni su ključni rezultati istraživanja, uključujući i sprovedeno ekonometrijsko istraživanje, a konstatacije, eksplikacije, analize i preporuke nosiocima politika saopštene stručnim jezikom. Sve navedeno, potvrđuju i ključne odrednice date u novom Zakonu o razvojnoj banci Crne Gore.

LITERATURA

1. Achemoglu D. (1997). Training and innovation in an imperfect labour market, *Review of Economic Studies*;
2. Acemoglu, D., and James A Robinson, J. A. (2012). *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty*, New York: Crown,
3. Adewale, R.A. (2017). Import substitution industrialisation and economic growth – Evidence from the group of BRICS countries, *Future Business Journal*, Volume 3, Issue 2, December 2017, pp. 138-158, doi:10.1016/j.fbj.2017.06.001;
4. Amidu, M., & Wolfe, S. (2013). Does bank competition and diversification lead to greater stability? Evidence from emerging markets *Review of Development Finance*, Volume 3, Issue 3, 2013, Pages 152-166, ISSN 1879-9337;
5. Anderson, J. E., Larch, M., & Yotov, Y. V. (2020). Transitional Growth and Trade with Frictions: A Structural Estimation Framework†, *The Economic Journal*, doi:10.1093/ej/ueaa020 ;
6. Arrow, K.J. & Lind, R. C (1970). Uncertainty and the Evaluation of Public Investment Decisions, *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 60(3), pages 364-378, June.
7. Asdrubali P., Signore S., (2015) The Economic Impact of EU Guarantees on Credit to SMEs, Evidence from CESEE Countries, Discussion papper 002, EC, EIF;
8. Auyezbayeva T. & Tussupova, S., Finance and Economic Growth Relationships in Case of Kazakhstan: Proposed Research Background, (October 9, 2013). Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2338047>;
9. Avramović, D., Ostojić N. (2016). The Impact of Sanctions on the Economy and Society of the Federal Republic of Yugoslavia in an International Perspective, European Center for Peace and Development (ECPD), Beograd; [www.ecpd.org.rs/pdf/2015/books/2016/2016 the impact of sanction web.pdf](http://www.ecpd.org.rs/pdf/2015/books/2016/2016%20the%20impact%20of%20sanction%20web.pdf)
10. Balassa, B. (1988). The lessons of East Asian development: An overview. *Economic Development and Cultural Change*;
11. Barboza, R.M. & Vasconcelos, G.F.R. (2019). Measuring the aggregate effects of the Brazilian Development Bank on investment. *The North American Journal of Economics and Finance*, 47, 223–236. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.12.013>
12. Bauer, P.T. (1984). *Reality and Rhetoric: Studies in the Economics of Development*, London: Weidenfield & Nicolson, London;
13. Begović B., Bukvić R., Mijatović B., Paunović M., Sepi R., Hiber D. (2002). Antimonopolska politika u SR Jugoslaviji, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd;
14. Bernanke, B. & Gertler, M. & Gilchrist, S. (1996). The Financial Accelerator and the Flight to Quality, *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 78(1);
15. Bhagwati, N.J. (1988). Poverty and public policy, *World Development*, 16: 539–555;
16. Bjelić, P. (2003). *Ekonomika međunarodnih odnosa*, Prometej, Beograd;
17. Bjelić, P. (2004). *Necarinske barijere u međunarodnoj trgovini*, Prometej, Beograd;
18. Bjelić, P. (2015) *Building Competitiveness and Increasing Trade Potential in the Western Balkans: Policy Making in Preparing for European Integration*. In: Thomas

- M., Bojicic-Dzelilovic V. (eds) *Public Policy Making in the Western Balkans*. Springer, https://doi.org/10.1007/978-94-017-9346-9_4;
19. Bjelić, P. (2018). Međunarodna trgovina, Teorija, poslovanje, politika, CID, Ekonomski fakultet u Beogradu;
 20. Bjelić, P., Dragutinović Mitrović, R. (2012). The Effects of Competing Trade Regimes on Bilateral Trade Flows: Case of Serbia, *Proceedings of Rijeka Faculty of Economics - Journal of Economics and Business*, vol. 30, no. 2, 2012, 267-294;
 21. Bjelić, P. (2018). Trade facilitation in the Central European Free Trade Agreement (CEFTA): an imperative to boost intra-regional trade. In UNCTAD Transport and Trade Facilitation Newsletter (Vol. 18).
 22. Brei, M., & Schclarek, A. (2013). Public bank lending in times of crisis. *Journal of Financial Stability*, 9(4), 820-830;
 23. Breton, R. (2014). A Human Capital Theory of Growth: New Evidence for an Old Idea, Vol 14-13, Center for Research in Economics and Finance (CIEF), [doi:10.2139/ssrn.2456903](https://doi.org/10.2139/ssrn.2456903);
 24. Briguglio, L. P. (2016). Exposure to external shocks and economic resilience of countries: evidence from global indicators. *Journal of Economic Studies*. 43(6):
 25. Brunnermeier, M.K., & Oehmke, M. (2013). The Maturity Rat Race, *The Journal of Finance*, 68(2);
 26. Buchanan, J.M. (1954). Social choice, democracy and free markets, *Journal of Political Economy*, 62: 114-123;
 27. Burda M., Wyplosz C. (2012). *Macroeconomics: A European text*, Fifth Edition (prevod, Popović Danica, Ekonomski fakultet, Beograd);
 28. Callaway J. M., Kaščelan S. i Marković M. (2010). Ekonomski uticaj klimatskih promjena u Crnoj Gori, UNDP, GEF, Ministarstvo održivog razvoja i turizma;
 29. Centralna banka Crne Gore, Platni Bilans, 2020; <https://www.cbcg.me/me/statistika/statisticki-podaci/ekonomski-odnosi-sa-inostranstvom/platni-bilans>;
 30. Centralna banka Crne Gore, Bilten CBCG, Avgust 2023; https://www.cbcg.me/slike_i_fajlovi/fajlovi/fajlovi_publikacije/biltencbcg/2023/bilten_avg_2023.pdf
 31. Centralna banka Crne Gore (2024). Izvještaj o stabilnosti finansijskog sistema u 2023. godini, str. 26. <https://www.cbcg.me/me/kljucne-funkcije/finansijska-stabilnost/finansijski-sistem-crne-gore>
 32. Centralna banka Crne Gore (2025). Izvještaj o stabilnosti finansijskog sistema u 2024. godini, <https://www.cbcg.me/me/kljucne-funkcije/finansijska-stabilnost/finansijski-sistem-crne-gore> ;
 33. Centralna banka Crne Gore (2025) Monetarne finansijske institucije, monetarna i finansijska statistika, <https://www.cbcg.me/me/statistika/statisticki-podaci/monetarna-i-finansijska-statistika/monetarne-finansijske-institucije>
 34. Chan T., Dimitrijevic A. (2023). Global Debt Leverage: Is a Great Reset Coming? <https://www.spglobal.com/en/research-insights/featured/special-editorial/look-forward/global-debt-leverage-is-a-great-reset-coming>
 35. Chenery, H. (1979). *Structural change and development policy*, Oxford University Press;
 36. Chenery, H. (1983). Interaction between theory and observation in development, *World Development*, 11(10), 853-861, doi:10.1016/0305-750x(83)90068-2

37. Conefrey, T., O'Reilly, G., & Walsh, G. (2018). Modelling external shocks in a small open economy: the case of Ireland. *National Institute Economic Review*, 244(1);
38. Copstake J. (1999). *Theories of Economic Development*, UNESCO Encyclopedia of the Life Sciences, 2nd draft (<https://personal.utdallas.edu/~mjleaf/Copestakeunesco.html>);
39. Cvetanović, S. (1997) *Teorija privrednog razvoja*, Zavod za udžbenike i nastavna sredstva, Beograd;
40. Diamond, W., & Raghavan, V. S. (Eds.). (2010). *Aspects of development bank management*. World Bank Institute (WBI) Development Study, EDI Series in Economic Development. World Bank Group. <http://documents.worldbank.org/curated/en/884341468767098130/Aspects-of-development-bank-management>;
41. Diamond, W. & Raghavan, V.S. (1982). *Aspects of development bank management*. World Bank Institute (WBI) Development Study.
42. Dalberg. (2010). *The Growing Role of the Development Finance Institutions in International Development Policy*, Dalberg Global Development Advisors, Copenhagen; (https://www.deginvest.de/DEG-Documents-in-English/Download-Center/EDFI-The-growing-role-of-DFIs-in-International-Development-Policy_2010.pdf);
43. Dalberg. (2011). *Report on Support to SMEs in Developing Countries through Financial Intermediaries*, Dalberg Global Development Advisors, Copenhagen; (https://www.eib.org/attachments/dalberg_sme-briefing-paper.pdf);
44. Dalhuijsen E., Gutierrez E., Kliatskova T., Mok R., and Regelink M. (2023), *Greening National Development Financial Institutions: Trends, Lessons Learned, and Ways Forward*, World Bank;
45. De la Torre, Augusto & Ize, Alain, (2013). *The foundations of macroprudential regulation : a conceptual roadmap*, *Policy Research Working Paper Series* 6575, The World Bank.
46. Dewatripont, M. & Maskin, E. (1995). *Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies*. *The Review of Economic Studies*, 62(4);
47. Dickinson, T. (2012). *Development Finance Institutions: Profitability Promoting Development*. (<http://www.oecd.org/dev/41302068.pdf>);
48. Di Gong Di, Xu Jiajun, Yan Jianye (2023). *National Development Banks and Loan Contract Terms: Evidence from Syndicated Loans*, *Journal of International Money and Finance*, Volume 130, Article 102763;
49. Djurović G. (2012). *Evropska unija i Crna Gora, politika proširenja*, Ekonomski fakultet, Podgorica;
50. Djurovic G., Milovic N. (2013). *Fulfilling the Goals of Europe 2020 Strategy in the Context of Competitiveness Growth*, Conference "The Global Economic Crisis and the Future of European Integration", Nis, Serbia, 18. October 2013 (published in "Economic themes" Vol 4/2013, 695-712);
51. Đurović V., Bjelić P., Raičević P. (2026, in press). *Financial institutions and efficiency of the financial system: Evidence from Montenegro*. *Ekonomický časopis / Journal of Economics*, Vol. 73, 2025, No. 9-10, pp. 457-476;
52. Domar E. (1946), *Capital Expansion, Rate of Growth and Employment*, *Econometrica*, 14(2): 137-147. doi: 102307/1905364;
53. Dragutinović, D., Filipović, M., Cvetanović, S. (2005). *Teorija privrednog rasta i razvoja*, Ekonomski fakultet, Beograd; 567-587;

54. Dragutinovic-Mitrovic R., Bjelic P. (2015). Trade regimes and bilateral trade in the EU enlargement process: Focus on the Western Balkans, *Acta Oeconomica*, vol. 65/2, 249-270, DOI: 10.1556/032.65.2015.2.4;
55. Duican E.R., Pop A. (2015). The implications of credit activity on economic growth in Romania, *Procedia Economics and Finance*, Vol. 20, 195-201; doi: 10.1016/S2212-5671(15)01286-1;
56. Edwards, S. (1998). Openness, Productivity and Growth: What Do We Really Know? *The Economic Journal*, 108(447), 383–398. doi:10.1111/1468-0297.00293
57. European Bank for Reconstruction and Development (2012). Multilateral Development Bank Principles to Support Sustainable Private Sector Operation, Heads of MDBs meeting, 21 April 2012, Washington (<https://www.ebrd.com/downloads/news/mdb.pdf>);
58. Elias, R. & Guimarães, L. (2024). This is not America: The credit channel of monetary policy in Brazil. *Economía (LACEA Journal)*. <https://doi.org/10.31389/eco.391>
59. European Bank for Reconstruction and Development (2018). Additionality in the EBRD – Review of Concept and Application;
60. European Central Bank (2023). Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE) in the euro area;
61. European Commission (2021). European Economic Forecast, Winter 2021, 11/02/2021;
62. European Investment Bank (2016). Assessment of financing needs of SMEs in Western Balkans Countries. Country Report: Montenegro, Business and Finance Consulting; https://www.eib.org/attachments/efs/assessment_of_financing_needs_of_smes_monte_negro_en.pdf
63. European Investment Bank (2019). Assessment of EIB Support to SMEs Channelled via IDF, Completion Report prepared by Business & Finance Consulting, BDO;
64. European Investment Fund (2014), Guidelines for SME Access to Finance Market Assessments, Working Paper 2014/22; https://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2014_22.htm
65. Energy Community (2022). Decision of the Ministerial Council of the Energy Community No 2022/02/MC-EnC on amending Ministerial Council Decision No 2021/14/MC- EnC amending Annex I to the Treaty Establishing the Energy Community and incorporating Directive (EU) 2018/2001, Directive (EU) 2018/2002, Regulation (EU) 2018/1999, Delegated Regulation (EU) 2020/1044, and Implementing Regulation (EU) 2020/1208 in the Energy Community *acquis communautaire*;
66. Ershovaa, I., Ershov, A. (2016). Development of a strategy of import substitution, *Procedia Economics and Finance* 39 (2016) 620 – 624, doi: 10.1016/S2212-5671(16)30308-2 ;
67. Fernández-Arias, E., Hausmann, R. & Panizza, U. (2019). Smart development banks. IDB Publications Working Paper, No. 9780. Inter-American Development Bank, Washington, D.C.;
68. Felipe Carvalho de, R., “Financial Sustainability and Infrastructure Finance: The Role of Development Banks”, in Stephany Griffith-Jones, and José Antonio Ocampo (eds), *The Future of National Development Banks*, Initiative for Policy Dialogue (Oxford, 2018; online edn, Oxford Academic, 22 Nov. 2018);
69. Fernández-Arias, E., Hausmann, R., & Panizza, U. (2019). Smart development banks (IDB Publications Working Paper No. 9780). Inter-American Development Bank. <https://doi.org/10.18235/0001845>;

70. Fernandez-Arias E., HU J. (2020). Effective Development Banking: Loans or Guarantees? International Research Initiative on PDBs and DFIs Working Groups, Working Paper no. 8, <https://www.nse.pku.edu.cn/docs/20201104153531914478.pdf>
71. Frigerio, M. (2024). Innovation and global sustainable development: What role for development banking? In Innovation - Research and Development for Human, Economic and Institutional Growth. <https://doi.org/10.5772/intechopen.112062>;
72. Gaćeša, R. (2010). Pojam i suština razvojnih banka, Bankarstvo, Vol. 7-8/2010; 66-79;
73. Giannetti M. and Laeven L. 2012. "Flight Home, Flight Abroad, and International Credit Cycles." American Economic Review, 102 (3): 219–24. DOI: 10.1257/aer.102.3.219;
74. Griffith-Jones, S. & Tyson, J. (2013) The European Investment Bank: Lessons for Developing Countries, WIDER Working Paper Series wp-2013-019, World Institute for Development Economic Research (UNU-WIDER);
75. Griffith-Jones, S., Ocamo, J.A. (2018). The future of national development banks, Oxford University Press;
76. Gössinger A., Raza W. (2011). Bilateral Development Finance institutions in Europe, A comparative analysis of DEG, CDC, FMA, and NORFUND with recommendations for development policy, Working paper 29, Austrian Research Foundation for International Development, Vienna; (https://www.researchgate.net/publication/258359571_Bilateral_Development_Finance_institutions_in_europe_a_comparative_analysis_of_DEG_CDC_FMA_and_NORFUND_with_recommendations_for_development_policy/references);
77. Gutierrez, E., Heinz P. Rudolph, H.P., Homa, T., Beneit B. (2011). Development Banks, Role and Mechanisms to Increase their Efficiency, World Bank Policy Research Paper no. 5729;
78. Gutierrez, E., Kliatskova, T. (2021). National Development Financial Institutions: Trends, Crisis Response Activities, and Lessons Learned, EFI Insight-Finance, EBRD; p.7;
79. Gyimah, A. G., & Agyeman, A. S. (2019). A Study on How Development Finance Institutions Support SMEs: A Case Study of International Finance Corporation. International Journal of Financial Research, 10(2), 27. doi:10.5430/ijfr.v10n2p27
80. Hall, R. E., and Jones, C. I. (1999). Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?" Quarterly Journal of Economics, v114, n1, 83-116;
81. Harrod R.F. (1939). An Essay in Dynamic Theory, *The Economic Journal*, 49(193): 14-33, doi: 10.2307/2225181;
82. Hausmann R., Rodrik D. and Velasco A. (2006). Getting the diagnosis right, Finance and Development, 43;
83. Hausmann, R., Rodrik D., and Andrés Velasco A. (2005). Growth Diagnostics, A new approach to economic reform. John F. Kennedy School of Harvard University (Cambridge,Massachusetts); <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2006/03/hausmann.htm>
84. Heinz P. R., (2009). State Financial Institutions: Mandates, Governance, and Beyond, *World Bank Policy Research Working Paper* 5141. World Bank, Washington, D.C.
85. Hoff K., Stiglitz E. J. (2001). Modern Economic Theory and Development, ch.11 in the book: Frontiers of the Development Economics (eds Stiglitz J., Meier G.), World Bank, Oxford University Press;
86. Horsten J., Stavenuiter S. (2010). FMO Annual Evaluation Review 2009/2010, Dealing with changing conditions in FMO's markets, Dutch Entrepreneurial Development Bank,

- https://www.fmo.nl/l/nl/library/download/urn:uuid:76fd7d75-2460-4794-a238-e35685fedf9c/evaluation+report+2009.pdf?format=save_to_disk&ext=.pdf
87. Hudson, M. (2023). The US Financial Quandary: ZIRP'S Only Exit Path is a Crash. *Investigación Económica*, 82(325), 320; <https://doi.org/10.22201/fe.01851667p.2023.325.86133>
 88. Hadson, M. (2022). Sudbina civilizacije: Finansijski kapitalizam, Industrijski kapitalizam ili Socijalizam, Baskervil;
 89. Xu, J., Marodon, R., Ru, X., Ren, X., & Wu, X. (2021). What are public development banks and development financing institutions, *China Economic Quarterly International*, 1 (4);
 90. IMF (2025). Global Debt Database; <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD>;
 91. IMF (2025); Global Debt Monitor 2025; <https://www.imf.org/external/datamapper/GDD/2025%20Global%20Debt%20Monitor.pdf>;
 92. Institute of International Finance (2025). Global Debt Monitor, February 2025;
 93. Institute for Strategic Studies and Prognosis (2024). Regional Food and Energy Trade: Evidence from Western Balkans region and Montenegro, ISSP, Podgorica;
 94. International Monetary Fund (2016). Montenegro: Financial System Stability Assessment, *Volume 2016: Issue 088*, <https://doi.org/10.5089/9781475519815.002>;
 95. International Monetary Fund (2023), Global Debt Monitor in 2022 (<https://www.imf.org/-/media/Files/Conferences/2023/2023-09-2023-global-debt-monitor.ashx>);
 96. International Financial Corporation (2017). SME Finance Gap Assessment of the Shortfalls and Opportunities in Financing Micro, Small and Medium Enterprises in Emerging Market, IFC, World Bank, (<https://www.smefinanceforum.org/sites/default/files/Data%20Sites%20downloads/MSME%20Report.pdf>);
 97. Jednak, S., Parežanin M., Kragulj D. (2016), Domestic and International Sources of Funding Economic Development of Serbia, InfoM, Faculty of Organisational Sciences, Vol. 59/2016: <https://infom.fon.bg.ac.rs/index.php/infom/article/view/2075/2047>;
 98. Johnson H. (2013). International Trade and Economic Growth, (Collected Works of Harry Johnson), Routledge, Taylor and Francis Group;
 99. Kawa, P., Wajda-Lichy, M., Fijorek, K., & Denkowska, S. (2020). Do Finance and Trade Foster Economic Growth in the New EU Member States: Granger Panel Bootstrap Causality Approach. *Eastern European Economics*, Volume 58, Issue 6, 458-477. Doi:10.1080/00128775.2020.1762497
 100. Kemal, A. (2000). Financing Economic Development. *The Pakistan Development Review*, 39(4), 293-311. Retrieved February 11, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/41261111>;
 101. Keynes, John Maynard (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money, Macmillan Cambridge University Press; 320;
 102. Kiguel, M. A., Levy Yeyati, E., Galindo, A., Panizza, U., Miller, M., Rojas-Suarez, L., Bebczuk, R., López-de-Silanes, F., Bernal, O., Auerbach, P., Chong, A., Mandalaoui, C., Izquierdo, A., Kamil, H., Demaestri, E. C., Loboguerrero, A. M., Cowan, K., Rodriguez-Clare, A., Fergusson, L., Micco, A., Powell, A., Suárez, G., Lora, E., Stein, E. H., & Studart, R. (2005). Unlocking

- credit: The quest for deep and stable bank lending. Economic and social progress in Latin America. 2005 report. Inter-American Development Bank;
103. Korkmaz, S. (2015). Impact of bank credits on economic growth and inflation. *Journal of applied finance and banking*, 5(1), 57-69;
 104. Krueger O.A: (1990), *Government Failures in Development*, *Journal of Economic Perspectives*, 4(3);
 105. Lal D. (1985). *The Poverty of Development Economics*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press;
 106. Landry, R., Amara, N., & Lamari, M. (2002). Does social capital determine innovation? To what extent? *Technological Forecasting and Social Change*, 69(7);
 107. Lang, W. W., & Nakamura, L. I. (1995). "Flight to quality" in banking and economic activity. *Journal of Monetary Economics*, 36(1), 145-164. doi:10.1016/0304-3932(95)01204-9;
 108. Lazzarini, S.G. Musacchio, A. & Bandeira-de-Mello, R. & Marcon, R. (2015) What Do State-Owned Development Banks Do? Evidence from BNDES, 2002-09" *World Development*, Elsevier, 66(C);
 109. Lewis, A. (1954). *Economic Development with Unlimited Supplies of Labour*, the Manchester School, Vol. 22, Issue 2;
 110. Lipovina – Božović M., Cerović – Smolović J. (2016). Evidence on Economic Growth and Financial Development in Montenegro, *Management*, No. 11, Vol. 4, 349-365, (http://www.fm-kp.si/zalozba/ISSN/1854-4231/11_349-365.pdf);
 111. Little I. (1982). *Economic Development: Theories, Policies, and International Relations*, New York: Basic
 112. Lucas R.B. (1988). On the mechanics of economic development, *Journal of Monetary Economics*, 22 (1988): 3-42;
 113. Lucas R.B. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries?, *AEA Papers and Proceedings*, 80: 92-96;
 114. Luna-Martínez, J. & Leonardo Vicente, C., (2012). *Global Survey of Development Banks*, Policy Research Working Paper, No. WPS 5969. World Bank Group, Washington, D.C;
 115. Lütkepohl, H. (2005). *New introduction to multiple time series analysis*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg. <https://doi.org/10.1007/978-3-540-27752-1>;
 116. Mankiw, N. Gregory, Romer, David, and Weil, David N. (1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth, *Quarterly Journal of Economics*, v107, Issue 2, 407-437;
 117. March, J., Olsen J.P. (1989). *Rediscovering Institutions: The Organizational Basis of Politics*, Free Press, New York;
 118. Martin, A., Skeie, D., & von Thadden, E. (2014). The fragility of short-term secured funding markets. *Journal of Economic Theory*, 149(C);
 119. Massa I. (2011). *Impact of multilateral development finance institutions on economic growth*, Overseas Development Institute, London; (https://www.researchgate.net/profile/Isabella_Massa/publication/265263955_Impact_of_multilateral_development_finance_institutions_on_economic_growth/links/5693c2f608ae425c6895fe30.pdf);
 120. Matsumoto, A., Merlone, U., & Szidarovszky, F. (2011). Some notes on applying the Herfindahl-Hirschman Index. *Applied Economics Letters*, 19(2). <https://doi.org/10.1080/13504851.2011.570705>;

121. Mazzucato M. and Penna C (2014). Beyond Market Failures: The Market Creating and Shaping Roles of State Investment Banks, Working Papers Series No. 7, Institute for New Economic Thinking;
122. Mazzucato, M., & Penna, C. C. R. (2015). The rise of mission-oriented state investment banks: The cases of Germany's KfW and Brazil's BNDES (SWPS 2015-26). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2744613>;
123. McDonald, D.A., Thomas, M. and Barrowclough, D. (2020). Public Banks and COVID-19: Combating the Pandemic with Public Finance, Municipal Services Project (Kingston), UNCTAD (Geneva) and Eurodad (Brussels), 2020;
124. Milović N., (2012) Zajedničko tržište i politika konkurencije Evropske unije. Univerzitet Crne Gore - Ekonomski fakultet,
125. Montenegrin Employers Federation (2016). Access to Financial Resources in Montenegro – The Enabling Environment for Sustainable Enterprises in Montenegro, Report; (<http://poslodavci.org/en/publications/access-to-financial-resources-in-montenegro>);
126. Moslener, U., Thiemann, M., Volberding, P. (2018). National Development Banks as Active Financiers: The Case of KfW, in The Future of national development banks (edited by Griffith-Jones, S., Ocamo, J.A.), The initiative for policy dialogue series, Oxford University Press: 63-86; DOI:10.1093/oso/9780198827948.003.0003;
127. Multilateral Development Bank Principles to Support Sustainable Private Sector Operation (2012), Heads of MDBs meeting, 21 April 2012, Washington (<https://www.ebrd.com/downloads/news/mdb.pdf>);
128. Oatley, T. (2019). International Political Economy: Sixth Edition. Routledge.
129. Obradovic S., Lojanica N. (2019). Export-Led Growth: Evidence from Post-Communist Serbia, Romanian Journal of Economic Forecasting – XXII (2) 2019;
130. OECD (2015). Smjernice korporativnog upravljanja za preduzeća u državnom vlasništvu; https://www.oecd.org/hr/publications/smjernice-oecd-a-za-korporativno-upravljanje-u-poduzecima-u-drzavnom-vlasnistvu_45a716e6-hr.html;
131. OECD (2016), Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD Scoreboard, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/fin_sme_ent-2016-en;
132. Olowononi P.A. (2020). The role of Development Finance Institutions in promoting Industrialization and Import Substitution in Nigeria (<https://www.linkedin.com/pulse/role-development-finance-institutions-promoting-import-olowononi>);
133. Öztürk, H., Gültekin-Karakaş, D., & Hisarciklilar, M. (2010). The role of development banking in promoting industrialization in Turkey. *Region et Developpement*, 32, 153-178. <http://region-developpement.univ-tln.fr/en/pdf/R32/%5B6%5D%20Ozturk.pdf>;
134. Panizza, U. (2024). Bank ownership around the world. *Journal of Banking & Finance*, 166, 107255. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2024.107255>;
135. Paus, E. (2012). Confronting the Middle Income Trap: Insights from Small Latecomers. *Studies in Comparative International Development*, 47(2), 115–138. doi:10.1007/s12116-012-9110-y;
136. Passos, N. & Modenesi, A.D.M. (2020). Do public banks reduce monetary policy power? Evidence from Brazil. *International Review of Applied Economics*, 35(3–4), 502–519. <https://doi.org/10.1080/02692171.2020.1837745>
137. Piketty T. (2013). *Le capital au XXI siècle*, Éditions du Seuil, Harvard University Press (Kapital u XXI stoleću, prevod, Akademska knjiga, Beograd, 2015);

138. PWC & IPER (2021). Report on market failures and investment gaps, u okviru projekta "Improving access to finance of private sector for competitiveness and innovation", EuropeAid/140230/IH/SER/ME, November 2021;
139. Rajkovic M., Bjelic P., Jacimovic D., Verbic M. (2019). The impact of the exchange rate on the foreign trade imbalance during the economic crisis in the new EU member states and the Western Balkan countries, *Economic Research - Ekonomska Istraživanja*, Volume 33, 2020 - Issue 1, 182 - 203, <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1708771>
140. Razvojna banka Sjeverne Makedonije (2024), Izveštaj i podaci na dan 30/06/2024; <https://www.mbdp.com.mk/mk/AboutUs/IzvestaiNaBankata/27>
141. Rudolph, H.P. (2009). State financial institutions: Mandates, governance, and beyond. Policy Research Working Paper No. 5141. World Bank Group, Washington, D.C.
142. Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088).
143. Ratnovski L., Narain A., (2007) „Public Financial Institutions in Developed Countries—Organization and Oversight“, IMF Working Paper WP/07/227;
144. Ray D. (2008), Development economics, in: L. Blume, S. Durlauf (Eds.), The New Palgrave Dictionary of Economics, Palgrave, (<https://debrajray.com/wp-content/uploads/2017/12/SympIntro.pdf>);
145. Rodriguez F., Rodrik D. (1999). Trade policy and economic growth: A skeptic's guide to the cross-national evidence, *NBER Working paper series*, Working paper 7081, National Bureau of Economic Research, Massachusetts, (<https://www.nber.org/papers/w7081.pdf>);
146. Romer, P.M. (1986). Increasing returns and long run growth, *Journal of Political Economy*, 94: 1002–1037;
147. Rosić, I. (2000) Rast, strukturne promene i funkcionisanje privrede, Komino Trade, Kraljevo;
148. Rostov, W.W. (1960). The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto, Cambridge University Press, Chapter 2, the Five Stages of Growth, 4-16;
149. Schclarek, A., Xu, J., & Yan, J. (2023). The maturity lengthening role of national development banks. Working paper series of new structural economics, *International Review of Finance*, Vol. 23, DOI: 10.1111/irfi.12391, 130-157;
150. Schneider G.L. The 1973 Oil Crisis and Its Economic Consequences, Bill of Rights Institute; <https://billofrightsinstitute.org/essays/the-1973-oil-crisis-and-its-economic-consequences> ;
151. Schultz, T. W. (1961). Investment in Human Capital, *American Economic Review*, v51, n1, 1-17;
152. Scott, D. H. (2007). Strengthening the governance and performance of state-owned financial institutions (Policy Research Working Paper No. 4321). The World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-4321>;
153. Sen, A. (2013). Inequality Re-examined, Oxford Scholarship Online, DOI:10.1093/0198289286.001.0001;
154. SID Bank (2024), Annual Report 2023;

155. Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, 48(1), 1–48.
<https://doi.org/10.2307/1912017>;
156. Smallridge, D., De Olloqui, F. (2011), „A Health Diagnostic Tool for Public Development Banks“, Inter-American Development Bank, Institutional Capacity and Finance Sector, TECHNICAL NOTES No. IDB-TN-225. <http://dx.doi.org/10.18235/0008553>;
157. Solow, R.M.(1956). A contribution to the theory of economic growth, *Quarterly Journal of Economics*, 70: 65–94.
158. Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *The American Economic Review*, 71(3), 393–410. <http://www.jstor.org/stable/1802787>
the World Bank Annual Conference on Economic Development 1993. Washington;
159. Stiglitz, J. E. (1994). The Role of the State in Financial Markets. In M. Bruno, & B. Pleskovic (Eds.), *Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics* (pp. 19-52). World Bank;
160. Szabó, A., & Petrosyan, A. (2007). Small and medium-sized enterprises in the Caucasian countries in transition. *Asia Europe Journal*, 5(1), 115–132.
161. Tashevskaja, B., Trenovski, B., & Trpkova - Nestorovska, M. (2020). The Government Revenue–Expenditure Nexus in Southeast Europe: A Bootstrap Panel Granger-Causality Approach. *Eastern European Economics*, 1–18.
162. Toda, H.Y. & Yamamoto, T. (1995). Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes. *Journal of Econometrics*, 66(1–2), 225–250.
163. Thorne, J. & Du Toit C., (2009). A macro-framework for successful development banks. *Development South Africa* 26(5), 677–694.;
164. Thorne, J. (2011). A framework for successful development banks. Development Bank of Southern Africa, Development Planning Division. Working Paper Series No. 25;
165. Todaro M., Smith S. (2015). *Economic development*, Pearson;
166. UN (2015). Transforming our world: the UN 2030 Agenda for sustainable development, Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015, A/RES/70/1, UN, New York.
167. UNDP (2020). Identifikacija poljoprivrednih proizvoda sa najvećom dodatom vrijednošću na teritoriji Crne Gore i analiza njihovih „lanaca vrijednosti“ sa posebnim fokusom na životnu sredinu, Januar 2020, E co Ltd., UK;
168. UNDP (2020). Mehanizam finansiranja: dizajn i primjena šema plaćanja na osnovu učinka, Medix, Podgorica;
169. UNDP (2020). Procjena uticaja COVID-19 na poslovni sektor i perspektive rasta ekonomije Crne Gore, Privremeni izvještaj, 17 jul 2020; (https://www.me.undp.org/content/montenegro/en/home/library/economy_environment/Covid19EconomicImpactAssessment.html);
170. UNDP (2020). Studija o politikama i podsticajima za zeleni biznis u Crnoj Gori sa fokusom na poljoprivredu, energetiku i turizam, Fidelity consulting Podgorica;
171. UNFCCC (2021). Updated NDC for Montenegro; <https://unfccc.int/sites/default/files/NDC/2022-06/Updated%20NDC%20for%20Montenegro.pdf>
172. Unija poslodavaca Crne Gore (2016). Pristup finansijskim sredstvima u Crnoj Gori (Report, Access to Financial Resources in Montenegro – The Enabling Environment for Sustainable Enterprises in Montenegro, Jul 2016);

- <https://www.poslodavci.org/biblioteka/publikacije/pristup-finansijskim-sredstvima-u-crnoj-gori>
173. Uprava za statistiku (2024). Broj i struktura poslovnih subjekata u Crnoj Gori u 2023. godini, saopštenje; <https://www.monstat.org/cg/page.php?id=2236&pageid=98>);
 174. Uprava za statistiku (2024). Preliminarni rezultati Popisa stanovništva 2023 objavljeni u januaru 2024. godine; <https://www.monstat.org/cg/page.php?id=2202&pageid=1992>;
 175. Uvalić, M. (2014). Structural problems of the Western Balkan economies, in book: EU enlargement between conditionality, progress and enlargement fatigue, Aspen Institute, German: 83-86;
 176. Vukčević R. (1986). Efikasnost investicija u Crnoj Gori, u "Strategija razvoja SR Crne Gore", IDEI, Titograd;
 177. Yeyati, E.L., Eduardo, L.Y., Micco, A. & Panizza, U., (2004). Should the government be in the banking business? The role of state-owned and development banks. Working Paper, No. 517, Inter-American Development Bank, Research Department, Washington, DC.
 178. Yeyati, E. L., Micco, A., Panizza, U., Detragiache, E., & Repetto, A. (2007). A Reappraisal of State-Owned Banks [with Comments]. *Economía*, 7(2), 209–259. <http://www.jstor.org/stable/20060495>;
 179. World Bank Group, (2017). The Western Balkans: Revving up the engines of growth and prosperity (Report No. ACS22690). Washington, D.C.: World Bank Group. <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/28894/ACS22690.pdf>);
 180. World Bank (2017). MSME Finance Gap, Assessment of the Shortfalls and Opportunities in Financing Micro, Small And Medium Enterprises In Emerging Markets, World Bank, International Financial Corporation; https://documents1.worldbank.org/curated/en/653831510568517947/pdf/121264-WP-PUBLIC-MSMEReportFINAL.pdf?_gl=1*15aj46x*_gcl_au*MTkyMDE0MjY5Ny4xNzIyODkxOTYy;
 181. World Bank (2019). Enterprise Survey 2019, Montenegro, (<https://datacatalog.worldbank.org/search?q=montenegro%20enterprise%20survey%202019>);
 182. World Bank (2021). Global Economic Prospects, January 2021;
 183. World Bank (2021). Montenegro Systematic Country Diagnostic Update, June 2021;
 184. World Bank (2023). World Bank Group Country Survey 2023; <https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0065807/Montenegro---World-Bank-Group-Country-Survey-2023>);
 185. Živković O., Bjelić P. (2017). An Analysis of International Trade of Montenegro Using Statistics on the Operation of Transnational Corporations' Affiliates, *Journal of Central Banking Theory and Practice*, Vol.6, No.1, 2017, DOI:10.1515/jcbtp-2017-0008;

Propisi

- Zakon o Investiciono-razvojnog fondu Crne Gore („Sl.list CG“ br. 88/09, 40/10, 80/17);
- Statut Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore AD, („Sl.list CG“ br. 25/10, 26/11, 3/12, 16/12, 10/14, 82/17, 15/18, 58/18, 55/19);

- Odluka o minimalnim standardima za upravljanje rizicima u poslovanju Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore ("Sl.list CG", br. 79/18)
- Odluka o načinu izračunavanja koeficijenta adekvatnosti kapitala Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore ("Sl.list CG", br. 79/18)
- Zakon o privrednim društvima ("Sl.list CG", br. 65/20, 146/21, 5/24);
- Zakon o Centralnoj banci Crne Gore ("Sl.list CG", br. 40/10, 46/10, 6/13, 70/17, 125/23);
- Zakon o kreditnim institucijama („Sl.list CG“ br. 72/19, 82/21, 8/21)
- Zakon o stečaju i likvidaciji banaka („Sl.list RCG“ br. 64/01, „Sl.list CG“ br. 62/08, 44/10, 72/19);
- Zakon o potrošačkim kreditima („Sl.list CG“ br. 35/13, 73/17, 71/19, 8/21, 84/24)
- Zakon o poljoprivredi i ruralnom razvoju ("Sl.list CG", br. 56/09, 18/11, 40/11, 34/14, 1/15, 30/17, 51/17, 59/21);
- Zakon o energetici ("Sl.list CG", br. 5/16, 51/17, 82/20, 19/22, 152/22, 84/24);
- Zakon o životnoj sredini („Sl.list CG“ br. 52/16, 73/19, 84/24);
- Zakon o zaštiti od negativnih uticaja klimatskih promjena („Sl.list CG“ br. 73/19, 84/24);
- Zakon o industrijskim emisijama („Sl.list CG“ br. 17/19, 84/24);
- Zakon o klasifikaciji djelatnosti (Sl.list CG, br. 80/11, 152/22);
- Zakon o obligacionim odnosima ("Sl.list CG", br. 47/08, 4/11, 22/17);
- Zakon o razvojnoj banci („Sl.list CG“, br 99/24);
- Odluka o Energetskom bilansu Crne Gore za 2023. godinu („Sl.list CG“ br. 137/22).
- Odluka o Energetskom bilansu Crne Gore za 2024. godinu („Sl.list CG“ br. 104/23).
- Odluka o dugoročnom Energetskom bilansu Crne Gore 2023-2035. godine („Sl.list CG“ br. 87/22);
- Odluka o osnivanju Fonda za zaštitu životne sredine, („Sl.list CG“, br. 81/18);
- Zakon o potvrđivanju Okvirnog sporazuma između Crne Gore koju predstavlja Vlada Crne Gore i Evropske komisije o pravilima za sprovođenje finansijske pomoći Unije Crnoj Gori u okviru instrumenta pretpristupne podrške IPA II ("Sl. list CG". – Međunarodni sporazumi, br. 2/16);
- Zakon o regionalnom razvoju ("Sl. list CG", br. 20/11, 26/11, 20/15 i 47/19);
- Zakon o šemama kvaliteta poljoprivrednih i prehrambenih proizvoda ("Sl.list CG", br. 22/17);
- Zakon o turizmu i ugostiteljstvu ("Sl. list CG", br .2/18, 4/18, 13/18, 25/19, 67/19, 76/20, 131/21, 84/24);
- Zakon o uređenju tržišta poljoprivrednih proizvoda ("Sl. list CG" br. 51/17);
- Zakon o kontroli državne pomoći ("Sl. list CG", broj 12/18);
- Zakon o potvrđivanju Sporazuma o stabilizaciji i pridruživanju između Evropskih zajednica i njihovih država članica, sa jedne strane i Crne Gore, sa druge strane, Službeni list Crne Gore – međunarodni ugovor, br. 07/2007;
- Zakonom o finansijskom lizingu, faktoringu, otkupu potraživanja, mikrokreditiranju i kreditno-garantnim poslovima, Službeni list CG, br. 73/17, 74/20;
- Uredba o načinu izračunavanja indeksa razvijenosti jedinice lokalne samouprave, "Službeni list Crne Gore", br. 42/11, 72/19, 1/23, 112/25

Strateški dokumenti i izvještaji

- Generalni Sekretarijat Vlade Crne Gore (2018). Metodologija za razvoj politika, izradu i praćenje dokumenata strateškog planiranja;
- Investiciono razvojni fond Crne Gore AD (2019). Godišnji plan rada za poslovnu 2020. godinu, decembar 2019.
- Investiciono-razvojni fond (2019). Godišnji program rada za 2020;
- Investiciono-razvojni fond (2020). Izvještaj o radu IRF CG AD za 2019. godinu;
- Investiciono-razvojni fond (2020). Predlog izmjena i dopuna Srednjoročnog plana Investiciono-razvojnog fonda Crne Gore A.D. za period 2019-2022. godine usljed novonastale situacije izazvane pandemijom korona virusa;
- Investiciono-razvojni fond (2019). Programi finansijske podrške za 2020;
- Investiciono-razvojni fond (2019). Programi finansiranja zaštite životne sredine, energetske efikasnosti i obnovljivih izvora energije;
- Investiciono-razvojni fond (2016). Sporazum o saradnji sa Ministarstvom održivog razvoja i turizma u okviru programa „Sva čuda Crne Gore“;
- Investiciono-razvojni fond (2016). Sporazum o saradnji sa Ministarstvom održivog razvoja i turizma u okviru „Programa subvencionisanja kamatne stope na kredite odobrene privrednim društvima i preduzetnicima iz oblasti turizma i ugostiteljstva“;
- Ministarstvo ekonomije (2019). Industrijska politika 2019-2023;
- Ministarstvo ekonomije (2024). Industrijska politika 2024-2028;
- Ministarstvo ekonomije (2020), Izvještaj za 2019;
- Ministarstvo ekonomije (2014). Strategija razvoja energetike Crne Gore do 2030 i povezani Akcioni plan za period 2021-2025;
- Ministarstvo ekonomije (2020), Strategija za energetske efikasnost Crne Gore do 2025;
- Ministarstvo ekonomije (2019), Četvrti akcioni plan energetske efikasnosti Crne Gore za period 2019-2021.;
- Ministarstvo ekonomije (2020), Izvještaj o realizaciji Energetskog bilansa za 2019 godinu;
- Ministarstvo ekonomije (2019), Izvještaj o realizaciji Nacionalnog akcionog plana korišćenja energije iz obnovljivih izvora do 2020. godine, za period 2016-2017;
- Ministarstvo ekonomskog razvoja (2021). Izvještaj o tržišnim neuspjesima i investicionim prazninama (EuropeAid/140230/IH/SER/ME “Improving access to finance of private sector for competitiveness and innovation” project), Finalni izvještaj, Novembar 2021;
- Ministarstvo finansija (2020), Izvještaj o javnom dugu Crne Gore na dan 31.12.2019. godine;
- Ministarstvo finansija (2017), Pravci razvoja Crne Gore 2018.-2021. godine;
- Ministarstvo nauke (2019), Strategija pametne specijalizacije 2019-2024 sa Akcionim planom;
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2015), Druga nacionalna komunikacija prema UNFCCC;
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2020), Izvještaj o realizaciji Programa podsticajnih mjera u oblasti turizma za 2019/2020 godinu sa Javnim pozivima za unaprijedjenje ponude na sjeveru Crne Gore;

- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2017), Socio-ekonomska analiza ulaganja za ratifikaciju Pariskog sporazuma;
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2019), Drugi ažurirani dvogodišnji izvještaj za Crnu Goru;
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2015). Inventar gasova 2013;
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2018). Izvještaj o implementaciji Nacionalne strategije u oblasti klimatskih promjena 2030 i Akcioni plan;
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2016). Nacionalna strategija održivog razvoja do 2030;
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2016). Nacionalna strategija za klimatske promjene 2030 sa Akcionim planom za njenu implementaciju;
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2018). Program podsticajnih mjera u oblasti turizma za 2018/2019 godinu;
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2019). Program razvoja ruralnog turizma sa akcionim planom do 2021. godine, Ministarstvo održivog razvoja i turizma, 2019.
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2017), Razvoj povoljnijeg ambijenta za zelene poslove i preduzeća u Crnoj Gori, Ministarstvo održivog razvoja i turizma, ILO, Podgorica;
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2008), Strategija razvoja turizma Crne Gore do 2020 godine;
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2017). Strategija zaštite od jonizujućeg zračenja, radiacione sigurnosti i upravljanja radioaktivnim otpadom 2017-2021 sa Akcionim Planom 2017-2021;
- Ministarstvo održivog razvoja i turizma (2020), Treći nacionalni izvještaja za Crnu Goru prema UNFCC;
- Ministarstvo poljoprivrede i ruralnog razvoja (2015), Akcioni plan za harmonizaciju sa EU acquis, Poglavlje 11 - Poljoprivreda i ruralni razvoj;
- Ministarstvo poljoprivrede i ruralnog razvoja (2015), Strategija za razvoj poljoprivrede i ruralnih područja 2015-2020;
- Ministarstvo poljoprivrede i ruralnog razvoja (2020), Agrobudžet za 2020. godinu;
- Ministarstvo poljoprivrede i ruralnog razvoja (2019), Akcioni plan za uspostavljanje IACS i Agencije za plaćanja;
- Ministarstvo poljoprivrede i ruralnog razvoja (2019), IPARD II, verzija 1.2;
- Ministarstvo poljoprivrede i ruralnog razvoja (2020), Izvještaj za 2019;
- Ministarstvo finansija (2020), Smjernice makroekonomske i fiskalne politike 2020-2023. godine, 9. jul 2020. godine.
- Vlada Crne Gore (2017), Strategija za smanjenje rizika od katastrofa 2018-2023;
- Vlada Crne Gore (2014). Strategija razvoja energetike Crne Gore do 2030. godine;
- Vlada Crne Gore (2016), Strategija razvoja energetike Crne Gore do 2030. godine - Akcioni plan 2016-2020 godine;
- Vlada Crne Gore (2019). Strategija pametne specijalizacije za period 2019-2024. godine;
- Vlada Crne Gore (2024). Srednjoročni program rada Vlade Crne Gore 2024-2027. godine;
- Vlada Crne Gore (2011), Energetska politika Crne Gore do 2030. godine;
- Vlada Crne Gore (2020), Informacija o finansijskoj podršci Crnoj Gori za sprječavanje širenja i saniranje posljedica epidemije virusa COVID-19, 9.4.2020;

- Vlada Crne Gore (2020), Informacija o realizaciji programa prućanja podrške privredi i zaposlenima, u cilju ublažavanja negativnih efekata epidemije novog korona virusa COVID-19, 14.5.2020;
- Vlada Crne Gore (2021), IPA II 2014-2020, godišnje akcije;
- Vlada Crne Gore (2019), Program ekonomskih reformi za Crnu Goru 2019-2021;
- Vlada Crne Gore (2020), Program ekonomskih reformi za Crnu Goru 2020-2022 godine;
- Vlada Crne Gore (2021), Program ekonomskih reformi za Crnu Goru 2021-2023;
- Vlada Crne Gore (2022), Program ekonomskih reformi za Crnu Goru 2022-2024;
- Vlada Crne Gore (2023), Program ekonomskih reformi za Crnu Goru 2023-2025;
- Vlada Crne Gore (2024), Program ekonomskih reformi za Crnu Goru 2024-2026;

Internet izvori i baze podataka

- <https://www.cbcbg.me/>
- <https://www.irfcg.me/>
- <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/home>
- <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>
- <https://www.monstat.org/cg/>
- <http://www.nefi.eu/our-members/>
- <http://www.oecd.org/>
- <https://unstats.un.org/home/>
- <https://www.worldbank.org/>
- <https://ce-sejem.si/en/>
- <https://www.britannica.com/money/Washington-consensus>
- CBCG (2025). Izveštaj o stabilnosti finansijskog sistema u 2024. godini, str. 25.
<https://www.cbcbg.me/me/kljucne-funkcije/finansijska-stabilnost/finansijski-sistem-crne-gore> ;
- IMF, Global Debt Database (2025);
<https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD>;
- IMF; Global Debt Monitor 2025;
<https://www.imf.org/external/datamapper/GDD/2025%20Global%20Debt%20Monitor.pdf>
- Institute of International Finance (2025). Global Debt Monitor, February 2025;
https://www.iif.com/portals/0/Files/content/Global%20Debt%20Monitor_February2025_vf.pdf
- <https://unctad.org/news/global-public-debt-hit-record-102-trillion-2024-striking-developing-countries-hardest#:~:text=Global%20public%20debt%20reached%20an,Explore%20World%20of%20Debt%20Dashboard>

Prilozi

Prilog A: Dodatna VAR dijagnostika

Tabela 38. Dekompozicija varijanse

Horizon (months)	Panel A. Dependent variable: PCB effective rate (EAIR_PCB)				Panel B. Dependent variable: PCB loan volume			
	S.E.	Own	IDF rate	PCB loans	S.E.	IDF loans	PCB rate	IDF rate
1	0.56	98.8	1.2	0	0.61	0	7.1	0.2
3	0.74	85.6	10.4	3.6	0.66	0.4	8.5	0.8
6	0.93	75.5	16.4	6.4	0.7	1.6	9.3	1.3
10	1.09	70.2	19.2	8.3	0.74	2.3	10.1	1.8

Izvor: Sopstvena elaboracija

Tabela 39. Ljung-Box Q-statistika za serijsku korelaciju

Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE*stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	24.449	16	0.081	1.555	(16, 287.8)	0.0803
2	29.056	16	0.024	1.862	(16, 287.8)	0.0238
3	15.630	16	0.479	0.979	(16, 287.8)	0.4793
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE*stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	24.449	16	0.080	1.555	(16, 287.8)	0.0803
2	38.618	32	0.195	1.221	(32, 333.5)	0.1962
3	52.812	48	0.294	1.109	(48, 333.3)	0.2962

*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic

Izvor: Sopstvena elaboracija

Tabela 40. Testovi heteroskedastičnosti

Test	Chi-sq	df	Prob.	Test	Chi-sq
Joint Test	136.9754	160	0.9061	Joint Test	136.9754
Dependent	R-squared	F(16,93)	Prob.	Chi-sq(16)	Prob.
res1*res1	0.093735	0.601189	0.8755	10.31088	0.8499
res2*res2	0.297948	2.466796	0.0037	32.77423	0.0079
res3*res3	0.144372	0.980759	0.4840	15.88096	0.4613
res4*res4	0.146395	0.998657	0.4672	16.10347	0.4458
res2*res1	0.069183	0.432011	0.9701	7.610076	0.9596
res3*res1	0.104491	0.678222	0.8048	11.49401	0.7780
res4*res1	0.064015	0.397535	0.9801	7.041635	0.9725
res3*res2	0.118258	0.779567	0.7044	13.00842	0.6761
res4*res2	0.144554	0.982198	0.4825	15.90089	0.4599
res4*res3	0.123895	0.821977	0.6579	13.62843	0.6264

Izvor: Sopstvena elaboracija

Tabela 41. Test stabilnosti

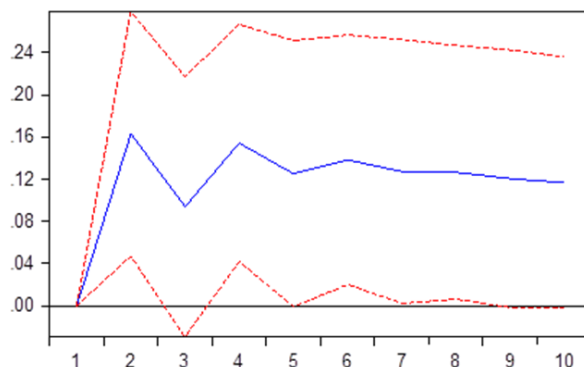
Endogenous Variables:
 EAIR_PCB_TO_ECONOMY
 EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECONOMY
 LOAN_VOLUME_PCB
 LOAN_VOLUME_IDF
 Exogenous Variables: C
 Lag Specification: 1 2

Root	Modulus
0.961308	0.961308
0.520539	0.520539
0.464186	0.464186
-0.435440 - 0.071827i	0.441324
-0.435440 + 0.071827i	0.441324
-0.137311 - 0.295035i	0.325423
-0.137311 + 0.295035i	0.325423
-0.275990	0.275990

Izvor: Sopstvena elaboracija

Grafik 36. IFR kamatnih stopa komercijalnih banaka prema IRF-u – obrnuti redosljed

Response of EAIR_CB_TO_ECONOMY to EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECONOMY



Izvor: Sopstvena elaboracija

Tabela 42. Dekompozicija varijanse – obrnuti redosljed

Horizon (months)	Panel A. Dependent variable: PCB effective rate (EAIR_PCB)				Panel B. Dependent variable: PCB loan volume			
	S.E.	Own	IDF rate	PCB loans	S.E.	IDF loans	PCB rate	IDF rate
1	0.56	100	0	0	0.61	0.6	6.8	0.2
3	0.74	89.4	6.5	3.6	0.66	1.0	8.2	1.0
6	0.93	81.0	11.0	6.4	0.7	1.4	9.2	1.4
10	1.09	76.4	13.0	8.3	0.74	1.7	10.2	1.7

Izvor: Sopstvena elaboracija

Prilog B: Analiza kointegracije

Tabela 43. Johansenovi testovi kointegracije

Rank hypothesis (r)	Eigen-value	Trace statistic	5 % value	crit. p-value	Decision	Max-Eigen statistic	5 % value	crit. p-value	Decision
$r = 0$	0.2985	92.29*	54.08	0.0000	reject	37.93	28.59	0.0024	reject
$r \leq 1$	0.2094	54.35*	35.19	0.0002	reject	25.14	22.30	0.0195	reject
$r \leq 2$	0.1814	29.21*	20.26	0.0022	reject	21.42	15.89	0.0061	reject
$r \leq 3$	0.0703	7.80	9.16	0.0904	fail to reject	7.80	9.16	0.0904	fail to reject

Izvor: Sopstvena elaboracija

Pretpostavka trenda: Nema determinističkog trenda (ograničena konstanta unutar CE prostora)
p-vrijednosti Makkinon–Haug–Mikelis (1999).

* prelaze kritičnu vrijednost od 5%.

I test traga i test maksimalne sopstvene vrijednosti odbacuju $r < 3$, što implicira do tri statistički značajne kointegracione relacije. Međutim, ekonomska razmatranja ukazuju na jednu značajnu ravnotežu. Stoga je rang = 1 nametnut u ograničenom VECM-u prikazanom u Tabeli 11.

Tabela 44. VECM Ocjene

Cointegrating Eq:	CointEq1			
<i>EAIR_PCB (-1)</i>	0			
<i>EAIR_IDF (-1)</i>	-3.74015 (-0.40502) [-9.23449]			
<i>LOAN_PCB(-1)</i>	-1.29E-07 (2.5E-08) [-5.19922]			
<i>LOAN_V_IDF(-1)</i>	4.88E-08 (-4.60E-08) [1.05351]			
<i>C</i>	13.60536			
	<i>D(EAIR_PCB)</i>	<i>D(EAIR_IDF)</i>	<i>D(LOAN_V_PCB)</i>	<i>D(LOAN_V_IDF)</i>
<i>CointEq1</i>	-0.08586 (-0.03466) [-2.47719]	0.174942 (-0.0357) [4.90098]	5107841 (-1057808) [4.82870]	-48240.75 (-517758) [-0.09317]
<i>D(EAIR_PCB (-1))</i>	-0.531876 (-0.10124) [-5.25336]	-0.22976 (-0.10427) [-2.20356]	-5468509 (-3089914) [-1.76979]	291666.6 (-1512399) [0.19285]
<i>D(EAIR_PCB (-2))</i>	-0.214638 (-0.0989) [-2.17024]	-0.262342 (-0.10185) [-2.57568]	-6383476 (-3018372) [-2.11487]	-1870901 (-1477382) [-1.26636]
<i>D(EAIR_IDF (-1))</i>	-0.156043 (-0.12209) [-1.27815]	-0.327309 (-0.12573) [-2.60326]	10435180 (-3725958) [2.80067]	-584184 (-1823719) [-0.32033]
<i>D(EAIR_IDF (-2))</i>	-0.226074 (-0.09384) [-2.40921]	-0.087223 (-0.09664) [-0.90256]	5837628 (-2863853) [2.03838]	-1135960 (-1401750) [-0.81039]
<i>D(LOAN_V_PCB(-1))</i>	-8.47E-09 (-4.20E-09) [-2.02580]	1.68E-08 (-4.30E-09) [3.89663]	-0.233022 (-0.12757) [-1.82665]	0.001581 (-0.06244) [0.02531]
<i>D(LOAN_V_PCB(-2))</i>	-6.80E-10 (-3.40E-09)	8.87E-09 (-3.50E-09)	-0.188314 (-0.10316)	-0.019638 (-0.05049)

	[-0.20104]	[2.54758]	[-1.82542]	[-0.38892]
<i>D(LOAN_V_IDF(-1))</i>	4.59E-09 (-6.80E-09) [0.67244]	-3.07E-09 (-7.00E-09) [-0.43644]	-0.565576 (-0.20846) [-2.71310]	-0.754373 (-0.10203) [-7.39335]
<i>D(LOAN_V_IDF(-2))</i>	9.60E-10 (-6.90E-09) [0.13952]	-1.74E-09 (-7.10E-09) [-0.24497]	-0.398289 (-0.21006) [-1.89612]	-0.377332 (-0.10281) [-3.67003]
<i>C</i>	-0.104845 (-0.07735) [-1.35548]	-0.114453 (-0.07966) [-1.43679]	352234.6 (-2360633) [0.14921]	31391.69 (-1155443) [0.02717]
<i>EURIBOR_3M</i>	-0.019399 (-0.01429) [-1.35714]	0.008725 (-0.01472) [0.59268]	548652 (-436243) [1.25768]	87568.82 (-213525) [0.41011]
<i>YEARLY_INFLATIO N</i>	2.524006 (-1.75827) [1.43550]	4.723661 (-1.81077) [2.60865]	21106176 (-5.40E+07) [0.39332]	-12353388 (-2.60E+07) [-0.47033]
<i>GDP_GROWTH_RAT E</i>	-16.72809 (-17.1327) [-0.97638]	51.06078 (-17.6442) [2.89391]	1.25E+09 (-5.20E+08) [2.39928]	-52440140 (-2.60E+08) [-0.20490]
<i>R-squared</i>	0.401912	0.561969	0.529846	0.426304
<i>Adj. R-squared</i>	0.325561	0.506051	0.469827	0.353066
<i>Included observations:</i> 110 after adjustments				
<i>Note:</i> Standard errors in () & t-statistics in []				

Izvor: Sopstvena elaboracija

Tabela 45. IRF tabela VECM-a

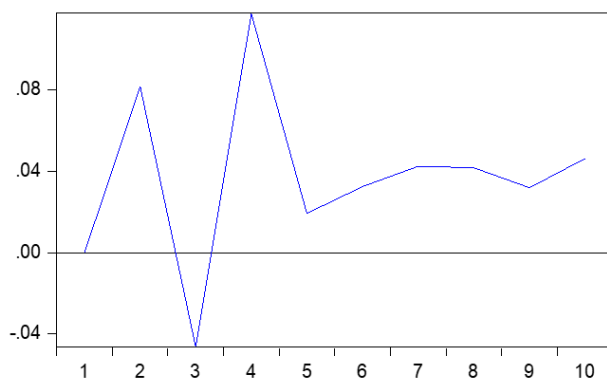
Period	EAIR_PCB_TO_ECONO	
	MY	LOAN_VOLUME_PCB
1	0.000000	-4305790.
2	0.081829	-4993774.
3	-0.046265	-3638197.
4	0.117514	-6888902.
5	0.019434	-3870214.
6	0.032555	-5391397.
7	0.042541	-4280259.
8	0.041779	-5009909.
9	0.031970	-4905673.
10	0.046369	-4797607.

Cholesky Ordering: EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECON
 OMY EAIR_PCB_TO_ECON
 OMY LOAN_VOLUME_PCB
 LOAN_VOLUME_IDF

Izvor: Sopstvena elaboracija

Grafik 37. IRF kamatnih stopa komercijalnih banaka prema IRF-u – VECM

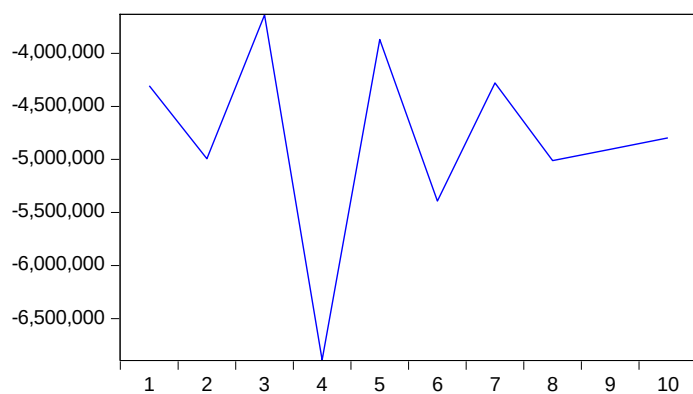
Response of EAIR_CB_TO_ECONOMY to EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECONOMY



Izvor: Sopstvena elaboracija

Grafik 38. IRF obima kredita komercijalnih banaka IRF-u – VECM

Response of LOAN_VOLUME_CB to EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECONOMY



Izvor: Sopstvena elaboracija

Prilog C: Egzogeno-prošireni model

Tabela 46. VARX Ocjene

	<i>EAIR_PCB</i>	<i>EAIR_IDF</i>	<i>LOAN_V_PCB</i>	<i>LOAN_V_IDF</i>
<i>EAIR_PCB (-1)</i>	0.402638 (-0.09522) [4.22830]	0.096168 (-0.09513) [1.01088]	-105086.9 (-2607739) [-0.04030]	-183920.8 (-1174855) [-0.15655]
<i>EAIR_PCB (-2)</i>	0.431117 (-0.08962) [4.81065]	0.164657 (-0.08953) [1.83912]	-2663846 (-2454183) [-1.08543]	-2403166 (-1105674) [-2.17349]
<i>EAIR_IDF (-1)</i>	0.238619 (-0.09527) [2.50469]	-0.028587 (-0.09518) [-0.30036]	-4661035 (-2608954) [-1.78655]	389706.7 (-1175402) [0.33155]
<i>EAIR_IDF (-2)</i>	-0.014689 (-0.09704) [-0.15137]	0.177284 (-0.09695) [1.82861]	-973178 (-2657563) [-0.36619]	-219484.8 (-1197302) [-0.18332]
<i>LOAN_V_PCB(-1)</i>	3.36E-09 (-3.90E-09) [0.86947]	1.86E-09 (-3.90E-09) [0.48123]	-0.090116 (-0.1057) [-0.85253]	-0.042403 (-0.04762) [-0.89041]
<i>LOAN_V_PCB(-2)</i>	7.47E-09 (-3.80E-09) [1.96713]	2.38E-10 (-3.80E-09) [0.06262]	-0.162676 (-0.10397) [-1.56468]	-0.081489 (-0.04684) [-1.73973]
<i>LOAN_V_IDF(-1)</i>	-3.59E-09 (-8.10E-09) [-0.44159]	4.02E-09 (-8.10E-09) [0.49540]	-0.551999 (-0.22237) [-2.48229]	-0.096936 (-0.10019) [-0.96757]
<i>LOAN_V_IDF(-2)</i>	-4.14E-09 (-8.30E-09) [-0.50117]	4.18E-09 (-8.20E-09) [0.50688]	-0.123985 (-0.22615) [-0.54825]	0.015752 (-0.10188) [0.15460]
<i>C</i>	-0.179027 (-0.57968) [-0.30884]	1.628709 (-0.57912) [2.81237]	95424341 (-1.60E+07) [6.01108]	27825494 (-7151989) [3.89060]
<i>EURIBOR_3M</i>	27.81499 (-22.6215) [1.22958]	83.67378 (-22.5997) [3.70243]	2.11E+08 (-6.20E+08) [0.33983]	-1.65E+08 (-2.80E+08) [-0.59127]
<i>YEARLY_INFLATIO N</i>	-2.981586 (-2.39081) [-1.24710]	-1.262256 (-2.3885) [-0.52847]	1.28E+08 (-6.50E+07) [1.94998]	-17983328 (-2.90E+07) [-0.60966]
<i>GDP_GROWTH_RAT E</i>	-0.001568 (-0.01438) [-0.10903]	0.009521 (-0.01437) [0.66268]	547203.8 (-393818) [1.38948]	206317.8 (-177425) [1.16284]
<i>R-squared</i>	0.913924	0.673993	0.338643	0.282596
<i>Adj. R-squared</i>	0.904262	0.6374	0.264409	0.202072
<i>Included observations:</i> 110 after adjustments				
<i>Note:</i> Standard errors in () & t-statistics in []				

Izvor: Sopstvena elaboracija

Tabela 47. Testovi jediničnih korena za egzogene promenljive

Series	Test Method	Test Statistic	1% Crit. Value	5% Crit. Value	10% Crit. Value	P-Value
euribor_3m	ADF	-2.336	-3.486	-2.885	-2.579	0.1624
	PP	-0.191	-3.485	-2.885	-2.579	0.9353
	KPSS	0.439	0.739	0.463	0.347	-
gdp_growth_rate	ADF	-4.117	-3.486	-2.885	-2.579	0.0013
	PP	-2.418	-3.485	-2.885	-2.579	0.1389
	KPSS	0.072	0.739	0.463	0.347	-
yearly_inflation	ADF	1.174	-3.486	-2.885	-2.579	0.9979
	PP	1.239	-3.485	-2.886	-2.580	0.9983
	KPSS	0.434	0.739	0.463	0.347	-

Izvor: Sopstvena elaboracija

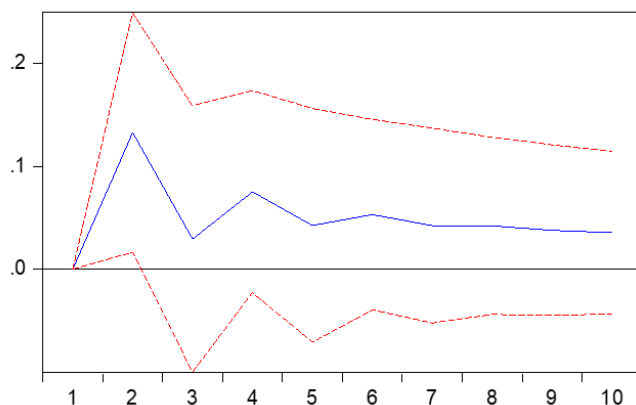
Tabela 48. IRF tabela VARx-a

Period	EAIR_PCB_TO_ECONOMY	LOAN_VOLUME_PCB
1	0 (0)	-500586.4 (-1504195)
2	0.132757 (-0.04903)	-2392106 (-1362263)
3	0.029446 (-0.05689)	-286862.4 (-1737148)
4	0.075249 (-0.04687)	-435386.6 (-799644)
5	0.042567 (-0.05128)	-150131.3 (-406361)
6	0.05301 (-0.04302)	-237515.7 (-291011)
7	0.042353 (-0.04307)	-104380.8 (-206299)
8	0.042062 (-0.03882)	-128409.7 (-148817)
9	0.03789 (-0.03743)	-104138.9 (-120196)
10	0.035552 (-0.03452)	-97878.22 (-111933)
Cholesky Ordering: EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECON OMY EAIR_PCB_TO_ECON OMY LOAN_VOLUME_PCB LOAN_VOLUME_IDF Standard Errors: Monte Carlo (100 repetitions)		

Izvor: Sopstvena elaboracija

Grafik 39. IRF kamatnih stopa komercijalnih banaka prema IRF-u – VARx
Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.

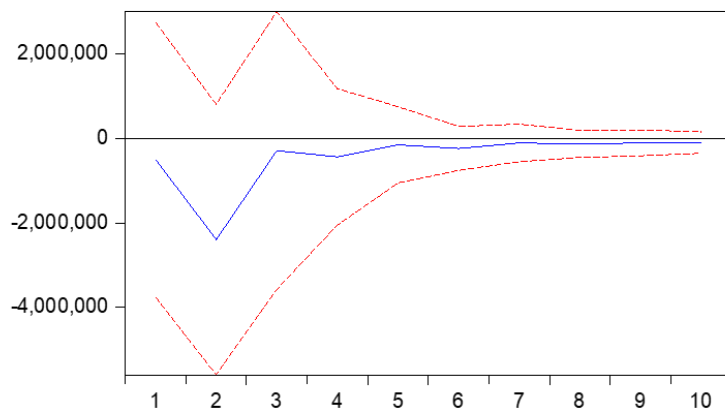
Response of EAIR_CB_TO_ECONOMY to EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECONOMY



Izvor: Sopstvena elaboracija

Grafik 40. IRF obima kredita komercijalnih banaka IRF-u – VARx

Response of LOAN_VOLUME_CB to EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECONOMY



Izvor: Sopstvena elaboracija

Prilog D: Poduzorak prije COVID-a

Tabela 49. Procjene vektorske autoregresije – prije COVID-19

	<i>EAIR_PCB</i>	<i>EAIR_IDF</i>	<i>LOAN_V_PCB</i>	<i>LOAN_V_IDF</i>
<i>EAIR_PCB (-1)</i>	0.396333 (0.11139) [3.55810]	0.155349 (0.12510) [1.24180]	616293.6 (2891161) [0.21316]	-447361.8 (1034629) [-0.43239]
<i>EAIR_PCB (-2)</i>	0.445504 (0.10539) [4.22705]	0.204868 (0.11837) [1.73079]	-2521563. (2735553) [-0.92177]	-1237916. (978943.) [-1.26454]
<i>EAIR_IDF (-1)</i>	0.262698 (0.09961) [2.63737]	0.008099 (0.11187) [0.07240]	-5204862. (2585329) [-2.01323]	-294954.2 (925184.) [-0.31881]
<i>EAIR_IDF (-2)</i>	-0.001080 (0.10373) [-0.01042]	0.226415 (0.11650) [1.94352]	-1007776. (2692356) [-0.37431]	-413709.4 (963484.) [-0.42939]
<i>LOAN_V_PCB(-1)</i>	1.68E-09 (4.8E-09) [0.35319]	3.65E-09 (5.4E-09) [0.68091]	-0.140620 (0.12381) [-1.13574]	-0.049963 (0.04431) [-1.12763]
<i>LOAN_V_PCB(-2)</i>	9.36E-09 (4.9E-09) [1.92844]	2.17E-09 (5.5E-09) [0.39813]	-0.130128 (0.12598) [-1.03292]	-0.065255 (0.04508) [-1.44743]
<i>LOAN_V_IDF(-1)</i>	-5.54E-09 (1.3E-08) [-0.43623]	1.37E-08 (1.4E-08) [0.96016]	-0.338969 (0.32958) [-1.02849]	-0.038594 (0.11794) [-0.32722]
<i>LOAN_V_IDF(-2)</i>	-1.17E-08 (1.3E-08) [-0.90603]	1.20E-08 (1.4E-08) [0.82954]	-0.107410 (0.33447) [-0.32114]	0.158069 (0.11969) [1.32063]
<i>C</i>	-0.422505 (0.67228) [-0.62847]	0.239366 (0.75503) [0.31703]	93733271 (1.7E+07) [5.37173]	24054892 (6244412) [3.85223]
<i>R-squared</i>	0.896771	0.553716	0.184397	0.314948
<i>Adj. R-squared</i>	0.884974	0.502712	0.091185	0.236656
<i>Included observations:</i> 110 after adjustments				
<i>Note:</i> Standard errors in () & t-statistics in []				

Izvor: Sopstvena elaboracija

Tabela 50. IRF tabela VAR-a prije COVID-19

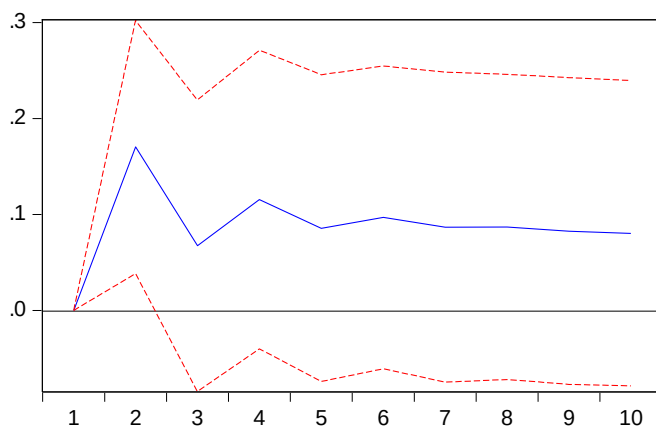
Period	<i>EAIR_PCB_TO_ECONOMY</i>	<i>LOAN_VOLUME_PCB</i>
1	0.000000 (0.00000)	452932.4 (1757785)
2	0.170502 (0.06796)	-3464186. (1760128)
3	0.067619 (0.07749)	-96939.78 (1708577)
4	0.115634 (0.07085)	-677900.9 (1005150)
5	0.085689 (0.07843)	-288009.5 (629646.)
6	0.097062 (0.06948)	-393265.5 (489975.)
7	0.086737 (0.07470)	-254436.8 (444904.)

8	0.086928 (0.06910)	-277955.2 (338466.)
9	0.082736 (0.07226)	-248054.3 (320861.)
10	0.080460 (0.06847)	-241234.7 (265939.)
Cholesky Ordering: EAIR_PCB_TO_ECON OMY EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECON OMY LOAN_VOLUME_PCB LOAN_VOLUME_IDF Standard Errors: Monte Carlo (100 repetitions)		

Izvor: Sopstvena elaboracija

Grafik 41. IRF kamatnih stopa komercijalnih banaka prema IRF-u – prije COVID-19

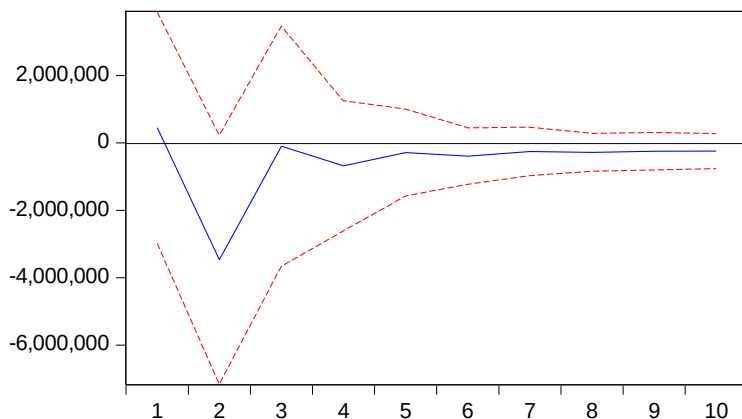
Response of EAIR_CB_TO_ECONOMY to EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECONOMY



Izvor: Sopstvena elaboracija

Grafik 42. IRF obima kredita komercijalnih banaka IRF-u – prije COVID-19

Response of LOAN_VOLUME_CB to EAIR_DIRECT_IDF_TO_ECONOMY



Izvor: Sopstvena elaboracija

IZJAVA O AUTORSTVU

Potpisani: Vasilije Đurović

Broj indeksa: 3/16

Izjavljujem

Da je doktorska disertacija pod naslovom “Uticaj nacionalnih razvojnih i finansijskih institucija na rast konkurentnosti i supstituciju uvoza u Crnoj Gori”

- Rezultat sopstvenog istraživačkog rada,
- Da predložena disertacija ni u cjelini ni u djelovima nije bila predložena za dobijanje bilo koje diplome prema studijskim programima drugih ustanova visokog obrazovanja,
- Da su rezultati korektno navedeni,
- Da nijesam povrijedio autorska i druga prava intelektualne svojine koja pripadaju trećim licima.

Podgorica, 26.01.2026. godine

Potpis doktoranda

IZJAVA O ISTOVJETNOSTI ŠTAMPANE I ELEKTRONSKE VERZIJE DOKTORSKOG RADA

Ime i prezime autora: Vasilije Đurović

Broj indeksa/upisa: 3/16

Studijski program: Doktorske studije ekonomije

Naslov rada: Uticaj nacionalnih razvojnih i finansijskih institucija na rast konkurentnosti i supstituciju uvoza u Crnoj Gori

Mentor: Prof. dr Predrag Bjelić

Potpisani: Vasilije Đurović

Izjavljujem da je štampana verzija mog doktorskog rada istovjetna elektronskoj verziji koju sam predao za objavljivanje u Digitalni arhiv Univerziteta Crne Gore.

Istovremeno izjavljujem da dozvoljavam objavljivanje mojih ličnih podataka u vezi sa dobijanjem akademskog naziva doktora nauka, odnosno zvanja doktora umjetnosti, kao što su ime i prezime, godina i mjesto rođenja, naziv disertacije i datum odbrane rada.

Podgorica, 26.01.2026. godine

Potpis doktoranda

IZJAVA O KORIŠĆENJU

Ovlašćujem Univerzitetsku biblioteku da u Digitalni arhiv Univerziteta Crne Gore pohrani moju doktorsku disertaciju pod naslovom: "Uticaj nacionalnih razvojnih i finansijskih institucija na rast konkurentnosti i supstituciju uvoza u Crnoj Gori" koja je moje autorsko djelo.

Disertaciju sa svim prilogima predala sam u elektronskom formatu pogodnom za trajno arhiviranje.

Moju doktorsku disertaciju pohranjenu u Digitalni arhiv Univerziteta Crne Gore mogu da koriste svi koji poštuju odredbe sadržane u odabranom tipu licence Kreativne zajednice (Creative Commons), za koju sam se odlučila.

1. Autorstvo
2. Autorstvo – nekomercijalno
3. Autorstvo – nekomercijalno – bez prerađe
4. Autorstvo – nekomercijalno – dijeliti pod istim uslovima
5. Autorstvo – bez prerađe
6. Autorstvo - dijeliti pod istim uslovima

Podgorica, 26.01.2026. godine

Potpis doktoranda
