



foto Wojciech Łączynski

Z KRYZYSU NALEŻY WYCIĄGAĆ WNIOSKI NA PRZYSZŁOŚĆ

Z prof. dr. hab.
Krzysztofem Jajugą,
Kierownikiem Katedry
Inwestycji Finansowych
i Zarządzania Ryzykiem
w Instytucie Zarządzania
Finansami Uniwersytetu
Ekonomicznego we Wrocławiu
rozmawia **Bożenna Chlabicz**

B.Ch.: Moje pierwsze pytanie może wyglądać naiwnie, albo prowokacyjne, ale przede wszystkim proszę Pana o nazwanie tego, co się w okresie ostatnich około dwóch lat wydarzyło w światowej i polskiej gospodarce? Czy określenie „kryzys” w pełni i właściwie odzwierciedla zjawiska, z którymi mieliśmy do czynienia?

KJ: Sądzę, że tak. To określenie dotyczy zarówno tego, co w ostatnim roku miało miejsce w światowej gospodarce, jak również zjawisk, które nieco wcześniej zachodziły na światowym rynku finansowym. W odniesieniu do tego, co zdarzyło się na rynkach finansowych, właściwe określenie to: „globalny kryzys finansowy o niespotykanej skali”. Mam jednak wrażenie, że globalne kryzysy finansowe, być może o mniejszej, ale też dużej skali, pojawiać się będą co kilka lat.

B.Ch.: Czy potrafimy dziś powiedzieć, kto i co wywołało kryzys, jakie były jego przyczyny?

KJ: Na ten temat powstało już wiele opracowań, mniej lub bardziej sensownych. Zwrócę tu uwagę przede wszystkim na te czynniki, które doprowadziły do kryzysu finansowego, gdyż – moim zdaniem – kryzys finansowy tylko przyspieszył kryzys gospodarczy oraz zwiększył jego skalę – przecież ekonomiści oczekiwali spowolnienia gospodarczego pod koniec dekady z uwagi na zjawisko cyklu koniunkturalnego. Wróć zatem do przyczyn globalnego kryzysu finansowego. Przyczyn jest wiele, poczynając od pewnych fundamentalnych, spoza rynku finansowego. Zaliczam do nich następujące: polityka niskich stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, nadmierny i niczym nieuzasadniony wzrost cen

nieruchomości, nadmierne zadłużanie się podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych. Ale są też przyczyny bezpośrednio związane z funkcjonowaniem rynku finansowego, takie jak: nieetyczne zachowania uczestników rynku, brak profesjonalizmu (np. naiwne, bądź bezmyślne stosowanie skomplikowanych modeli finansowych, nieuwzględnianie ryzyka cen nieruchomości), brak stosowania reguł zarządzania ryzykiem, wadliwy system motywacyjny w odniesieniu do pewnych grup, takich jak: pośrednicy kredytowi, agencje ratingowe, zarządzający aktywami, czynniki behawioralne, takie jak: zachowania stadne, chciwość, przesadne zaufanie do własnej wiedzy i umiejętności. Kumulacja negatywnych efektów tych czynników doprowadziła do takiej skali kryzysu finansowego.

B.Ch.: Które jego przejawy uważa Pan za najbardziej groźne dla gospodarki? Załamanie w jakich dziedzinach ma czy też miało decydujące znaczenie?

KJ: Trudno jednoznacznie wskazać na te dziedziny, które miały decydujące znaczenie. Oczywiście, kluczowy jest rynek finansowy, który wymaga szczególnego profesjonalizmu. Jego brak prowadzi do wpadek, co miało miejsce. Jeśli chodzi o sektor realny, to wiadomo, że w kryzysie największe spadki wykazują te sektory, które są najbardziej wrażliwe na cykl koniunkturalny.

B.Ch.: Od pewnego czasu, mówiąc o kryzysie, niemal wszyscy używają czasu przeszłego. W Polsce szczególnie, bo przecież poziom naszego PKB to sukces. Czy rzeczywiście, w globalnym i lokalnym ujęciu, możemy potwierdzić zakończenie kłopotów?

KJ: Jeśli mówimy o kryzysie finansowym, to już minął. Natomiast prawdopodobnie kolejny wystąpi za kilka lat. Jeśli z kolei miałbym się odnieść do tego, czy jest już koniec kryzysu gospodarczego, to na takie stwierdzenie musimy poczekać. Sytuacja w polskiej gospodarce jest w istotnym stopniu zdeterminowana tym, co dzieje się w gospodarkach krajów Unii Europejskiej oraz Stanów Zjednoczonych. Obecne sygnały poprawy koniunktury są, niestety, efektem głównie pomocy państw w postaci tzw. pakietów stymulacyjnych. Musimy stwierdzić, że są trwałe oznaki poprawy koniunktury w gospodarce światowej, aby mówić o końcu kryzysu gospodarczego.

B.Ch.: Jeśli uznamy, że najgorsze już minęło, warto pokusić się o sformułowanie, jak powinniśmy teraz postępować. Uznać, że może być tylko lepiej, zapomnieć o gorszych latach i spokojnie zachowywać się tak samo, jak przed minionymi wstrząsami, czy jednak potraktować je jako impuls do intensywnego wysiłku?

KJ: Każdy kryzys, każda wpadka, to lekcja dla menedżerów, inwestorów i innych decydentów. Z takiej lekcji należy wyciągać wnioski na przyszłość. Niestety, moje obserwacje, zwłaszcza tego, co dzieje się na rynkach finansowych, wskazują, że korzystamy z tych wniosków jedynie w początkowym okresie po kryzysie. Obawiam się, że teraz może stać się tak samo i podobne błędy zostaną popełnione w następnym kryzysie finansowym. Przywołam tutaj słynne zdanie laureata Nagrody im. Nobla w dziedzinie nauk ekonomicznych, Mertona Millera, który stwierdził w swej książce o instrumentach pochodnych: „*Some organizations will always find ways to lose money*”.

B.Ch.: Dla naszych Czytelników szczególnie ważne są wskazówki i sugestie dotyczące kwestii związanych z finansowaniem nieruchomości. Jakie działania powinno podjąć środowisko, by sprostać wyzwaniom?

KJ: Przede wszystkim zarządzać ryzykiem cen nieruchomości oraz ryzykiem kredytowym. Należy prowadzić działania, które spowodują przynajmniej częściowe ograniczenie lub wyeliminowanie nieracjonalnych i nieprofesjonalnych działań na rynku nieruchomości, w tym na rynku instrumentów finansowania nieruchomości, takich jak kredyty mieszkaniowe zabezpieczone hipotecznie lub instrumenty typu MBS (*Mortgage Backed Securities*). Trzeba też zmieniać regulacje dotyczące wycen nieruchomości. Należy tu skorzystać z profesjonalnych wzorów wycen przeprowadzanych na rynku finansowym.

B.Ch.: Jak Pan sądzi – czy na podstawie ostatnich doświadczeń można nie tylko przewidzieć, ale przede wszystkim zapobiec następnym kryzysom?

KJ: Już częściowo odpowiedziałem na to pytanie. Moim zdaniem należy wprowadzić i egzekwować zarządzanie ryzykiem przez podmioty funkcjonujące na rynkach finansowych. Ponadto doprowadzić do sytuacji, w której decydenci są wynagradzani za dobre decyzje (z tym właściwie mamy do czynienia). Z drugiej strony, jeśli decydent popełnił błędy, które spowodowały straty finansowe innych osób, musi ponieść za to odpowiedzialność finansową. Dotyczy to w szczególności audytorów, agencji ratingowych, sprzedających kredyty, czy też zarządzających aktywami. Jeśli audytor wyrazi opinię, że spółka ma zdolność do kontynuowania działalności w następnym roku, zaś spółka ta realnie upadnie w ciągu tego roku, audytor musi ponieść odpowiedzialność finansową. Podobna uwaga dotyczy innych wymienionych instytucji bądź osób.

B.Ch.: Dziękuję za rozmowę. ■ ■ ■