

Dr DAVOR SAVIN

## TEORIJSKI ELEMENTI KAMATE U MONETARNOM SISTEMU SAMOUPRAVNE PRIVREDE

1. Kamatna stopa u našem monetarnom i finansijskom sistemu nije varijabilna kategorija u smislu da se njenom prometu utiče na izjednačavanje ponude i tražnje kredita, odnosno novca. Tražnja novca se javlja kao varijabila opredeljena činionicima koji su izvan dometa kontrole monetarne i finansijske politike. Elastičnost tražnje novca na promenu realne kamatne stope je ravna nuli ili je neznatno iznad nje (ovo tim više što se te promene odvijaju skoro isključivo unutar zone negativne realne kamate). S obzirom na to da oscilacija brzine opticaja postojeće količine novca na kratak rok zadržava konstantnu vrednost — uravnotežavanje ponude i tražnje moguće je jedino promenom nominalne ponude novca, tj. porastom kredita u odnosu na jedinicu ostvarene proizvodnje.

*Činjenica da se odnos između tražnje i ponude novca uravnotežava isključivo putem ponude, tj. porastom kredita — u uslovima rastuće tražnje i, uglavnom, fiksirane kamatne stope — znači, da se između nominalne kamate i agregatne ponude novca formirao takav odnos kojem, sa stanovišta privrede u celini, korespondira niska kamatna stopa (ovo potvrđuju i podaci o povećanju kredita u apsolutnom iznosu i po jedinici ostvarenog dohotka). Drugačije rečeno, kada bi sistem aktivnih kamatnih stopa bio dovoljno elastičan da bi se njihovom promenom moglo uticati na količinu kredita koja se traži, visoki koeficijent odnosa između kredita i vrednosti ostvarene proizvodnje, kakav postoji sada, mogao bi se zadržati samo ukoliko bi kamatna stopa bila niska (razume se, kao i u svakoj privredi tako i u našoj, nivo „visoke“ ili „niske“ kamatne stope je predmet empirijskog utvrđivanja). Visoka dugoročna stopa rasta ukupnih bankarskih kredita sa makroekonomskog stanovišta predstavlja reflektovanu sliku niske nominalne kamatne stope, tačnije,*

serije niskih aktivnih kamatnih stopa na kredite različite namene i rokova dospeća.

Ako se pomenuti odnos posmatra sa stanovišta skupa pojedinih ekonomskih sektora, dolazi se do sličnog zaključka. Naime, da je trošak angažovanja jedne jedinice kreditnog novca po jedinici ostvarenog dohotka „visok“, tražnja kredita bi bila niža najmanje za vrednost razlike između postojeće veličine novčane mase i onog njenog obima koji odgovara uslovima monetarne ravnoteže u odnosnom segmentu reprodukcionog ciklusa, korigovano za vrednost koeficijenta obrtaja. Zadržavanje niskog koeficijenta cirkulacije govori o postojanju slobodnog prostora za povećanje relativne količine novca (100 din. novčane mase postaje 400 din. pri promeni koeficijenta obrtaja sa 1 na 4) i treba smatrati izvesnim da bi eventualnom smanjenju tražnje kredita prethodilo ubrzanje koeficijenta obrtaja raspoložive količine novca ako ostale okolnosti ostanu nepromenjene.

Porast snabdevenosti ukupne ekonomije kreditnim novcem po jedinici ostvarenog dohotka (ali ne i novčanom masom budući da ona nije adekvatan pokazatelj — ne uključuje deo prirasta kredita kojim je plaćen uvoz i deo koji je izuzet iz optičaja porastom nemonetarnih depozita) — stoji u temelju politike „jeftinog novca“. Treba pretpostaviti da bi viša aktivna kamatna stopa destimulisala deo tražnje kredita, posebno deo koji se odnosi na zadovoljavanje investicione potrošnje čiji je finansijski efekat niži od nivoa potrebnog da bi se kamata alimentirala bez zadiranja u supstancu društvenih sredstava.

Visoke stope rasta bankarskih kredita na jedinicu porasta dohotka (čemu korespondiraju niske nominalne kamatne stope u uslovima kada je tražnja kredita po jedinici planiranog dohotka veća od njihove ponude) prisutne su u našoj privredi nekoliko godina neprekidno. Organizacije udruženog rada, kao najveći korisnici kredita banaka, prilagodile su svoje bilanse toj okolnosti, što je naročito uočljivo kod bilansa raspodele dohotka. Izvesnost da se planirane investicije mogu ostvariti uz pomoć kreditnih izvora, doprinosi sužavanju preferencije privrednih faktora za buduće finansijske efekte u odnosu na one koje stavlja u izgled sadašnja raspodela i potrošnja. (Predmet je posebno empirijskog istraživanja da li treba odbaciti hipotezu prema kojoj bi izdvajanje dohotka u korist akumulacije bilo veće da je kamatna stopa viša, a jedinično povećanje kredita manje).

Niska opšta nominalna kamatna stopa odrazila se na snižavanje praga osetljivosti organizacija udruženog rada na mere ekonomske politike čiji su primarni efekti često neutralisani promenom finansijskog bilansa upravo uz pomoć bankarskih kredita. Tako je, na primer, pri ograničenju rasta cena proizvodnje, odnosno pri proširenju raskoraka između nivoa ovih cena i jediničnih troškova poslovanja, nastala finansijska neravnoteža izravnavana angažovanjem

kratkoročnih kredita banaka. Isto se odnosi na politiku saniranja gubitaka, porasta poreza i doprinosa i sl. Radi se, dakle, o sprecificiranim procesu konvertovanja jednog bilansa neravnoteže u drugi (tj. u kreditnu zaduženost) čiji je trošak (plaćanje kamate na posuđena sredstva) niži od onog koji bi nastao da se angažovanju eksternih izvora finansiranja nije pribeglo.

2. Od značaja je ponoviti da niska nominalna kamatna stopa, o kojoj je bilo reči u prethodnom odeljku, nije obračunska kategorija u smislu da se njome izračunavaju konkretne kamate u pojedinim kreditnim transakcijama. To je implicitna stopa, dakle, ona koja bi, pod pretpostavkom da je mehanizam kamate fleksibilan, mogla samo niskim nivoom stvoriti identične promene u obimu kredita po jedinici ostvarenog dohotka koje su proizvedene „autonomnim“ povećanjem bankarskih plasmana. Kada se napusti makroekonomska ravan i u središte analitičkog postupka stavi finansijski bilans pojedinačnih organizacija udruženog rada, dobija se drugačija slika o kamati. Naime, postojeća nominalna aktivna kamatna stopa (bez obzira na koji se rok dospeća kredita plaća), ne opterećuje finansijski bilans privrednih organizacija podjednako snagom kada se odnosi na kredite uzete radi proširenja investicija, odnosno reprodukcione baze, i na kredite koji se koriste da bi se finansirali neproizvodni oblici potrošnje, tj. oni koji se ne završavaju neposrednim porastom dohotka. U prvom slučaju iz prirasta vrednosti proizvodnje (ostvarene uz pomoć bankarskih sredstava) osigurava se povratak uzetih kredita i isplaćuje kamata, pri čemu je neto jedinični trošak u principu određen razlikom između kamatne stope i stope neto prirasta novostvorenog dohotka. U drugom slučaju isplaćene kamate predstavljaju čisti dopunski trošak kojem ne korespondira nikakav priraštaj proizvodnje ili dohotka (pritom se ne uzima u obzir eventualni efekat na eksternu ekonomiju).

Uzmimo, na primer, poreze i doprinose. Bez obzira na to kako se iskazuju, porezi i doprinosi — u postojećem sistemu raspodele — za organizaciju udruženog rada su trošak koji se u finansijskom pogledu predstavlja kao odliv novčanih sredstava. Ukoliko akumulacija omogućava alimentiranje povećanja poreza i doprinosa, ceo proces se završava reduciranjem raspoloživih sredstava akumulacije, a ako to nije slučaj, onda se moraju angažovati sredstva banaka. Kamatna stopa bi morala da ima negativne vrednosti pa da porast jediničnih troškova u ovakvom slučaju izostane. Kako se pritom radi o realnim, a ne nominalnim veličinama, proizilazi da bi poslovne banke morale same da elimintiraju pasivnu kamatu, što, naravno, nije moguće, osim u nekom karakterističnom pojedinačnom slučaju i samo na kratak rok.

Dodatno poresko opterećenje je, po pravilu, u funkciji alimentiranja dodatne potrošnje društveno-političkih zajednica i samoupravnih interesnih zajednica. Imajući u vidu ono što je rečeno, izlazi da se deo povećanja društvene potrošnje u određenoj meri fi-

nansira putem bankarskih kredita, ali ne direktno, već posredno, preko osnovnih stvaralaca ekonomske vrednosti — organizacija udruženog rada u privredi. Ovo je put kojim se one dovode u sve veću zavisnost od banaka, a kreditni odnos prenaplaćava. Pri tom, cena kredita pada u potpunosti na privredne organizacije i kao dodatni trošak opterećuje njihov finansijski bilans otkidajući deo ostvarene akumulacije. Ako pretpostavimo da se u jednom određenom razdoblju celokupni priraštaj kredita odnosi na povećanje efikasnih investicija u proizvodnoj oblasti, relativna kamatna stopa bi bila za 100% niža od one koja bi postojala ako bi celokupan priraštaj kredita bio namenjen alimentiranju neproizvodne potrošnje, koja organizacijama udruženog rada ne donosi neposredno povećanje novostvorene vrednosti.

Kamata čija je relativna visina (u odnosu na planirani dohodak) opredeljena proizvodnjom ili neproizvodnom upotrebom kredita, ovde je nazvana relativnom kamatnom stopom. Ona određuje, u stvari, „pravi“ trošak koji organizacija udruženog rada plaća po osnovu kamatnog opterećenja. S teorijskog stanovišta, kamatna stopa od 12% je u relativnom pogledu niža nego stopa od 3%, ukoliko se prva odnosi na kredit upotrebljen u proizvodnji čija je marginalna efikasnost (merena ICOR-om, na primer) veća od 12%. I obrnuto, kredit koji je pokrenuo proizvodne efekte koji su po jedinici angažovanih sredstava niži od 3%, ili je korišćen za pokriće gubitaka, alimentiranje porasta fiskalnog opterećenja i sl. relativno je skuplji od plasmana čija je nominalna kamata inače četiri puta veća.

Nekoliko drugih činilaca vezanih za uslove funkcionisanja kreditno-monetarnog i privrednog sistema takođe deluju u pravcu snižavanja, odnosno povišenja nominalne kamatne stope pretvarajući relativnu kamatu u parametar sa značajnim ekonomskim implikacijama. Tako proces konvertovanja kratkoročnih u dugoročne kredite dejstvuje u pravcu sniženja nominalne kamate jer se pomeranjem vremena otplate menja i srazmera između sadašnje i eskontovane vrednosti na koju se kamata odnosi. Ali, ovo samo pod pretpostavkom da nije ugovoren diskont, jer se u tom slučaju iznos kamate utvrđuje i naplaćuje *ex nate* što podiže njenu relativnu visinu (u praksi, doduše, banke u tom slučaju, po pravilu, polaze od niže nominalne stope).

Do povećanja relativne kamatne stope dolazi i u slučajevima kada se kratkoročni krediti koriste namenski, za dugoročne svrhe. Kamata na kratkoročne kredite je viša od one koja se plaća na dugoročno posuđena sredstva (ovo je naša specifičnost; na međunarodnim finansijskim tržištima obično je obrnuto), pa je usled toga trošak po jedinici proizvodnje veći po ovom i po osnovu promene odnosa između tekuće i eskontovane vrednosti koja se vraća u kasnijem razdoblju. Organizacija udruženog rada koja transformiše kratko-

ročna sredstva za dugoročnu upotrebu, može znatno povisiti troškove projekta finansiranog na taj način.

Mehanizam prelivanja kratkoročnih i dugoročnih plasmana sadrži značajnu monetarnu implikaciju. S obzirom na stalnu pojavu transformacije sredstava, od aktivnosti kreditno-monetarne politike neposredno zavisi ne samo stanje kratkoročnog već delimično i investicionog finansijskog bilansa. Restriktivna orijentacija kreditno-monetarne politike sužava raspoloživu količinu kredita i novčane mase. Na taj se način, u izvesnoj meri, smanjuje i potencijalna količina novca za investicioni sektor, usled čega se tu neravnoteža proširuje, a prati ga i neravnoteža u kratkoročnom bilansu.

Koncept relativne stope nema značaja za ocenu apsolutne visine troškova nastalih po osnovu kamate jer su ti troškovi opredeljeni visinom nominalne kamatne stope i veličinom mase angažovanih kredita. Međutim, za procenu efekata investicija pokrenutih kreditima, relativna kamata se pokazuje kao kategorija koja omogućava pravilnije sameravanje troškova kredita i efekata koji se njima proizvode, nego ako se koristi samo nominalna stopa.

Niska opšta kamatna stopa, koja je i relativno snižavana, odnosi se na nominalne vrednosti, a one su delovanjem inflacije svedene u zonu negativne realne kamate. Time je u privredni sistem ugrađen veoma nizak standard koji investicije moraju zadovoljiti da bi se reprodukovale, a njihovo preduzimanje „isplatilo”. Bez obzira na to kako se merila, granična efikasnost investicija je, zahvaljujući postojećem sistemu nominalnih relativnih kamatnih stopa, postavljena nisko za sve projekte koji se finansiraju iz posuđenih sredstava, izuzimajući kredite inostranih banaka. Ovo je imalo odgovarajuću posledicu i na koeficijent supstitucije činilaca proizvodnje, koji se zadržava na niskom nivou, usled čega se rad supstituiše kapitalno-intenzivnim sredstvima za proizvodnju i u slučajevima kada time nije stvorena optimalna kombinacija. Problem je utoliko naglašeniji što rast cena ima suprotan uticaj na lične dohotke nego što ima na kamatu. Naime, povećanje opšteg nivoa cena odražava se na lične dohotke tako što im deflacionira nominalnu vrednost, ali se oni toj situaciji prilagođavaju pomeranjem naviše. Međutim, povećanje cena snižava realnu kamatnu stopu znatno ispod njenog pozitivnog praga, a finansijska sredstva po jedinici planiranog dohotka čini jeftinijim. Ukoliko je supstitucija činilaca proizvodnje tehnološki mogućna, a nisu prisutni faktori koji bi destimulisali ovakvo opredeljenje, — orijentacija na kapitalno-intenzivne investicije ostaje često alternativa za koju se privredni faktori opredeljuju. Teza o tome da je nizak stepen efikasnosti investicija, ugrađen kroz nisku relativnu i realnu kamatnu stopu, uzrok niže stope rasta zaposlenosti od potencijalne — predmet je empirijske procene, ali je tačno i nesumnjivo *da nije svejedno koju relativnu cenu u samoupravnoj privredi imaju finansijska sredstva u uslovima postojanja nepotpune zaposlenosti. Zato je pitanje da li je postojeća*

*kamatna stopa „isuviše visoka ili nije“ bez smisla. Bilo bi pravilnije pitati da li bi se promenom kamatne stope omogućilo dodatno privlačenje slobodne akumulacije i povećanje društvenog proizvoda i zaposlenosti.*

Očekivanje da se kamata neće povećati, odnosno da će se zadržavati u zoni negativnih realnih stopa, može imati za posledicu da stepen granične efikasnosti investicija opadne ispod neke kritične tačke i da investicije učini značajno nerentabilnim. Međutim, ova se tendencija amortizuje time što porast cena podstiče nova ulaganja budući da će proizvodnja postrojenja, koja se grade danas, moći tokom jednog dela svog postojanja konkurisati proizvodnji postrojenja čiji je prag efikasnosti postavljen niže, naprosto stoga što su se gradile ranije, a njihova valorizacija ne sustiže stopu inflacije. Na taj način opšti rast cena po dva osnova stimuliše investicionu tražnju, a bazu za budući plasman proizvodnje (koju ove investicije stvaraju) osigurava rastuća ili konstantna vrednost akceleratora na domaćem tržištu.

Dr. DAVOR SAVIN

THEORETICAL ELEMENTS OF THE RATE OF INTEREST IN THE  
MONETARY SYSTEM OF OUR SELF-MANAGING ECONOMY

Summary

The author indicates that the rate of interest is no variable category in our monetary and financial system, apt to regulate the level of supply and demand for credits, while the demand for money is a variable which is not determined by factors in the frames of the monetary, the credit and the fiscal policy. The elasticity of the demand for money in relation to changes in the real rate of interest equals zero. The fact is that demand and supply are equated under conditions of a growing demand by way of an increased supply of money so that a low rate of interest corresponds to such a relationship. This is why a high growth rate of bank credits in the long run reflects the low nominal rate of interest under the micro-economic aspect.

The low rate of interest has borne on the lower sensitivity of organizations of associated labour to measures of the economic policy, whose primary effects are often offset by a change in the financial balance through bank credits. The rate of interest is no calculating category, useful in the calculation of a given rate of interest in various credit transactions. The interests paid are an additional cost matched by no increment in production or income. Additional taxes and contributions may bear on the decrease of accumulation since it is the alimentation of the public expenditure which is mainly

concerned. Organizations of associated labour depend thus more and more on banks and credits, the price of credits being to them an additional cost, pressing like a burden upon their financial balance and depriving them of another part of accumulation. A rather high percentage of credits is used to aliment the non-productive consumption, which does not increase the newly created values of organizations of associated labour. This is why the author emphasizes the advantages of the relative rate of interest, which is determined by the productive or non-productive use of credits. The credit and monetary as well as the economic system cut or raise the nominal rate of interest, while the conversion of short-term into long-term credits bears on the reduction of the relative rate of interest.

The relative price of financial resources under conditions of under-employment is hence very important. The question whether the rate of interest is too high or too low is also significant. It is also important to attract the free accumulation and to increase the national product and employment through changes in rates of interest.

The expectation that the rate of interest will not rise or rather that it will remain in the frames of negative real rates may have negative consequences and result in a fall of the marginal efficiency of investments below a critical point, rendering them unprofitable. As a matter of fact, this is compensated for by a price rise, which renders investments profitable. The general price rise stimulates thus the investment demand on two grounds, while the basis for future investments is secured by the growing or constant value of accelerators in the domestic market.

Д-р ДАВОРИН САВИН

#### ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ЭЛЕМЕНТЫ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ В МОНЕТАРНОЙ СИСТЕМЕ САМОУПРАВЛЕНЧЕСКОГО ХОЗЯЙСТВА

##### Резюме

Автор отмечает, что процентная ставка в нашей монетарной и финансовой системах не является вариабильной категорией, которой, можно регулировать объем спроса и предложения кредитов, тогда как спрос на деньги вариабилен, а не определен факторами в рамках монетарно-кредитной и фискальной политики. Гибкость денежного спроса на изменение реальной процентной ставки равняется нулю. Остается фактом то, что спрос и предложение уравниваются в условиях возрастающего спроса путем увеличения предложения денег, и такому отношению соответствует низкая процентная ставка. Поэтому высокие долгосрочные темпы роста банковских кредитов с микроэкономической точки зрения представляют собой отображение низкой номинальной процентной ставки.

Низкая процентная ставка сказалась на уменьшение влияния на организации объединенного труда мероприятий экономической политики, первичные эффекты которых часто нейтрализованы изменением финансового баланса, именно с помощью банковских кредитов. Они не являются и расчетной категорией на основании которой можно производить расчет конкретной процентной ставки в отдельных кредитных транзакциях и в сбыте. Кроме того, оплаченные процентные ставки представляют собой чистые дополнительные затраты, которым не соответствует никакой рост производства или дохода. Дополнительные налоги и взносы могут повлиять на уменьшение накопления, ибо здесь идет речь, в основном, о финансировании общего и совместного потребления. Этим организации объединенного труда приводятся во все большую зависимость от банков и кредитов, а стоимость кредита представляет для них добавочные затраты и оберегает их финансовый баланс, отбирая у них дальнейшую часть осуществленного накопления. Значительная часть кредитов предназначена для финансирования непроизводственного потребления, которое организациям объединенного труда не приносит непосредственного увеличения вновь осуществленной стоимости. Поэтому автор отмечает преимущества относительной процентной ставки, размер которой определяется производственным или непроизводственным использованием кредитов, а условия функционирования кредитно-монетарной и хозяйственной систем действуют в направлении снижения, т. е. повышения номинальной процентной ставки, тогда как процесс преобразования краткосрочных кредитов в долгосрочные влияет на снижение относительной процентной ставки.

Стало быть, большое значение имеет то, какую относительную цену в самоуправленческом хозяйстве имеют финансовые средства в условиях недостаточной занятости. Поэтому значителен вопрос — является ли процентная ставка слишком высокой или низкой, как также значительно и то, что изменениями процентных ставок необходимо обеспечить добавочное привлечение свободного накопления и повышение общественного продукта и занятости.

Ожидание, что процентная ставка не увеличится, т. е., что она задержится в зоне отрицательных реальных ставок, может иметь отрицательные последствия и может содействовать уменьшению степени предельной эффективности капиталовложений ниже какой-то критической точки, и может сделать их и нерентабельными. Это, правда, амортизируется повышением цен, которые капиталовложения делают более рентабельными. Таким образом общий рост цен по двум основаниям стимулирует спрос на капитальные вложения, говорит автор, а базу для дальнейшего сбыта обеспечивает растущая или постоянная стоимость ускорителя на отечественном рынке.