

## Jak myśleć o stratach?

**Autor:** Fritz Machlup

**Źródło:** [mises.org](http://mises.org)

**Tłumaczenie:** Dariusz Laska

Wprawdzie zupełnie oczywiste jest, iż indywidualny kapitalista lub spekulant może ponosić straty na giełdzie, to jednak kwestia, czy samo „społeczeństwo” może ich doznawać, pozostaje wysoce wątpliwa. Nie odnosimy się w tym miejscu oczywiście do strat ponoszonych przez jedno społeczeństwo względem innego, przykładowo do strat doświadczanych przez mieszkańców jakiegoś kraju w związku z inwestycjami lub transakcjami giełdowymi realizowanymi za granicą. Nurtuje nas raczej pytanie, czy straty jednostki na krajowym rynku giełdowym stanowią stratę dla społeczeństwa, do którego ta osoba należy.

Zanim odpowiemy na to pytanie, musimy ustalić przyczyny występowania strat giełdowych.

Akcjonariusz odnotowuje straty, jeżeli wystąpi deprecjacja wartości akcji, co może być konsekwencją: (a) uszkodzenia lub destrukcji kapitału rzeczowego przedsiębiorstwa, (b) spadku przyszłych zysków przedsiębiorstwa, (c) konsumpcji kapitału przedsiębiorstwa, (d) wzrostu stopy procentowej stanowiącej podstawę kapitalizacji zysków, (e) błędnego ukierunkowania inwestycji przez przedsiębiorstwo, (f) reakcji na wcześniejsze, spekulacyjne przewartościowanie walorów.

Z perspektywy społeczeństwa, rozumianego jako całość, wymienione przyczyny wymagają różnych ocen:

a) Zniszczenie lub destrukcja kapitału rzeczowego oznacza bez wątpienia utratę kapitału społecznego. Spadek cen akcji nie jest z pewnością tożsamy z dodatkową stratą. Jest to po prostu sposób, w jaki strata społeczeństwa jest manifestowana na rynku.

b) Wymienić można różne powody spadku rentowności przedsiębiorstwa. Jeżeli popyt na produkt danej firmy maleje i zredukowana cena sprzedaży wyrobu obniży przychody podmiotu, to inwestycja kapitału w daną linię produkcyjną może się okazać nieuzasadniona. W każdym razie spadek wartości kapitału przedsiębiorstwa reprezentuje dostosowanie rynkowe w postaci spadku cen akcji.

Dotyczy to również rywalizujących ze sobą koncernów, które – wykorzystując ulepszone metody techniczne – zdolne są do obniżania cen produktów. Zarówno zmniejszenie zysków firmy używającej przestarzałych technologii, jak i deprecjacja wartości jej akcji, zostaną – z korzyścią dla konsumentów – skompensowane z nadwyżką dzięki zyskom jednostek zmodernizowanych. Tak więc powyższa sytuacja nie może być uznana za stratę społeczną.

Zyski mogą zostać obniżone w wyniku podwyższenia cen pewnych niezbędnych czynników produkcji. Taki wzrost cen może być spowodowany konkurencyjnym popytem zgłoszonym przez lepiej zapowiadające się formy ich wykorzystania. W takim przypadku zredukowane zyski nie są postrzegane jako strata dla społeczeństwa. Jeżeli jednak spadek opłacalności nie jest pochodną ekonomicznego procesu adaptacji lub rozwoju, lecz wynika z jakiejś „szkodliwej” zewnętrznej ingerencji, wtedy można mówić o stracie społecznej, którą rynek dyskontuje poprzez obniżenie cen papierów wartościowych.

c) Konsumpcja kapitału przedsiębiorstwa może wynikać z zastosowania niewłaściwych metod księgowych, błędnego prawa podatkowego lub niestosownych praktyk biznesowych, skutkujących dystrybucją albo opodatkowaniem „fikcyjnych” zysków. W celu pokrycia tych wydatków firma bądź wykorzystuje część niezbędnych funduszy odtworzeniowych (np. stosując niewłaściwe odpisy umorzeniowe), bądź gromadzi nowy kapitał (rozładniając swój kapitał akcyjny lub zaciągając nowe zobowiązania). W tych sytuacjach obniżenie cen akcji jest niewątpliwie oznaką uszczuplenia kapitału społecznego.

d) Jeżeli rentowność przedsiębiorstwa pozostaje niezmienną, wzrost stopy procentowej musi spowodować zmniejszenie wartości kapitału, czego rezultatem jest obniżenie cen akcji. Jeśli wzrost stopy procentowej wynika z niedostatecznej podaży kapitału, może to być ocenione jako niekorzystne ze społecznego punktu widzenia. Jeżeli jest to zdeterminowane wzrostem popytu na kapitał w wyniku postępu technicznego, może to zostać uznane za zjawisko pozytywne z perspektywy społecznej. Dlatego też spadek cen akcji nie uprawnia do wniosku o wytworzeniu straty dla społeczeństwa.

e) Błędne ukierunkowanie inwestycji, to znaczy wykorzystanie kapitałów pieniężnych do kreowania kapitałów rzeczowych, które osiągają stopę zwrotu poniżej marginalnej produktywności i są tym samym nieopłacalne, jest niefortunne zarówno z prywatnego, jak i ze społecznego punktu widzenia. Ta

kwestia wymaga szczególnej uwagi, ponieważ nadmierna spekulacja na giełdzie była wielokrotnie uznawana za przyczynę mylnego umiejscowienia inwestycji.

f) Straty wynikające z reakcji rynku papierów wartościowych, która musi wystąpić prędzej lub później, o ile ceny były podniesione „zbyt wysoko” poprzez spekulację, są na ogół tym, co ludzie mają na względzie, mówiąc o „stratach giełdowych” i co stanowi cel ich zacieklej krytyki. Straty te są jednak wyłącznie przesunięciami w dystrybucji bogactwa i dochodu. Same w sobie nie reprezentują żadnej szkody dla społeczeństwa. Kwestia ta nie jest oczywista nawet dla wielu wyszkolonych ekonomistów i przypuszczalnie winna być wyjaśniona bardziej szczegółowo.

Chociaż przypadki od (a) do (d) oraz inne podobnego rodzaju reprezentują bezsprzecznie straty właścicieli akcji, to jednak nie są one ściśle związane z transakcjami na rynku papierów wartościowych. Przyczyny ich bowiem występują po „stronie towarowej” i zmiany cen akcji są wyłącznie odbiciem wydarzeń ekonomicznych w sferze „dóbr rzeczowych”. Jedynymi istotnymi przypadkami, biorąc pod uwagę nasze cele, pozostają pytania: (e) czy spekulacja akcjami powoduje błędne ukierunkowanie inwestycji oraz (f) czy spekulacja akcjami może spowodować utratę kapitału.

Odlóżmy na moment zagadnienie mylnego umiejscowienia inwestycji. Spróbujemy pokazać, że kapitał pieniężny nie może być utracony podczas realizacji transakcji związanych ze spekulacją akcjami. Nie jest to skomplikowane zadanie. Wyjaśnienie, dlaczego wielu ekonomistów zgubiło się w tym miejscu, byłoby znacznie trudniejsze. Bez wątplenia sensowny jest argument stanowiący, że kapitał pieniężny, który napłynął na giełdę, może zostać „zablokowany” na określony czas.

Wydaje się jednak, że możliwość utraty kapitału pieniężnego na giełdzie jest niedorzeczna. Nie trzeba być wybornym detektywem, aby wywnioskować, że spekulant sprzedający po niskiej cenie stracił, gdyż dokonał zakupu po wyższej cenie oraz by zarazem dostrzec, że utracone pieniądze musiały trafić do osoby sprzedającej po wyższej cenie lub – używając giełdowego żargonu – do osoby „wychodzącej na czas” (*got out in time*).

Mam nadzieję, iż żaden z czytelników nie popełni błędu rozumowania i nie pomyśli, że nikt lub zaledwie kilkoro ludzi jest w stanie „wyjść na czas”. We wszystkich transakcjach występują dwie strony, więc każdemu kupującemu po wysokiej cenie musi odpowiadać sprzedający po tej wysokiej cenie, który w momencie transakcji wstrzymał się od dalszej spekulacji, stając się tym samym

zadowolonym posiadaczem kapitału pieniężnego, uznanego przez niektórych za stracony.

Argumenty odnoszące się do strat ponoszonych rzekomo przez społeczeństwo w wyniku nieudanych transakcji giełdowych są na ogół rezultatem pomieszania wielu różnych idei. Zaliczyć można do nich: (1) utratę kapitału rzeczowego oraz utratę kapitału pieniężnego w następujących wariantach: (2) pieniądze, które mogłyby się pojawić na rynkach producentów lub konsumentów nie trafiają tam, (3) pieniądze, które mogłyby być dostępne dla inwestycji wytwórczych, są kierowane do kanałów konsumpcyjnych i stąd ich dalszy napływ na rynki dóbr konsumpcyjnych zamiast potencjalnego przepływu na rynki dóbr produkcyjnych; (4) niespłacony kredyt bankowy udzielony dla celów spekulacyjnych na giełdzie nie będzie stanowić zwrotu dla banków.

Koncepty te są często antagonistyczne względem siebie. Z jednej strony straty giełdowe są oskarżane o zdolność wywoływania efektów deflacyjnych (nr 2) i jednocześnie powstaje obawa, że kredyty bankowe nie zostaną zwrócone bankom w następstwie poniesionych strat giełdowych (nr 4). Co ten ostatni efekt implikuje? Oznacza on, że system ekonomiczny pozostaje w wyższym stopniu zasilony w środki obrotowe, niż byłoby to możliwe w sytuacji zwrotu zaciągniętych kredytów bankom.

Założmy przypadek bardzo poważnej straty giełdowej. Przypuśćmy, że banki wykreowały kredyty w celu udostępnienia funduszy licznym spekulantom na zakup akcji, które okazały się później bezwartościowe. Niefortunni nabywcy tych akcji, po dokonaniu transferu swoich depozytów do szczęśliwych sprzedawców, nie są zdolni do spłaty własnego zadłużenia wobec banków. Krótko mówiąc, straty giełdowe w tym przypadku zapobiegają „deflacyjnym” efektem, które spłata kredytów mogłaby wywołać. Jeżeli pozostają niespłacone, depozyty bankowe nadal istnieją, natomiast jeżeli zostałyby zwrócone, przestałyby istnieć – przynajmniej tymczasowo.

Celem tego (delikatnie lekkomyślnego) typu rozumowania jest ukazanie zagrożenia, które pociąga za sobą nieprawidłowe wnioskowanie. Służy on również przedstawieniu potrzeby praktykowania dużej ostrożności w analizowaniu problemów ekonomicznych. Posługując się jeszcze bardziej skrajnym przykładem, uzyskamy zupełnie inne rezultaty: jeżeli niezdolność spekulantów do spłaty pożyczek wytworzy na tyle trudne okoliczności, że banki będą z konieczności zamykane, to bezpośrednim rezultatem tej sytuacji będzie destrukcja wszystkich depozytów. W tych warunkach brak zdolności do spłaty kredytów byłby bardziej deflacyjny niż ich spłata.

W pozostałych przypadkach można również zademonstrować, przynajmniej teoretycznie, że niewykluczone są rezultaty zupełnie przeciwne do oczekiwanych i stanowiących podstawę do obawy. Posłużmy się przypadkiem obniżonej podaży kapitału, co było rezultatem konsumpcji zysków osiągniętych na giełdzie (nr 3 na liście wcześniej wymienionych interpretacji). Kapitał pieniężny wykorzystany do zakupu akcji trafia do portfela sprzedawcy. Jeśli zdecyduje się on na ujęcie części tego kapitału w kategorii zysku i wykorzysta go do celów konsumpcyjnych, to kapitał pieniężny zostanie zredukowany na korzyść funduszy użytych do konsumpcji.

Z pozoru paradoksalne stwierdzenie, że straty giełdowe zdolne są do podwyższania kapitału pieniężnego, jest bardziej realne, niż się początkowo wydaje. Jedyne warunki są takie, aby sprzedawca pokrył swoje straty z własnego dochodu poprzez ograniczenie konsumpcji.

Posłużmy się przykładem okazjonalnego spekulanta zapożyczającego się w swoim banku w celu dokonania inwestycji na giełdzie i kupującego akcje po wysokich cenach. Szczęśliwy sprzedawca, którym może być inny spekulant lub firma właśnie realizująca nową emisję akcji, uzyskuje pełną pulę kapitałów pieniężnych. Pechowy spekulant wyprzedaje później aktywa po niskich cenach i otrzymuje od nowego nabywcy mniej, niż wcześniej sam zapłacił.

Jeżeli zredukuje on deficyt zadłużenia w banku poprzez zaangażowanie dochodu zaoszczędzonego poprzez ograniczenie własnej konsumpcji i jeśli bank reinwestuje spłacone kwoty, to strata giełdowa zaowocuje utworzeniem kapitału rzeczowego. Ponieważ dana jednostka nie zaoszczędziłaby w innych niż opisane okolicznościach, możemy więc określić tę sytuację mianem przymusowego oszczędzania wywołanego stratami giełdowymi. Jeśli jednak wymuszone oszczędności nie zostałyby zainwestowane, to wystąpiłaby deflacja. Biorąc pod uwagę pesymistyczne nastroje towarzyszące znacznym stratom giełdowym, taki scenariusz jest bardziej prawdopodobny.

Powtórzmy, oszczędności krótkoterminowe mogą zostać mimowolnie przekształcone w długoterminowe w wyniku strat poniesionych na giełdzie. Jeżeli A oszczędza na coś, co zamierza skonsumować w późniejszym okresie (np. na długą podróż lub zakup samochodu), i inwestuje na razie w akcje, to tym samym udostępnia on swoje tymczasowo zgromadzone oszczędności do wytworzenia kapitału rzeczowego. Jeśli po zakupie walorów po cenie 100 nie może znaleźć na nie kupca po tej samej cenie i ostatecznie jest zmuszony sprzedać je innemu oszczędzającemu B po cenie 80, to 80% kapitału pieniężnego zainwestowanego w kapitał rzeczowy będzie pochodziło z oszczędności B i 20% z oszczędności dobrowolnie poświęconych przez A. Chociaż A zamierzał zainwestować swoje

fundusze tylko tymczasowo, to nie był on jednak zdolny do ich wycofania z procesu produkcyjnego. Dlatego strata poniesiona na giełdzie stała się długoterminowymi oszczędnościami systemu ekonomicznego.

Nie mamy możliwości określenia, jak dalece istotne ilościowo są w praktyce oszczędności wywoływane stratami giełdowymi. Przypuszczalnie są one znacznie niższe niż wielkości skonsumowanych zysków giełdowych. Pozostaje jednak w mocy zasada głosząca, iż konsumpcja oszczędności uzyskanych przez zyski giełdowe ma odpowiednik w postaci formowania oszczędności wywołanych stratami giełdowymi.

W jednym przypadku spekulant ujmuje własne zyski jako dodatek do dochodu i zwiększa konsumpcję. W innej natomiast sytuacji postrzega on swoje straty jako uszczuplenie dochodu, reagując na nie zmniejszoną konsumpcją. O ile jednak zyski lub straty nie są oceniane jako zmiany w dochodzie, lecz jako modyfikacje szeroko rozumianego majątku, o tyle reprezentują zaledwie interpersonalne przesunięcia w dobrobycie. Może to być związane z wyceną kapitału, ale same w sobie nie mają one nic wspólnego z jego kreacją lub konsumpcją.