

Rahim Taghizadegan  
Ronald Stöferle  
Mark Valek  
Heinz Blasnik

**Szkoła austriacka –  
praktyka inwestowania  
Między inflacją a deflacją**

Przekład: Bogusz Pawiński

FijOR PUBLISHING

## Wstęp

Dawno już dezorientacja i niepewność w sferze inwestowania nie były tak oczywiste jak dziś. Z jednej strony, żyjemy w czasach, kiedy bogactwo może pozornie wzrastać do niewiarygodnych rozmiarów. Z drugiej, nieustannie docierają do nas pogłoski o kryzysie – mroczne przeczucia, że ceny papierów wartościowych mogą się nieoczekiwanie załamać i oszczędności całego życia w ciągu jednej nocy wyparować. Choć oficjalne dane wykazują jedynie umiarkowaną inflację, a w niektórych przypadkach nawet deflację, wiele osób zauważa, że ich waluta stale traci na wartości. Większość z nich czuje, że powinno poświęcić nieco więcej uwagi temu, jak zachować wartość swoich oszczędności, ale stoją w obliczu wykluczających się rad. Zaufanie do „ekspertów” spada, czy są to ekonomiści, bankowcy czy politycy. Jeśli ktoś udziela porad inwestycyjnych, chce na tym zarabiać pieniądze – a każdy chętnie zarobi na inwestorach detalicznych.

Inwestorom trudno jest wykonać właściwy ruch, za to bardzo łatwo popełnić błąd. Obecna sytuacja gospodarcza przypomina grę z oznaczonymi kartami, gdzie szanse na wygraną dla małych graczy systematycznie maleją. Można odnieść wrażenie, że to wszystko to olbrzymie zdzierstwo.

Ta książka nie przedstawia nowej mody inwestycyjnej, nie jest reklamą nowego produktu inwestycyjnego, ani ideologicznym manifestem. Ma na celu udostępnienie przeciętnemu inwestorowi wiedzy bardzo przydatnej w zetknięciu z pytaniami naszych czasów, ale niesłusznie zapomnianej. Opiera się na badaniach szkoły myśli

ekonomicznej, którą szersze audytorium zaczęło powoli odkrywać dopiero w ostatnich latach, kiedy po raz kolejny okazała się ona prorocza. W historii idei tradycja ta znana jest jako „szkoła austriacka” lub „wiedeńska szkoła ekonomiczna”. Przyjęcie perspektywy austriackich uczonych z minionej epoki stanowi szczepionkę przeciwko wszelkiego rodzaju iluzji. Szkoła austriacka wyjaśnia, dlaczego tak zwane „ortodoksyjne” spojrzenie na gospodarkę, oszczędności i inwestycje redukuje nieodpowiedzialność. Choć oferuje pewien rodzaj terapii, nie jest gotowym panaceum, lecz gruntownym programem pomagającym ożywić własny rozczarowany umysł.

Dlaczego współcześni inwestorzy mieliby studiować starą, a może nawet przestarzałą teorię ekonomiczną? Czy nie oznaczałoby to straty czasu, a nawet błędu? A może daje ona jakąś szklaną kulę albo tajny przepis na wyższe zyski? Istnieją dowody na to, że tak, acz dowody te są równocześnie zaskakujące i paradoksalne. A to dlatego, że szkoła austriacka, jak żadna inna szkoła myśli ekonomicznej, kategorycznie wyklucza, jakoby prognozy teoretyczne mogły być dokonywane na podstawie dotychczasowych danych. Większość zwolenników szkoły austriackiej postrzega współczesne modele ekonomiczne, które roszczą sobie prawo do reprezentowania eksperckich prognoz, za dzieło szalbierzy, chyba że modele te służą po prostu jako ilustracje pomagające zrozumieć dane zagadnienie. Co więcej, większość teoretyków nie jest dobrymi inwestorami, co dotyczy także, czasem nawet w większym stopniu (i nie bez powodu), przedstawicieli szkoły austriackiej. Niemniej jednak – i to naprawdę wydaje się dość zaskakujące – kilku największych prognostyków swoich czasów było zwolennikami szkoły austriackiej. Ich dalekowzroczność często okazywała się wręcz mrozić krew w żyłach.

Teoria austriacka odcisnęła swe piętno również w sferze praktycznego zastosowania. Dowodzi tego dwóch najśłynniejszych współcześnie inwestorów: pod dużym wpływem szkoły austriackiej znajdował się ojciec Warrena Buffetta, który przekazał swemu synowi wiele cennych informacji. Do zwolenników tej szkoły należy również Jim

Rogers, długoletni partner i najważniejszy analityk George'a Sorosa. Benjamin Graham, nauczyciel i mentor Buffetta, opracował metodologię, która wykazuje zdumiewające podobieństwa do koncepcji szkoły austriackiej, chociaż on sam nie był tego świadomy. Wreszcie, szkoła ta powstała, kiedy jej założyciel, Carl Menger, pracujący jako dziennikarz ekonomiczny, zdał sobie sprawę, obserwując w najdrobniejszych szczegółach aktywność giełdową, że klasyczna ekonomia nie jest w stanie wyjaśnić rzeczywistego świata.

Nie da się osiągnąć wysokich zysków – przynajmniej w dłuższej perspektywie – bez narażania się na proporcjonalnie równie wysokie ryzyko. Jedyna długoterminowa droga do wysokich zysków wiedzie przez zrównoważoną akumulację kapitału, związaną z przedsiębiorczością. Teorie kapitału i przedsiębiorczości stanowią największe atuty austriackiego podejścia. Jednak jego przyjęcie oznacza podążanie trudną i pełną rozczarowań drogą. Szkoła austriacka jest całkowicie bezużyteczna dla „systemowych głupków” – czyli tych, którzy ślepo podążają za opiniami większości i pozwalają się ograniczać wymogom terażniejszości. Między innymi dlatego szkoła ta nie jest szerzej znana; jej spostrzeżenia uważa się powszechnie za niewygodne.

Przede wszystkim praktyka austriackiego inwestowania wymaga teorii: *theoria* to termin używany przez starożytnych Greków na oznaczenie tego, co uważali za najwyższą formę praktyki, czyli krytyczną refleksję. To nie przypadek, że określenia „kryzys” i „krytyka” mają takie same etymologiczne korzenie. Czasy kryzysu z reguły wywierają pozytywny wpływ na zdolność do refleksji. Szkoła austriacka powstała i dojrzewała w sercu najpoważniejszych kryzysów XIX i XX wieku. Austriaccy ekonomiści byli wiodącymi światowymi ekspertami od kryzysu: przyglądali się z bliska bankom giełdowym, recesjom i ciężkim depresjom, epizodom hiperinflacji, załamaniom gospodarczym i politycznym, dramatycznym przemianom geopolitycznym i dwóm wojnom światowym.

Jak zauważył Friedrich Hayek – czasy, w których system monetarny ulegał zaburzeniom, zawsze były czasami wielkich postępów

teorii monetarnej<sup>1</sup>. W czasach kryzysu niezmienna wartość szkoły austriackiej wysuwa się na pierwszy plan. To żaden wyczyn zarabiać pieniądze w czasie boomu – praktycznie same się pomnażają. Dobrych inwestorów od złych można odróżnić w czasie kryzysu. Prawdopodobnie najbardziej znanym przykładem inwestora, który niedawno odniósł sukces podczas kryzysu, jest Nassim Taleb, na którego w wyraźny sposób wpłynęła szkoła austriacka. Jego wieloletni partner i jeszcze skuteczniejszy inwestor, Mark Spitznagel, napisał nawet książkę o „austriackim” inwestowaniu<sup>2</sup>. Książkę, która, choć napisana przez praktyka, jest o wiele bardziej teoretyczna i filozoficzna niż niniejsza pozycja.

Niezbędny proces refleksji wymaga radykalnego odrzucenia konwencjonalnych perspektyw inwestycyjnych. Każdy, kto zdecydował się przeczytać tę książkę w nadziei, że przyłączy się do jakiegoś nowego trendu albo znajdzie tu kilka porad i pozna kilka sztuczek, aby szybko zarobić trochę łatwych pieniędzy, będzie rozczarowany. Choć typowy spekulant nie zostanie pozostawiony z pustymi rękami, książka ta wyciągnie dywan spod nóg osób żywiących się dominującymi obecnie złudzeniami, co może okazać się bolesne. Książka ta powstała na scholarium akademickim w Wiedniu, na którym spotkali się autorzy. Rahim Taghizagedan jest jednym z ostatnich przedstawicieli austriackiej szkoły ekonomicznej w Wiedniu i interdyscyplinarnym teoretykiem; Ronald P. Stöferle i Mark J. Valek są zawodowymi inwestorami, którzy założyli fundusz inwestycyjny w Liechtensteinie, uwzględniający w swej strategii inwestycyjnej spostrzeżenia szkoły austriackiej. Takie połączenie teorii i praktyki doprowadziło do wielu owocnych debat w ramach scholarium, które zaowocowały wspólnymi kursami i powstaniem tej książki. Swej pomocnej dłoni w jej tworzeniu udzieliło kilka osób z kadry naukowej

---

<sup>1</sup> Friedrich August von Hayek: *Pieniądz i kryzysy. Dzieła wybrane*. t. 1. Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2014.

<sup>2</sup> Mark Spitznagel: *Tao kapitału. Inwestowanie na sposób austriacki w świecie pełnym zniekształceń*. Kurhaus Publishing, Warszawa 2015.

instytutu, w szczególności Raphael Schaad, Johannes Leitner i Andreas M. Kramer. Michael Schmidt pomógł nam w związku z tematem inwestowania w wartość, a Harold Steinbichler w kwestii klasy aktywów zwanych „zagrożonymi obligacjami”. Chcemy im wszystkim wyrazić szczerze podziękowania.

Niniejsza książka jest, jak dotąd, najbardziej kompleksową próbą krytycznego rozpatrzenia współczesnego spektrum inwestycyjnego z punktu widzenia szkoły austriackiej, oraz przedstawieniem wniosków wypływających z tej analizy dla inwestorów. W związku z tym, często przeskakujemy tam i z powrotem pomiędzy teorią a obecną praktyką. Trudność związana z połączeniem tych dwóch światów stanie się dla czytelnika jasna wraz z lekturą: relacja między poświęceniem czasu na powolną i świadomą refleksję a presją czasu, która charakteryzuje inwestowanie na rynkach finansowych w oparciu o wypaczone i zmienne warunki.