

Systemowy optymizm w ocenie sytuacji gospodarczej a austriacka teoria cyklu koniunkturalnego

Autor: **Robert C. B. Miller**

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: **Magdalena Rogala**

The Quarterly Journal of Austrian Economics, *Vol. 15, No. 4, 432–442 Winter
2012*

Ryzyko a austriacka teoria cyklu koniunkturalnego

Rozwijając austriacką teorię cyklu koniunkturalnego (ATCK), austriaccy ekonomiści skupili się jedynie na strukturze kapitału i rynkach kapitałowych, a pominęli kwestię ryzyka i powiązany z nim koncept aktywów rezerwowych czy „aktywów zabezpieczających”, będące przedmiotem rozważań Ludwiga Lachmanna w latach trzydziestych, czterdziestych i pięćdziesiątych XX wieku. Analiza, która omawia te kwestie, stanowi uzupełnienie konwencjonalnej austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego.

W znacznym stopniu niniejsza praca jest rozwinięciem analizy Ludwiga Lachmanna dotyczącej „aktywów rezerwowych” zawartej w *Capital and Its Structure* (Lachmann, 1956 r.) oraz analizy obejmującej tematykę zapasów towarowych umieszczonej w „Commodity Stocks in the Trade Cycle” (Lachmann i Snapper, 1994 [1938]). Chociaż druga wspomniana praca została wydana osiemnaście lat wcześniej niż *Capital and Its Structure*, analiza Lachmanna obejmująca omawiany przez nas temat ma swój logiczny początek właśnie w późniejszej publikacji. Stosując wyrażenie „aktywa rezerwowe”, Lachmann nie ma na myśli aktywów płynnych, które banki komercyjne umieszczają w banku centralnym w ramach konwencjonalnego systemu bankowości. Odnosi się on raczej do „aktywów zabezpieczających”, które firmy tworzą ze względu na ryzyko nieprzewidzianych zdarzeń, które uniemożliwiają prowadzenia działalności według planu — natomiast z makroekonomicznego punktu widzenia jest to zdolność gospodarki do radzenia sobie z ekonomicznymi szokami. W tym

artykule postaram się wyjaśnić, że aktywa zabezpieczające nie powinny być utożsamiane z zapasami czy kapitałem obrotowym.

Zaskakuje to, że tak niewiele analiz austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego odnosi się do ryzyka. W swojej obszernej analizie Jesus Huerta de Soto (Huerta de Soto, 2006 [1998]) nic nie wspomina o ryzyku. Wyjątkiem jest Roger Garrison (1994), który omówił pracę Hayeka dotyczącą austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego. Innym wyjątkiem jest praca autorstwa Evansa i Baxendale'a (2008), wprowadzająca ideę podatnych na błędy „marginalnych przedsiębiorców”, którzy — gdy tylko mają na to środki — realizują nieudolne biznes plany, kończące się nagromadzeniem przedsiębiorczych błędów. Według Evansa i Baxendale'a przedsiębiorczość nie jest wcale bardziej homogeniczna od kapitału. Ekspansja kredytowa pozwala drugorzędnym biznesmenom eksperymentować z wadliwymi biznes planami, i dlatego prowadzi do nie dających się utrzymać prób pogłębienia struktury produkcji, ale również do zbyt optymistycznej oceny biznes planów w ogóle — czyli powszechnego w ekonomii „optymizmu w ocenie sytuacji gospodarczej”¹.

Jedynym istotnym opracowaniem tej kwestii jest książka Tylera Cowena pt. *Risk and Business Cycle, New and Old Austrian Perspectives* (1997). Cowen twierdzi, że austriackie teorie kapitału i cyklu koniunkturalnego nie powinny koncentrować się na „okrężności metod produkcji”, lecz na „ryzyku”. Cowen uważa, że redukcja stopy procentowej sprawia, że biznesmeni inwestują w zbyt ryzykowne przedsięwzięcia i za nisko oceniają faktyczne ryzyko w środowisku branżowym. To z kolei prowadzi do skumulowania błędów przedsiębiorczych — zjawiska charakterystycznego dla recesji. W przeciwieństwie do teorii Cowena, standardowa austriacka teoria cyklu koniunkturalnego twierdzi, że stopy procentowe poniżej poziomu naturalnego sprawiają to, że przedsiębiorcy starają się dokończyć tworzenie rozbudowanych struktur inwestycyjnych, do czego dostępne środki są niewystarczające. Takie czasochłonne i bardziej „okrężne” struktury zawiodą, ponieważ nie można ich dokończyć. Kwestia ta stanowi

¹ Określenie „optymizm w ocenie sytuacji gospodarczej” ma swoje źródła w ekonomicznej analizie przeprowadzonej przez upaństwowione brytyjskie kompanie przemysłowe i odnosi się do menedżerów, którzy muszą być zbyt optymistycznie nastawieni do swoich biznes planów, jeśli chcą uzyskać od Ministerstwa Skarbu dofinansowanie do inwestycji.

przedmiot wielu prac i nie ma potrzeby, by po raz kolejny szczegółowo ją omawiać.

Tyler Cowen twierdzi, iż standardowa austriacka teoria cyklu koniunkturalnego myli się w i że zwiększenie „okrężności metod produkcji” nie jest istotnym czynnikiem w kumulacji przedsiębiorczych błędów. Lecz w tym miejscu to Cowen może się mylić. Nie ma powodu, dla którego nie miało by być dwóch efektów zakłócających gospodarkę— nadmiernego apetytu na ryzyko i nadmiernej „okrężności metod produkcji”— gdyż istnienie jednego nie wyklucza istnienia drugiego. W rzeczywistości, można sobie wyobrazić projekty o niskim ryzyku i wysokim stopniu skomplikowania i na odwrót. Na przykład wybudowanie platformy wiertniczej może okazać się bardzo złożonym, ale mniej ryzykownym przedsięwzięciem niż branża moda, prosta, ale ryzykowna i krótkoterminowa inwestycja². Pomimo tego że mogłoby się wydawać, iż przedsięwzięcia, które są skomplikowane i czasochłonne są również obciążone większym ryzykiem niż krótkoterminowe, prostsze projekty, to niekoniecznie musi tak być.

Drugi czynnik zakłócający wynika z obniżenia stopy procentowej poniżej stopy naturalnej i w konsekwencji ze zmniejszania premii za ryzyko, co powoduje, że zbiorowo obniża się stopień ryzyka przedsięwzięć biznesowych. Niskie stopy procentowe zniekształcają ocenę biznesmenów dotyczącą środowiska branży i tym samym sprawiają, że przedsiębiorcy są zbyt optymistyczni wobec swoich inwestycji i stają się nadmiernie „uradowani”. Dwa niniejsze czynniki zakłócające są ze sobą powiązane. Przedsiębiorcy mogą podjąć się zrealizowania projektów, które są bardziej skomplikowane i ryzykowniejsze, niż te inwestycje, których by się podjęli w innych okolicznościach. Lecz znowu należy podkreślić, że zawłość inwestycji niekoniecznie oznacza większe ryzyko. Pogłębienie struktury produkcyjnej może okazać się mniej ryzykowne niż jej rozszerzenie. Te dwie idee, pogłębianie kapitału i ryzyko, w dalszym ciągu są ze sobą powiązane i trzeba znaleźć między nimi kompromis.

Aktywa zabezpieczające, ryzyko i austriacka teoria cyklu koniunkturalnego

W swojej książce *Capital and its Structure* Lachmann przedstawił teorię na temat tego, jak przedsiębiorstwa radzą sobie z problemem niepewności w realizacji ich

² Zawdzięczam ten przykład dr. Anthony’emu Evansowi.

biznes planów. Posługując się militarną metaforą, wyjaśnia on, że firmy posiadają trzy rodzaje aktywów: pierwszej i drugiej linii oraz rezerwowe. I tak wyjaśnia różnicę między nimi:

Poprzez aktywa pierwszej linii mamy na myśli te dobra kapitałowe (taśmociągi, dźwigi), których praca stanowi wkład w realizację planu produkcyjnego już od samego początku. Aktywa drugiej linii to te aktywa obrotowe, które, tak jak części zapasowe lub pieniądze na wypłatę pensji, zostaną wykorzystane w określonym czasie w trakcie realizacji planu.

Aktywa rezerwowe to te aktywa, które, tak jak oszczędności lub akcje rezerwowe, nie zostaną wykorzystane we wcześniej określonym czasie pod warunkiem, że wszystko będzie szło zgodnie z oczekiwaniami. Aktywa rezerwowe tworzy się zatem na wypadek niespodziewanych zdarzeń warunkowych i nie korzysta się z nich w z góry określonym czasie. (Lachmann, 1956, s. 90)

Idea Lachmanna co do aktywów rezerwowych odzwierciedla fakt, że przedsiębiorstwa zmagają się z niepewnością, a ich biznes plany są ciągle zmieniane. Firmy stawiają czoło tzw. niepewności Knighta — ryzyku, którego nie da się skalkulować. Tym samym ilość aktywów rezerwowych czy „aktywów zabezpieczających” przedstawia pogląd ludzi na ryzyko w danym biznesie. Im mniej postrzega się biznes jako ryzykowny, tym mniej tworzy się aktywów rezerwowych. Idea aktów zabezpieczających pasuje do wielokrotnie przytaczanego poglądu Lachmanna, że firmy często muszą przeprowadzać zmiany w swoim kapitale, gdy realizacja ich planów nie spełnia początkowych oczekiwań. Zabezpieczając się przed taką ewentualnością, przedsiębiorstwa przygotowują się na to, by w razie potrzeby móc zmienić plany.

Aktywa zabezpieczające przedstawiają zdolność firm do przeciwstawiania się sytuacjom, gdy biznes plan zawodzi. Obejmują one m.in. gotówkę i aktywa, które łatwo upłynnić, kontrakty forward i futures oraz opcje (służące jako zabezpieczenia), linie kredytowe, niespecyficzne zasoby i dobra produkcyjne, zapasy towarowe, (niektóre) inne zapasy i (częściowo) kapitał ludzki. Aktywa zabezpieczające (aspekt ilościowy) pokazują, do jakiego stopnia biznes plany są utworzone w sposób rozważny, czy też bezmyślny (aspekt jakościowy). Na przykład zwiększenie aktywów zabezpieczających mogłoby wiązać się ze

zmianami w kapitale ludzkim — zwolnieniem agresywnego menedżera i zastąpienie go osobą z większym doświadczeniem w spadkach koniunktury. Niemożliwe jest, by obliczyć sumę aktywów zabezpieczających dla danej gospodarki, ponieważ ich spodziewane wykorzystanie zależy od oczekiwań demonstrowanych przez poszczególne przedsiębiorstwa, które mogą okazać się inne czy rozbieżne w stosunku do reszty firm. To co dla jednych może być aktywami zabezpieczającymi, dla innych już nie musi. Idea aktywów zabezpieczających jest subiektywna, ponieważ zależy od oczekiwań, które mogą okazać się błędne.

Aktywa zabezpieczające i krzywa możliwości produkcyjnych

Aktywa zabezpieczające odgrywają ważną rolę w analizie boomu. To, jak postrzega się ryzyko przedsięwzięć, ewidentnie wpłynie na ilość aktywów zabezpieczających, które przedsiębiorcy uznają za niezbędne. A na tę ilość może wpłynąć stopa procentowa poniżej „stopy naturalnej”.

Zmiany w ilości aktywów zabezpieczających mogą pomóc wyjaśnić frapujący aspekt austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego — problem produkcji powyżej krzywej możliwości produkcyjnych (PPF), który został przedstawiony przez Rogera Garrisona w postaci diagramu interpretującego austriacką makroekonomię opartą na kapitale. Zapadnie w pamięć, że w swojej książce *Time and Money* (2001) Garrison użył trzech „paneli Garrisona”, by pokazać, jak zmiany w podaży pieniądza wpływają na widoczną podaż oszczędności, która określa granicę między konsumpcją a inwestycjami. Proporcja inwestycji (w stosunku do konsumpcji) z kolei określa nachylenie przeciwprostokątnej w trójkącie Hayekowskim. Chociaż model ten sprawdza się w przypadku gospodarki bezgotówkowej, to o wiele trudniej jest określić, kiedy do systemu wprowadzono błędne informacje w postaci wzrostu ilości udzielanych pożyczek bankowych powyżej poziomu zakładanej konsumpcji.

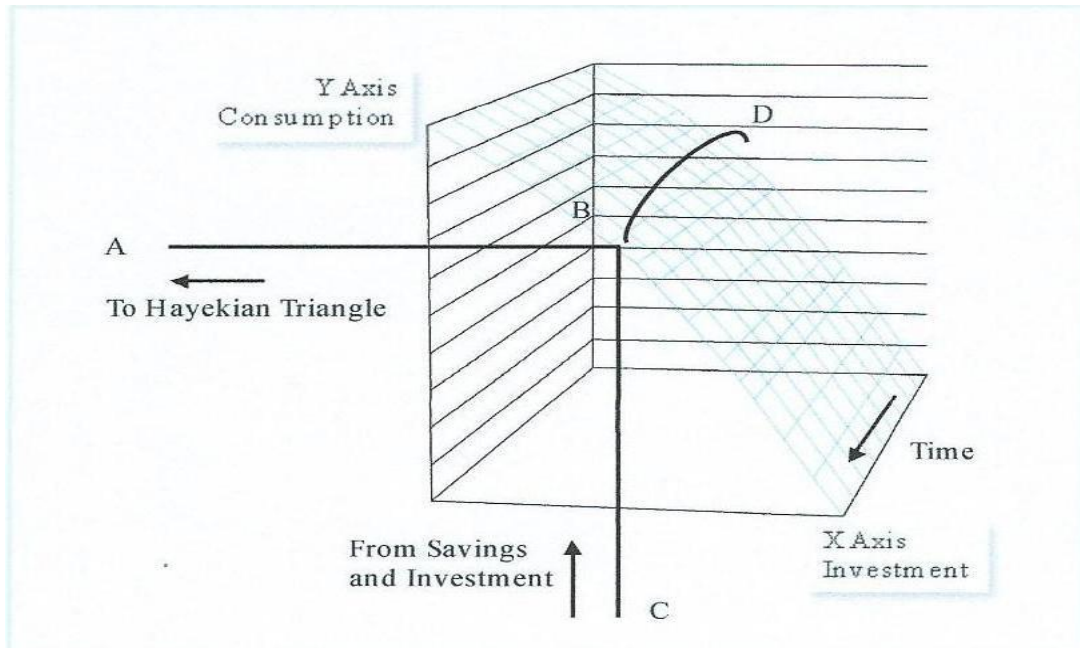
Problem ten staje się szczególnie widoczny, gdy spojrzymy na panelowy schemat Garrisona obrazujący krzywą możliwości produkcyjnych (wykres nr 1). Dodatkowy zastrzyk funduszy na rynku pożyczkowym sprawił, że produkcja spadła poniżej krzywej możliwości, co w najgorszym przypadku mogłoby wydawać się niemożliwe, a w najlepszym paradoksalne. Jednym rozwiązaniem jest przeinterpretowanie krzywej możliwości produkcyjnych jako „krzywej

zrównoważonej produkcji” („sustainable production frontier” — SPF). Lecz wówczas powstaje pytanie, czym dokładnie jest produkcja zrównoważona (Hulsmann, 2001) i jakie dostępne zasoby sprawiają, że produkcja staje się niezrównoważona.

Wydaje się, że problem jest ściśle związany z rzadko wspomnianym paradoksem austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego. Podczas boomu, gdy — według teorii — dokonuje się błędnych inwestycji, doświadczamy gospodarczej prosperity. Oczywistym wyjaśnieniem tego zjawiska jest fakt, że podczas trwania boomu nie można przewidzieć, iż wiele planów inwestycyjnych nie uda się zrealizować. Ale zastanawia to, że siła boomu jest często tak duża.

By rozwiązać tę zagadkę, należy skupić się na tym, co dzieje się z obniżką premii za ryzyko, gdy stopy procentowe spadają poniżej stopy naturalnej. Zjawisko to prowadzi wiele przedsiębiorców do zmniejszenia ilości aktywów zabezpieczających, ponieważ sądzą oni, że ich działalność jest mniej ryzykowna, niż wcześniej myśleli. Uwolnione za sprawą zmniejszenia ilości aktywów zasoby mogą być wykorzystane do podtrzymania boomu. Trzeba jednak zwrócić uwagę, że pobieranie środków z aktywów zabezpieczających może trwać tylko przez jakiś czas. W pewnym momencie ilość aktywów zostanie zmniejszona do minimum i przedsiębiorcy nie będą już chcieli z nich korzystać. Wynika z tego, że zmniejszenie ilości aktywów zabezpieczających pozwala zwiększyć produkcję powyżej krzywej zrównoważonej produkcji, umożliwiając niezrównoważony sposób rozwoju boomu.

Wykres nr 1: aktywa zabezpieczające i krzywa produkcji zrównoważonej



Rysunek 1. przedstawia, jak pobieranie aktywów zabezpieczających wpływa na wzrost produkcji powyżej krzywej produkcji zrównoważonej. Na rysunku dodano wymiar czasowy do krzywej produkcji, która według założeń pozostaje niezmienna w czasie. Przedział czasowy przedstawiony przez oś czasową sięga od początku do końca trwania boomu. Gruba linia pionowa (CB) i pozioma (AB) przedstawiają odpowiednio inwestycje i konsumpcję na koniec rozważanego przedziału czasowego (tj. koniec boomu). Zakrzywiona gruba linia (BD) obrazuje produkcję wykraczającą poza krzywą produkcji zrównoważonej, a obszar pomiędzy linią i kolejnymi krzywymi produkcji przedstawia ubytek aktywów zabezpieczających podczas boomu. Ubytek z kolei odzwierciedla skutek obniżonych premii za ryzyko i podejście do kwestii odpowiedniej minimalnej ilości aktywów zabezpieczających dla danego stopnia ryzyka. Wyczerpywanie się aktywów zabezpieczających może być powolne, sprawiając, że pozorna prosperita boomu może trwać przez dłuższy czas.

Lachmann i Snapper w swoim artykule z 1994 r. „Commodity Stocks in the Trade Cycle” potwierdzają tę analizę, sięgając do czasów przed II wojną światową. Lachmann i Snapper pokazują, że od lat siedemdziesiątych XIX w. do późnych lat trzydziestych XX w. zapasy towarowe, które mogą stanowić ważną część aktywów zabezpieczających, były na najniższym poziomie na końcu boomu, a najwyższy punkt osiągnęły tuż przed wyjściem z kryzysu. Wystąpili przeciwko teorii Keynesa głoszącej, że zapasy towarowe musiały się wyczerpać,

by umożliwić wyjście z kryzysu, i do potwierdzenia swojej argumentacji użyli statystyk zapasów towarowych. Lachmann napisał, że:

Wydaje się, że główny wniosek z przedstawionych przez nas statystyk jest taki, że stan naszych zapasów jest odwrotnie proporcjonalny do cyklu. Z zasady osiągają one najniższy poziom tuż przed wybuchem kryzysu, natomiast najwyższy ich stan można zaobserwować pod koniec depresji. (Lachmann i Snapper, 1994, s. 67)

Chociaż analizy Lachmanna i Snapper nie należy traktować jak uniwersalnej prawdy obowiązującej we wszystkich cyklach koniunkturalnych, koncepcja aktywów zabezpieczających jest narzędziem, którego austriaccy ekonomiści mogą używać do wyjaśniania cech niektórych cykli koniunkturalnych.

Aktywa zabezpieczające, ryzyko i „okrężność metod produkcji”

Zagadką jest, co determinuje rozdział między większą „okrężnością” a większą ryzykownością inwestycji dla danego obniżenia stopy procentowej poniżej stopy naturalnej. Jedynym możliwym wyjaśnieniem tego problemu może być fakt, że wybór pomiędzy skomplikowanymi a ryzykownymi inwestycjami z potencjalnie równym zyskiem będzie zależał od poziomu aktywów zabezpieczających. Tym samym, jeśli przedsiębiorca uważa, że jego firma jest na tyle w dobrej pozycji, że wytrzyma fiasko podczas realizacji planu, zamiast inwestycji w okrężne metody produkcji, wybierze inwestycję ryzykowną. Przedsiębiorca, którego firma posiada znaczne saldo gotówkowe, będzie bardziej skłonny, by zainwestować w ryzykowny plan, niż przedsiębiorca z niewielką gotówką. Z drugiej strony, jeśli jego zapasy aktywów zabezpieczających są małe, wówczas wybierze on „okrężne” inwestycje.

Aktywa zabezpieczające chronią przedsiębiorstwa przed ryzykiem, a dobrze prosperujące firmy, które posiadają takie aktywa, mogą pozwolić sobie na większe ryzyko. Gdy ilość aktywów zabezpieczających maleje, przedsiębiorcy bardziej skupiają się na mniej ryzykownych, ale bardziej skomplikowanych przedsięwzięciach.

Aktywa zabezpieczające a struktura cyklu

Rozważmy teraz przypadek gospodarki w fazie międzyokresowej równowagi i neutralnej oceny systemowej (czyli ani optymistycznej ani pesymistycznej) i założmy, że bank centralny zezwala na zastrzyk funduszy na rynku pożyczkowym (bez równoważnego wzrostu oszczędności). Wszystko to prowadzi do zmniejszenia rynkowych stóp procentowych poniżej stopy naturalnej. Przedsiębiorcy, którzy błędnie sądzą, iż oszczędności są większe niż w rzeczywistości, a środowisko biznesowe mniej ryzykowne, zmniejszają ilość aktywów zabezpieczających. Gdy podczas kryzysu okazuje się, że za nisko ocenili stopień ryzyka projektów, jest dla nich oczywiste, że zanim ponownie spróbują rozbudować interesy, muszą przede wszystkim odbudować zapasy aktywów zabezpieczających. Biznesmeni usiłują przywrócić ilość aktywów do stanu, który odpowiada rzeczywistemu a nie źle ocenionemu ryzyku; bez tego zabezpieczenia nie będą w stanie przetrwać późniejszych trudności.

Na początku boomu, kiedy zapasy aktywów zabezpieczających są duże, nastąpi nagromadzenie ryzykownych inwestycji. Jako że trzymane aktywa przeznacza się na utrzymanie produkcji powyżej krzywej produkcji zrównoważonej, firmy stopniowo uzmysławiają sobie, że ich odporność na wstrząsy staje się mniejsza i większą uwagę zwracają na inwestycje, które wydają się im mniej ryzykowne, lecz bardziej skomplikowane. Zjawisko te może być również pomocne w wyjaśnieniu, jak boom staje się swoją własną siłą napędową. Wraz z postępem boomu wzrasta optymizm i zmniejsza się ilość aktywów zabezpieczających, które wykorzystuje się do podtrzymania boomu jak i dużej pewności siebie przedsiębiorców. Dziesięć lat po wybuchu boomu przedsiębiorcy mogą stać się bardziej optymistyczni niż pięć lat wcześniej ze względu na to, że skoro boom trwa tak długo, znika strach przed recesją.

Rola aktywów zabezpieczających w utrzymaniu ekonomicznej stabilności – wnioski

Teoria przedstawiona powyżej opisuje drugi czynnik zakłócający, który stanowi uzupełnienie (lecz nie zamiennik) standardowej austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego. Wyjaśnia ona, do jakiego stopnia gospodarka rynkowa jest w stanie zaabsorbować nieoczekiwane zdarzenia i jak to możliwe, że ekspansja kredytowa powoduje systemowy optymizm w ocenie sytuacji gospodarczej. Tłumaczy także, jak podczas boomu produkcja może sięgnąć powyżej krzywej

produkcji zrównoważonej i dlatego przez pewien czas boom staje się tak irracjonalnie dynamiczny.

Teoria ta sugeruje również, że ilość aktywów zabezpieczających odgrywa ważną rolę w utrzymaniu stabilności ekonomicznej. Z powodu wywołanego optymizmu w ocenie sytuacji gospodarczej przedsiębiorcy mogą zacząć inwestować w bardziej ryzykowne przedsięwzięcia i zmniejszać ilość aktywów zabezpieczających, przekonani że ich poziom jest wyższy niż to konieczne. Po kryzysie przedsiębiorcy zechcą odbudować zapasy aktywów, ale zanim to nastąpi, gospodarka będzie podatna na wstrząsy.

Odporność rynku na wstrząsy zależy od tego, czy ilość aktywów zabezpieczających odpowiada rzeczywistemu ryzyku. Stopy procentowe poniżej stopy naturalnej (między innymi) sprawiają, że przedsiębiorcy zmniejszają swoje aktywa zabezpieczające, a przez to gospodarka staje się bardziej podatna na wstrząsy. Po boomie, podczas którego nastąpiło znaczne zmniejszenie ilości aktywów zabezpieczających, przedsiębiorstwa, które musiały stawić czoła zawirowaniom ekonomicznym, będą miały ograniczoną zdolność łagodzenia efektów cyklu ekonomicznego.

Bibliografia

Cowen, Tyler, *Risk and Business Cycles, New and Old Austrian Perspectives*, Routledge, Londyn i Nowy Jork 1997.

Evans, Anthony J., Toby Baxendale, „Austrian Business Cycle Theory in the Light of Rational Expectation: The Role of Heterogeneity, the Monetary Footprint and Adverse Selection in Monetary Expansion”, [w:] *Quarterly Journal of Austrian Economics*, t. 11, s. 81-93.

Garrison, Roger, „Hayekian Triangles and Beyond”, [w:] *Hayek, Coordination and Evolution; His Legacy in Philosophy, Politics, Economics, and the History of Ideas*, Birner, Jack i Zijp, Rudy van (red.), Routledge, Londyn 1994, s. 109-125.

Garrison, Roger, *Time and Money*, Routledge, Londyn i Nowy Jork 2001.

Huerta de Soto, Jesus, *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, tłum. Grzegorz Łuczkiwicz, Instytut Misesa, Warszawa 2009.

Hulsmann, Jorg Guido, „Garrisonian Macroeconomics”, [w:] *Quarterly Journal of Austrian Economics*, t. 4, nr 3, s. 33-41.

Lachmann, Ludwig M., Snapper, F., „Commodity Stocks in the Trade Cycle”, [w:] *Expectations and the Meaning of Institutions*, Lavoie, Don (red.), Routledge, Londyn i Nowy Jork 1994, s. 57-75.

Lachmann, Ludwig M., *Capital and Its Structure*, Sheed And rews and McMeel, Kansas 1956.