

DEJAN ŠOŠKIĆ

## VALUTNA KLAUZULA: EKONOMSKO-FINANSIJSKE POSLEDICE

*Srbija već godinama živi u de facto dvovalutnom sistemu. Dinari se koriste za većinu transakcija manjeg obima ali i kao formalno sredstvo plaćanja za transakcije obračunate u evrima, tj. sa valutnom klauzulom. Valutna klauzula se koristi za isticanje cena u realnom sektoru (robe, usluge, nekretnine, plate, zakupnine), ali i za odobravanje i vraćanje kredita u finansijskom sektoru. Valutna klauzula bi teorijski imala smisla da se koristi kao instrument kontrole rizika promene deviznog kursa za transaktove koji imaju devizne inpute, tj. troškove. Međutim, uglavnom zbog nasleđa visoke inflacije i hiperinflacije, valutna klauzula se u našoj zemlji često i neosnovano koristi na pogrešan način, tj. kao zaštita od gubitka kupovne snage domaće valute. U svrhu zaštite kupovne snage, ispravno bi bilo koristiti indeksiranje za kretanje Indeksa potrošačkih cena kao mere inflacije, a ne indeksiranje za kretanje deviznog kursa, tj. valutnu klauzulu, jer inflacija i promena deviznog kursa ne moraju, i po pravilu nisu, u perfektnoj pozitivnoj korelativnoj vezi. Uprkos tome, valutna klauzula je rasprostranjena i u realnom i u finansijskom sektoru. Ovaj rad analizira negativne ekonomske i finansijske posledice korišćenja valutne klauzule u privrednom sistemu zemlje.*

*Ključne reči: valutna klauzula, monetarna politika, finansijska stabilnost*

---

Prof. dr Dejan Šoškić, redovni profesor Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu, e-mail: [soskic@ekof.bg.ac.rs](mailto:soskic@ekof.bg.ac.rs). Ovaj rad je rezultat projekta "Rizici finansijskih institucija i tržišta u Srbiji – mikroekonomska i makroekonomska analiza" (šifra projekta:179005), koji finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

## UZROCI NASTANKA I KORIŠĆENJA VALUTNE KLAUZULE U SRBIJI

Valutna klauzula u svojoj suštini je instrument upravljanja rizikom promene deviznog kursa (hedžingom). Teorijski je osnovano da se koristi pre svega u situaciji kada prodavac plaća svoje nabavke (inpute) u stranoj valuti, a prodaje svoj proizvod u domaćoj (ili drugoj stranoj) valuti. Prodavac tada valutnom klauzulom želi da zaštiti svoj profit u takvoj transakciji, vezujući prodajnu cenu u domaćoj valuti za promenu deviznog kursa, tj. ističući prodajnu cenu kao protivvrednost određenog iznosa strane valute u domaćoj valuti po tekućem deviznom kursu.

Valutna klauzula je, međutim, vremenom poprimila znatno šire tumačenje i upotrebu. U situaciji u kojoj je domaća valuta nestabilna i po pitanju kretanja nje ne kupovne snage (koja se najčešće manifestuje kroz postojanje više ili visoke inflacije) ali i po pitanju njenog deviznog kursa, najčešće se dešava da je stopa inflacije u domaćoj valuti u relativno tesnoj vezi sa stopom deprecijacije domaće valute u odnosu na čvrstu stranu valutu, tzv. "sidrenu valutu" (*Anchor Currency*) za koju se vezuje najveći broj transakcija u razmeni sa inostranstvom (najčešće Dolar u svetu, tj. evro na evropskom kontinentu, pa i u slučaju Srbije). U takvim uslovima, visoka inflacija, vrlo visoka inflacija ili hiperinflacija (u slučaju Srbije početkom 90-ih godina) postaje dominantan faktor uticaja na kretanje deviznog kursa. Otuda, u takvoj situaciji transaktori u sistemu (građani, privreda, finansijske institucije, država) mogu, sasvim pogrešno, da poistovete inflaciju, tj. smanjivanje kupovne snage domaće valute) sa deprecijacijom, tj. promenom deviznog kursa prema evru (dolaru ili nekoj drugoj tzv. "sidrenoj valuti"). U visokoj inflaciji i hiperinflaciji kroz koju je Srbija prolazila tokom 80-ih i 90-ih godina, domaća valuta je ubrzano deprecirala na slobodnom tržištu i relativno srazmerno razlici između vrlo niskih stopa inflacije u čvrstoj valuti i relativno vrlo visoke inflacije kod nas.

Otuda se donekle može i razumeti da se deprecijacija domaće valute (pad deviznog kursa) u svakodnevnom životu kod neupućenih građana poistovećivala sa inflacijom (pad kupovne snage). Ova, često spontana, zamena teza izaziva pogrešno uverenje transaktora da isticanjem cena sa valutnom klauzulom mogu da se zaštite od inflacije, tj. smanjivanja kupovne snage domaće valute, odnosno da je valutna klauzula instrument zaštite kupovne snage valute. Ovakvo shvatanje je pogrešno jer ne uzima u obzir dve važne činjenice. Prvo, da i evro tj. tzv. "sidrena valuta" najčešće ima svoju inflaciju od koje nas dinarska valutna klauzula ne štiti. Drugo, da deprecijacija domaće valute, tj. promena deviznog kursa, nije uslov-

ljena i ne odražava samo inflaciju u domaćoj valuti već i čitav niz drugih faktora kao što su kretanje domaćih i inostranih kamatnih stopa, kretanje inflacije u evru, tj. "sidrenoj valuti", slobodu kretanja novca i kapitala, kretanje produktivnosti u zemlji i inostranstvu itd. Konačno, u slučaju eventualnog fiksiranja kursa nacionalne valute, dolazimo do toga da valutna klauzula ne štiti ni od inflacije u stranoj valuti ni od inflacije u domaćoj valuti i čini korišćenje valutne klauzule kao instrumenta zaštite kupovne snage novca potpuno pogrešnim i bespredmetnim. Prava zaštita kupovne snage primljenog novca u transakciji mogla bi se obezbediti vezivanjem naplate u domaćoj valuti za kretanje inflacije u zemlji (recimo isticanje cene u dinarima uz korekciju za kretanje Indeksa potrošačkih cena do datuma naplate). Međutim, ovakva, inače adekvatna i ispravna zaštita kupovne snage novca, nije zaživela u praksi. Većina transaktora i dalje, sasvim pogrešno, veruje da je valutna klauzula garant očuvanja kupovne snage novca primljenog u dinarima u nekom budućem trenutku.

Dakle, valutna klauzula se koristi ispravno samo kao zaštita od rizika promene deviznog kursa u slučaju prodaje uvoznih roba i usluga na domaćem tržištu u domaćoj valuti, tj. šire posmatrano, kao zaštita od deviznog rizika u slučaju postojanja dinarskih potraživanja i deviznih obaveza. Svako drugo korišćenje valutne klauzule, tj. njeno korišćenje kao zaštite od rizika promene kupovne snage domaće valute, odnosno kao zaštita od inflacije, je suštinski pogrešno i izaziva niz ozbiljnih negativnih ekonomsko-finansijskih posledica.

Ako pogledamo danas i poslednjih godina situaciju sa transakcijama u Srbiji, valutna klauzula je postala vrlo rasprostranjena i koristi se za nekoliko namena:

1. za isticanje i naplatu prodajnih cena roba, usluga i nekretnina,
2. za isticanje cena i naplatu zakupa,
3. za navođenje iznosa zarada u ugovorima o radu,
4. za uzimanje i otplatu kredita i drugih finansijskih instrumenata.

Prve tri upotrebe valutne klauzule su na tržištu roba, usluga, nekretnina i rada, i uslovno se može reći da one predstavljaju korišćenje valutne klauzule u realnom sektoru privrede. Četvrta upotreba valutne klauzule je na bankarskom tržištu i možemo je nazvati upotrebom valutne klauzule u finansijskom sektoru.

#### VALUTNA KLAUZULA U REALNOM SEKTORU

Pogledajmo detaljnije, na početku, prve tri primene valutne klauzule. One, sve tri, direktno čine da se domaće cene i troškovi proizvodnje kreću direktno u

zavisnosti od kretanja deviznog kursa. Svaka promena deviznog kursa naniže, tj. deprecijacija domaće valute, izaziva srazmerni rast troškova i cena na domaćem tržištu. To dovodi do vrlo visokog prenosa promene deviznog kursa u domaću inflaciju (*Exchange Rate Pass Through – ERPT*)<sup>1</sup> u srpskom privrednom sistemu i sputava rast konkurentnosti domaće privrede nakon deprecijacije domaće valute. Normalno bi bilo da se domaće cene koriguju naviše u uslovima deprecijacije samo za iznos u kome su prisutni uvozni troškovi proizvodnje tj. inputi. Rasprostranjeno pogrešno korišćenje valutne klauzule kao instrumenta zaštite kupovne snage, međutim, dovodi do toga da se deprecijacija deviznog kursa domaće valute u neopravdano visokom nivou prenosi na domaću inflaciju. Time se odmah i u neopravdano visokoj meri gube potencijalne prednosti od smanjivanja vrednosti domaće valute. U normalnoj situaciji, tj. bez neopravdano rasprostranjene upotrebe valutne klauzule, deprecijacija domaće valute bi učinila da domaći proizvođači i usluge i na domaćem i na inostranom tržištu postanu cenovno konkurentniji u odnosu na inostrane proizvode i usluge i to bi, uz ostale neizmenjene okolnosti, imalo pozitivan efekat na trgovinski bilans i rast bruto domaćeg proizvoda i zaposlenosti u zemlji.

Normalno i opravdano bi bilo da se valutna klauzula javlja samo u svojoj prvoj formi i to samo za uvoznju robu i usluge. Ovako, uz rasprostranjeno, neopravdano i pogrešno korišćenje valutne klauzule (u njene sve tri prve gore navedene primene), ERPT tj. efekat promene deviznog kursa na inflaciju je neopravdano visok, i deprecijacija vodi u relativno srazmernu inflaciju, čime se de facto u velikoj meri odmah ostaje bez pozitivnih efekata koje slabljenje domaće valute može da ima na konkurentnost i privredni rast. Time se praktično gubi jedan značajan makroekonomski alat kojim bi se u drugačijim uslovima moglo uticati na podizanje konkurentnosti domaće privrede, smanjivanje i otklanjanje eksterne makroekonomske neravnoteže i na ubrzanje privrednog rasta bez teških i nepopularnih mera smanjivanja plata i penzija na domaćem tržištu.

Dodatno, rasprostranjeno korišćenje valutne klauzule u njene prve tri forme, za svoju posledicu ima i promenu načina uticaja instrumenata monetarne politike na inflaciju u Srbiji. Naime, normalno bi bilo da monetarna politika posredstvom tzv. kamatnog kanala, tj. uticajem na promenu kamatnih stopa putem

---

<sup>1</sup> Videti npr. Pavle Petrović, Zorica Mladenović, "Exchange Rate Pass-Through and the Frequency of Price Adjustment across Different Inflation Regimes", *Panoeconomicus*, Vol. 62, No. 4, 2015, 409–427.

određivanja referentne kamatne stope centralne banke, utiče na agregatnu tražnju, pa time i na inflaciju. Međutim, u uslovima rasprostranjenog korišćenja valutne klauzule, dolazimo do toga da uticaj na devizni kurs (intervencijama na deviznom tržištu od strane centralne banke) ima veći i direktniji uticaj u odnosu na referentnu kamatnu stopu na inflaciju i to upravo kroz opisani ERPT tj. efekat promene deviznog kursa na inflaciju. Time se menja i priroda monetarne politike u smislu da glavni instrument monetarne politike postaje neefikasan, pa time i manje važan, a sporedan instrument (uticaj na devizni kurs) postaje glavni i dominantni instrument monetarne politike.

#### VALUTNA KLAUZULA U FINANSIJSKOM SEKTORU

Uzroci javljanja valutne klauzule u finansijskom sektoru u Srbiji su nešto drugačiji, ali takođe u vezi sa visokom stopom inflacije i hiperinflacije i, posledično, visokom deprecijacijom (i devalvacijom) deviznog kursa.

Za razumevanje potrebe za valutnom klauzulom u bankarstvu, korisno je da se vratimo u prošlost, tj. u 60-te godine 20. veka u tadašnjoj Jugoslaviji. Tada su dozvoljeni depoziti u domaćim bankama u devizama i to je bio prvi bitan korak ka evroizaciji finansijskog sistema i potrebe za valutnom klauzulom. Dozvoljavanje deviznih depozita u bankama išla je za time da se štednja dijaspore tj. "građana na privremenom radu u inostranstvu" privuče u domaće banke i time da se podigne finansijski potencijal domaćih banaka, ali i da se omogući dodatni devizni priliv u zemlju po osnovu doznaka, potreban za pokrivanje deficita u tekućem bilansu zemlje. Iako iz ovog ugla posmatrano razumljiva odluka, ona je kreirala mogućnost štednje u devizama u domaćim bankama. To je stvorilo deviznu pasivu u bankama bez mogućnosti kreiranja devizne aktive, tj. kreditiranje banaka i dalje je bilo u dinarima. Taj valutni rizik u bankarskim bilansima bitno je doprineo propadanju domaćih banaka početkom 90-ih godina kada su u uslovima hiperinflacije i konstantne i visoke deprecijacije i/ili devalvacije dinara, domaće banke ostale bez dinarske aktive, ali sa deviznom pasivom, u stanju nesolventnosti tj. *de facto* bankrotstva. Da je tada primenjivana valutna klauzula, dobar deo imovine banaka bi bio spašen i banke bi ukupno imale znatno manje gubitke, a time bi se i poverenje u banke, lakše i brže obnovilo nakon krize.

Visoka inflacija, vrlo visoka inflacija i hiperinflacija bile su karakteristika jugoslovenskog finansijskog sistema decenijama unazad i bitno su podsticale proce-

se otklona od domaće valute, od kojih je valutna klauzula samo jedan od pojavnih oblika. Taj proces je kulminirao hiperinflacijom početkom 90-ih (vrhunac je bio januara 1994, kada je mesečna inflacija iznosila 313 miliona procenata) i tek u drugoj polovini 2000-ih inflacija je postala jednocifrena na godišnjem nivou. U takvim uslovima, kamatne stope na dinarske depozite su prečesto bile realno negativne i takva situacija je pogodovala štednji u devizama i bežanju iz dinara kad god bi se pojavio višak slobodnih finansijskih sredstava na duži rok radi izbegavanja obezvređivanja pod dejstvom inflacije (tj. inflacionog poreza) i deprecijacije deviznog kursa. To je povećavalo pritisak na kreiranje devizne pasive (izvora sredstava) u finansijskom sistemu i stvorilo je naviku nepoverenja u domaću valutu i bežanja u evro (ranije u nemačku marku) svaki put kada bi se pojavili finansijski viškovi i otvorilo pitanja očuvanja njihove vrednosti. Visoka inflacija bitno je doprinela propadanju bankarskog sistema početkom 90-ih obezvređujući dinarsku aktivu (bez valutne klauzule) ali istovremeno i bez sposobnosti obezvređivanja devizne pasive banaka.

Konačno, početkom 2000-ih dozvoljeno je plaćanje u evrima za transakcije visoke vrednosti (nekretnine) i dopuštena je (čak i u zvaničnim propisima zemlje prihvaćena) valutna klauzula i izražavanje u dinarskoj protivvrednosti evra po zvaničnom kursu.<sup>2</sup> Time je stvorena osnova za korišćenje valutne klauzule tj. evra i u odobravanju kredita, u ugovaranju iznosa obaveza i obračunima u privrednom i finansijskom sistemu zemlje. Valutna klauzula i evroizacija je, dakle, dobila i legalnu osnovu i omogućeno je da dinar kao lokalna valuta bude marginalizovan i u podređenom odnosu prema dominantnoj stranoj valuti – evru.

Značajno korišćenje valutne klauzule i evra u osnovnim funkcijama novca, međutim, kreira vrlo ozbiljne probleme koji se u krajnjoj instanci reflektuju na rizičnost ukupnog privrednog sistema i na sposobnost finansijskog sistema da obezbedi potrebno visoki nivo finansijske intermedijacije (u situaciji bankocentričnosti, kao u Srbiji, to znači: kreditne aktivnosti) i privrednog rasta. Rasprostranjena valutna klauzula u finansijskom sistemu zemlje ima dva osnovna negativna uticaja:

- Negativan uticaj na finansijsku stabilnost
- Negativan uticaj na monetarnu politiku

---

<sup>2</sup> Član 2. Zakona o deviznom poslovanju, *Službeni list SRJ*, br. 23/2002 i 34/2002.

*Negativan uticaj valutne klauzule na finansijsku stabilnost*

U Srbiji su obaveze većine dužnika u kreditnim odnosima dominantno iskazane sa valutnom klauzulom tj. indeksirane za kretanje kursa evra. U našoj zemlji je to posebno naglašeno i naš finansijski sistem spada u red onih u kojima su krediti u najvećoj meri odobreni sa valutnom klauzulom (što je *de facto* isto kao da su odobreni u inostranoj valuti, tj. najčešće u evru). Srbija spada u red najviše evroizovanih finansijskih sistema u Centralnoj, Istočnoj i Jugoistočnoj Evropi.<sup>3</sup> Otuda, kretanje deviznog kursa u Srbiji i drugim visoko evroizovanim (i dolarizovanim) ekonomijama zemalja u razvoju<sup>4</sup> može uticati na smanjivanje kreditne sposobnosti dužnika, na slabljenje kapitalizacije banaka i na ugrožavanje finansijske stabilnosti zemlje.

Učešće potraživanja u deviznom znaku (sa valutnom klauzulom i u devizama) u ukupnim potraživanjima banaka od stanovništva i privrede u Srbiji je na vrlo visokom nivou već godinama unazad (Slika 1). Nivo je stabilno visok sa blagom tendencijom opadanja poslednjih godina. Visok i stabilan nivo kredita sa valutnom klauzulom (kao najznačajniji deo kredita u deviznom znaku) vidljiv je i ako pogledamo strukturu novoodobrenih kredita (Slika 2). Činjenica da je prisutno visoko učešće evro indeksirane aktive tj. kredita sa valutnom klauzulom u bankarskom sistemu zemlje i da je naveći broj kredita stanovništvu i privredi, posebno srednjoročnih i dugoročnih, sa valutnom klauzulom tj. indeksiran za kretanje kursa, predstavlja ozbiljan izazov za finansijsku stabilnost u Srbiji. Rasprostranjena valutna klauzula u kreditiranju, naime, čini da se tržišni rizik promene deviznog kursa vrati kroz bitan i rasprostranjen kreditni rizik tj. smanjenu sposobnost izmirivanja obaveza dužnika prema bankama.<sup>5</sup>

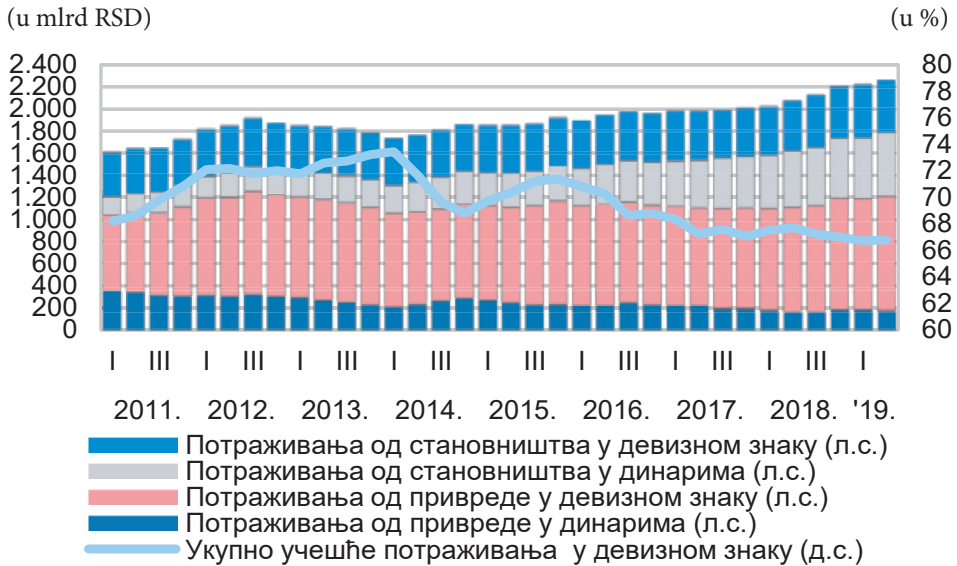
---

<sup>3</sup> O kretanju evroizacije u Centralnoj, Istočnoj i Jugoistočnoj Evropi videti redovne ankete Centralne banke Austrije OeNB Euro Survey. Posebno videti Helmut Stix, "The Euro as a Safe Haven Asset in Central, Eastern and South-Eastern Europe", *The Euro and Economic Stability: Focus on Central, Eastern and South-Eastern Europe*, (Nowotny E., Mooslechner P., Ritzberger-Grünwald D.), Cheltenham, UK/Northampton, MA: Edward Elgar, 2010.

<sup>4</sup> Frederic S. Mishkin, Miguel Savastano, "Monetary Policy Strategies for Latin America", *Journal of Development Economics*, Vol. 66, No. 2, 2001, 415-444.

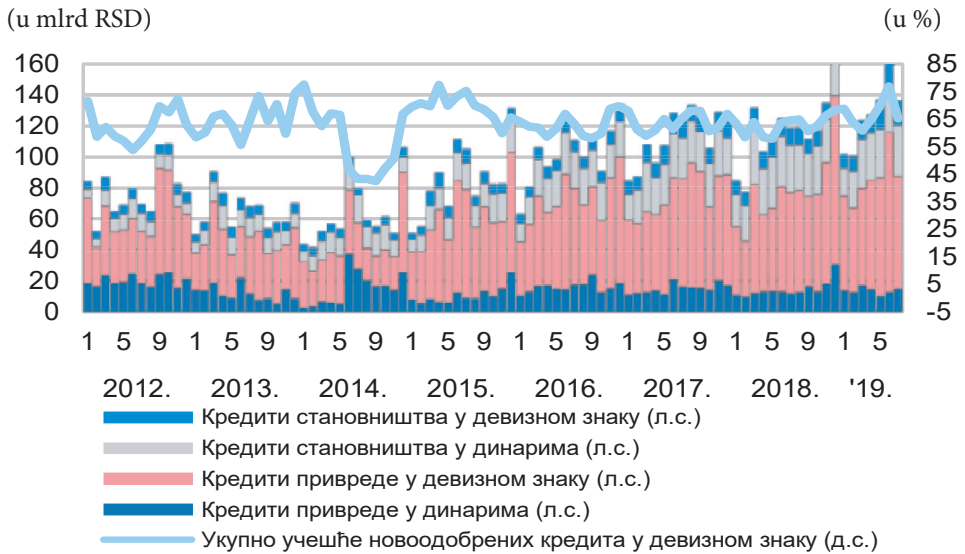
<sup>5</sup> Videti Miloš Božović, Branko Urošević, Boško Živković, "On the Spillover of Exchange Rate Risk into Default Risk", *Economic Annals*, Vol. 183, 2009, 32-55.

Slika 1. Učešće potraživanja u deviznom znaku u ukupnim potraživanjima banaka od privrede i stanovništva u Srbiji



Izvor: NBS, Tromesečni pregled kretanja finansijske stabilnosti, II tromesečje 2019, 13.

Slika 2. Učešće kredita u deviznom znaku u novoodobrenim kreditima u Srbiji



Izvor: NBS, Tromesečni pregled kretanja finansijske stabilnosti, II tromesečje 2019, 13.



Takav rast kreditnog rizika zbog promene deviznog kursa u uslovima visoke primene valutne klauzule je mnogo rasprostranjeniji od normalnog širenja klasičnog kreditnog rizika kroz bankarski sistem, jer zahvata sve teritorije, sve privredne grane i sve profesije dužnika bankarskog sistema. Otuda u uslovima rasprostranjene valutne klauzule klasične mere diversifikacije radi zaštite od kreditnog rizika dužnika, imaju vrlo ograničeno dejstvo. Dakle u uslovima rasprostranjene primene valutne klauzule finansijski sistem je vrlo ranjiv. Iz toga proističe da i regulativa bankarskog sistema mora biti konzervativnija (tj. skuplja) radi očuvanja finansijske stabilnosti, a to direktno utiče na cenu finansiranja (visinu kamatne stope), time i na rast ekonomske aktivnosti i zaposlenosti.

Istovremeno, dinarsko iskazivanje kapitala banaka (bez valutne klauzule) u uslovima visoko rasprostranjene valutne klauzule u aktivi banaka, kao što je slučaj u Srbiji, čini da promena deviznog kursa obara deviznu protivvrednost kapitala u odnosu na aktivu i to može bitno smanjiti kapitalizaciju banaka i bez rasta problematičnih kredita. Ovo, sledstveno, zahteva visoku kapitalizovanost banaka, što obara njihovu efikasnost poslovanja i, takođe, utiče na viši nivo kamatnih stopa. Više kamatne stope, opet, po pravilu, vode nižim stopama privrednog rasta i zaposlenosti u zemlji.

#### *Negativan uticaj valutne klauzule na monetarnu politiku*

Rasprostranjena primena valutne klauzule bitno utiče i na monetarnu politiku. Već smo, u okviru diskusije o valutnoj klauzuli u realnom sektoru, pomenuli da valutna klauzula utiče na način uticaja na monetarne politike na inflaciju i time na snagu i rang pojedinih instrumenata monetarne politike.

Generalno možemo reći da je u uslovima rasprostranjene upotrebe valutne klauzule, u uslovima monetarnog režima ciljanja inflacije, monetarna politika manje efikasna i manje precizna. Ovde ima nekoliko bitnih aspekata.

*Prvo.* Svako podizanje referentne kamatne stope trebalo bi da podiže cenu kredita i smanjuje agregatnu tražnju. Međutim, podizanje referentne kamatne stope od strane NBS utiče samo na cenu dinarskih finansijskih instrumenata (bez valutne klauzule) i time samo na agregatnu tražnju koja se finansira dinarima, dakle ne i na dominantni deo kreditima podstaknute agregatne tražnje koja se finansira evro indeksiranim kreditima, tj. sa valutnom klauzulom. Uz to, rast

kamatne stope trebalo bi da stimuliše štednju i smanjuje potrošnju. Međutim, rastom referentne kamatne stope NBS stimuliše se dodatna štednja samo u dinarima ali ne i u evrima, što je dominantni oblik štednje stanovništva.<sup>6</sup> Otuda kretanje referentne kamatne stope ima mnogo manji uticaj na agregatnu tražnju i čini nužnim da referentna kamatna stopa bude viša da bi ostvarila potreban uticaj ali i da se više menja tj. da bude nestabilnija.

*Drugo.* Činjenica da je dominantan deo kredita sa valutnom klauzulom tj. indeksiran za evro, čini da referentna kamatna stopa ECB<sup>7</sup> i kretanja na EURIBOR<sup>8</sup> tržištu praktično više utiču na cenu kredita u zemlji od kretanja referentne kamatne stope NBS.

*Treće.* Gore već pomenuto, rasprostranjeno korišćenje valutne klauzule povećava uticaj kretanja deviznog kursa na nivo cena.<sup>9</sup> Time se potencijalno može smanjiti prostor za relaksaciju monetarne politike koja cilja inflaciju jer smanjivane referentne kamatne stope u dinarima smanjuje i kamatni diferencijal između RSD i EUR što može da izazove povlačenje investitora iz RSD u EUR uz deprecijaciju kursa i, posledično, višu inflaciju. Otuda je monetarna politika restriktivnija nego što bi mogla biti da valutna klauzula nije rasprostranjena u iskazivanju cena u realnom sektoru, što opet može imati negativnog uticaja na privredni rast i zaposlenost u zemlji.

*Četvrto.* Podizanje referentne kamatne stope NBS, bez promene uslova finansiranja u evrima, utiče na rast kamatnog diferencijala između dinara i evra i daje dodatni podsticaj uzimanju evro indeksiranih kredita što je u suprotnosti sa interesima stabilnosti finansijskog sistema.<sup>10</sup>

---

<sup>6</sup> Oko 90% štednje građana je devizna štednja. Videti *Izveštaj o finansijskoj stabilnosti NBS 2019.*

<sup>7</sup> Evropska centralna banka.

<sup>8</sup> Kamatna stopa u evrima formirana na međubankarskom tržištu u Frankfurtu koja se koristi kao reper u formiranju kamatnih stopa na kredite sa valutnom klauzulom.

<sup>9</sup> Jer su i mnoga plaćanja u zemlji indeksirana za kretanje kursa (poslovni prostor, stambeni prostor, plate, repromaterijali...).

<sup>10</sup> Kao odgovor na ovaj problem NBS je 2010. i 2011. dovela u red instrument obavezne rezerve uz pomoć koga može promenom nivoa i strukture devizne obavezne rezerve uticati na cenu EUR indeksiranih kredita. Time je otvorena mogućnost da se paralelno sa promenama referentne kamatne stope kojom se vrši uticaj na cenu RSD kredita, promenom nivoa i strukture devizne obavezne rezerve pokuša da napravi odgovarajući uticaj i na cenu kredita sa EUR valutnom klauzulom.

Istraživanja su pokazala da u uslovima visoke evroizacije finansijskog sistema u Srbiji, u okviru koga su krediti sa evro valutnom klauzulom značajan deo tog sistema, transmisioni mehanizam monetarne politike se suštinski narušava, tj. da klasični kanali monetarne transmisije ne deluju,<sup>11</sup> i devizni kurs postaje zapravo dominantan kanal uticaja na inflaciju,<sup>12</sup> pa i cilj za sebe.<sup>13</sup>

Na bazi svega navedenog ne treba da čudi da NBS nije precizna u ciljanju inflacije i da je inflacija zapravo uglavnom izvan inflacionog cilja (Slika 3), te da je nekoliko poslednjih godina u kontinuitetu pre spuštanja inflacionog cilja bila van okvira inflacionog cilja.

Slika 3. Kretanje inflacije u Srbiji

(mg. stope rasta u %)



Izvor: NBS, Tromesečni pregled kretanja finansijske stabilnosti, II tromeečje 2019, 56.

<sup>11</sup> Milan Aleksić, Ljiljana Đurđević, Mirjana Palić, Nikola Tasić, “Interest Rate Transmission in a Dollarized Economy: The Case of Serbia”, National Bank of Serbia, *Working Papers Series*, No. 15, 2008; Srđan Kujundžić, Dragiša Otašević, “The bank lending channel in an euroised economy: the case of Serbia”, National Bank of Serbia, *Working Papers Series*, No. 24, 2012.

<sup>12</sup> Diana Dragutinović, “Power and Weakness of Monetary Policy in Striking a Balance Between Balance of Payments and Inflation Related Objectives”, National Bank of Serbia, *Working Papers Series*, No. 12. 2008.

<sup>13</sup> Pavle Petrović, Aleksandra Nojković, “Monetary policy rule in inflation targeting emerging European countries: A discrete choice approach”, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 37, No. 4, 2015, 577–595.

## ZAKLJUČAK

Smanjivanje posebno neopravdane, a rasprostranjene upotrebe valutne klauzule u kontekstu ukupne de-etroizacije i jačanje uloge dinara (bez valutne klauzule) tj. tzv. dinarizacije, vrlo je bitno, kako za finansijsku stabilnost u zemlji, tako i za efikasnost monetarne politike i nižu i stabilniju inflaciju u okviru inflacionog cilja. Bez postepenog i kontinuiranog rasta učešća dinara u domaćim transakcijama bez valutne klauzule, nije moguće očekivati ozbiljnije opadanje rizika u finansijskom sistemu i realan i zdrav pad kamatnih stopa. Smanjivanje kreditiranja sa valutnom klauzulom, videli smo, predstavlja bitnu komponentu, po većem broju osnova, stvaranja preduslova za jačanje finansijske stabilnosti, podizanja efikasnosti monetarne politike, rasta ekonomske aktivnosti i zaposlenosti u zemlji.

Prof. Dr. DEJAN ŠOŠKIĆ  
Full Professor, Faculty of Economics  
University of Belgrade

## FOREIGN CURRENCY CLAUSE: ECONOMIC AND FINANCIAL CONSEQUENCES

### Summary

For years now, Serbia *de facto* lives in a dual currency system. Local currency is being used for most of the transactions with relatively small amounts. Alongside with that, local currency is being used as a formal means of payment for transaction accounted in Euros, i.e. with FX clause. FX clause is being used to express prices in real sector (goods, services, real estate, salaries, rents), but also for lending and repayment purposes in financial sector. FX clause, from theoretical perspective, would make sense as means of controlling the risk of FX rate movement in future, but only for agents with FX inputs, i.e. expenditures. However, mainly due to high inflation and hyperinflation heritage, FX clause is being used often and basically wrong, as an instrument to control risk of loss of purchasing power due to inflation. For this purpose it would be appropriate to use indexing for changes in Consumer Price Index, as a measure of inflation, and not indexing for changes in FX rate, i.e. FX clause. This because inflation and movement in FX rate do not have to be, and in most cases are not, perfectly correlated. Despite this, FX clause is widespread in use in both real and financial sectors. This paper is analyzing negative economic and financial consequences of widespread FX clause usage for an overall economic system of a country.

*Key words:* FX clause, monetary policy, financial stability

### *Literatura*

Aleksić M., Đurđević Lj., Palić M., Tasić N., "Interest Rate Transmission in a Dollarized Economy: The Case of Serbia", National Bank of Serbia, *Working Papers Series*, No. 15, 2008.

- Božović M., Urošević B., Živković B., “On the Spillover of Exchange Rate Risk into Default Risk”, *Economic Annals*, Vol. 183, 2009.
- Dragutinović D., “Power and Weakness of Monetary Policy in Striking a Balance Between Balance of Payments and Inflation Related Objectives”, National Bank of Serbia, *Working Papers Series*, No. 12. 2008.
- Kujundžić S., Otašević D., “The bank lending channel in an euroised economy: the case of Serbia”, National Bank of Serbia, *Working Papers Series*, No. 24, 2012.
- Mishkin F. S., Savastano M., “Monetary Policy Strategies for Latin America”, *Journal of Development Economics*, Vol. 66, No. 2, 2001.
- Petrović P., Mladenović Z., “Exchange Rate Pass-Through and the Frequency of Price Adjustment across Different Inflation Regimes”, *Panoeconomicus*, Vol. 62, No. 4, 2015.
- Petrović P., Nojković A., “Monetary policy rule in inflation targeting emerging European countries: A discrete choice approach”, *Journal of Policy Modeling*, Vol. 37, No. 4, 2015.
- Stix H., “The Euro as a Safe Haven Asset in Central, Eastern and South-Eastern Europe”, *The Euro and Economic Stability: Focus on Central, Eastern and South-Eastern Europe* (eds. Nowotny E., Mooslechner P., Ritzberger-Grünwald D.), Cheltenham, UK/Northampton, MA: Edward Elgar, 2010.

Datumi prijema i prihvatanja rada

Primljen: 18.10.2019.

Prihvaćen: 16.01.2020.

ORIGINALAN NAUČNI RAD