

DR HAB. JAN K. SOLARZ,

Referat wygłoszony na Konferencji Naukowej Instytutu Finansów

nt. „Konsekwencje globalnego kryzysu finansowego”

- Akademia Finansów w Warszawie - 26 listopada 2009 r.

Strategia Financial Stability Board wychodzenia z globalnego kryzysu finansowego

Wstęp

W okresie nasilania się kryzysów finansowych coraz ważniejsze miejsce zajmuje sposób wychodzenia z każdego z nich. W znacznie mierze przesądza on o kosztach przewycięzania następstw zaburzeń w funkcjonowaniu systemów finansowych oraz stanowi zarzewie nowych generacji kryzysów bliźniaczych. Powrót do status quo sprzed globalnego kryzysu jest niemożliwy, oznaczałby brak zdolności do uczenia się na popełnionych błędach w budowaniu prawidłowych relacji między pryncypałami i ich pełnomocnikami¹.

Strategia wychodzenia z globalnego kryzysu finansowego rodzi się na naszych oczach. Jest wynikiem woli politycznej państw G-20 wyrażonej w dokumentach Izby (Rady) Stabilności Finansowej (Financial Stability Board).

Celem opracowania jest przedstawienie aktualnego stanu myślenia o strategii wychodzenia z globalnego kryzysu finansowego w jej rzeczowym, procesowym i atrybutowym wyrażeniu.

Punkt pierwszy przywołuje podstawowe dokumenty przyjęte przez kolejne szczyty G-20 w 2009 r. Punkt drugi pokazuje cząstkowe strategie przewycięzania następstw globalnego kryzysu finansowego. Punkt trzeci sygnalizuje sprawy otwarte do dyskusji, wymagające dalszych prac badawczych. Całość zamyka podsumowanie zawierające sygnały ostrzeżenia przed kumulowaniem się kosztów zewnętrznych przyjętej strategii wychodzenia z globalnego kryzysu finansowego.

1. Rzeczowe ujęcie strategii wychodzenia z globalnego kryzysu finansowego

W czerwcu 2009 r. pojawiły się pierwsze symptomy poprawy sytuacji gospodarki światowej i został zapoczątkowany proces zbiorowego myślenia o wycofywaniu się z nadzwyczajnych praktyk prowadzenia polityki pieniężnej i fiskalnej wprowadzonych w 2007 r. Wśród tych miar szczególne miejsce zajmowały gwarancje w handlu hurtowym kredytami, gwarancje depozytów, zastrzyki nowego kapitału, bezpośrednie kupowanie aktywów finansowych ze zwiększonej emisji banków centralnych, specjalne linie kredytowe i nadzwyczajny dostęp do płynności banków centralnych².

¹ Adrian Blundell-Wignall, Paul Atkinson, Lee Se-Hoon, Dealing with the Financial Crisis and Thinking about the Exit Strategy, Financial Market Trends 1/2009, s. 1- 18

² Exit from extraordinary financial sector support measures, Financial Stability Board, 7 listopada 2009

Część z tych nadzwyczajnych działań nigdy nie była wykorzystana, część była wprowadzona okresowo, część stała się stałym elementem polityki gospodarczej rządów dotyczącej niskich bliskich zera referencyjnych stóp procentowych banków centralnych.

Należy pamiętać, że pełne zaspokojenie potrzeb 1100 europejskich banków komercyjnych na płynność oznaczało podwojenie płynności oferowanej przez EBC. Równoległe to było pokonanie niedoborów dolarów amerykańskich na europejskim rynku międzybankowym przy wykorzystaniu możliwości jakie dają rezerwy dewizowe znajdujące się w dyspozycji ESBC.³ Innym ważnym działaniem było rozszerzenie możliwości uznania wybranych aktywów finansowych jako zastawów banków w operacjach w ramach eurosystemu. Sukces tego typu działań zależy od tego czy są czasowe, na czas i precyzyjnie zamierzone⁴.

Badanie 52 banków z 6 krajów G-7 pozwoliło ustalić realny wpływ interwencji państwa w funkcjonowanie rynków finansowych na 50 dni przed i po ich ogłoszeniu w październiku 2008 r. Wprowadzenie nowego kapitału do badanych instytucji kredytowych miało pozytywne następstwa dla kredytobiorców, lecz negatywne dla akcjonariuszy. Najwyraźniej pamięć o tym, że akcjonariusze płaca za kłopoty banku przetrwała i nie pozwala na oczekiwanie, że akcjonariusze nie zapłacą za błędy w zarządzaniu ryzykiem instytucji kredytowych⁵.

Nadszedł moment, aby w jawnej formie, z należyтым wyprzedzeniem, w sposób wiarygodny, elastyczny i przejrzysty zacząć się wycofywać z tych nadzwyczajnych instrumentów stabilizowania sytuacji.

Harmonogram wychodzenia ze stanu nadzwyczajnego musi przewidywać możliwość jego opóźnienia gdyby warunki gospodarcze uległy gwałtownemu pogorszeniu. Niezbędne są działania osłonowe skoordynowanego odwrotu od interwencjonizmu państwowego:

- Współczynnik adekwatności kapitałowej powinien być powyżej stanu normalnego,
- Jakość kapitału prywatnego wchodzącego w miejsce środków publicznych nie powinna być gorsza,
- Instytucje prywatyzowane po czasowej nacjonalizacji muszą mieć dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania,
- Z wycofywaniem środków publicznych nie należy czekać do ostatecznego wyczyszczenia bilansów danej instytucji finansowej, wystarczy, że tendencje w tym zakresie są silne i idą w dobrym kierunku.

Trwają bardzo intensywne prace nad wycofaniem się z rozbudowanego programu gwarancji depozytów. Dyrektywa 14/2009 wycofała udział własny w gwarancji depozytów i podniosła wysokość gwarancji do 50 lub 100 tysięcy euro.

³ Patrick McGuire, Goetz von Peter, The US dollar shortage in global banking and the international Policy response, BIS Working Papers 291/2009

⁴ Jose Manuel Gonzalez-Paramo: Non-standard monetary policy: five questions about the exit, BIS Review 138/2009

⁵ Michael R.King, Time to buy or just buying time? The market reaction to bank rescue packages. BIS Working Papers 288/2009

W 19 krajach wprowadzono pełne i trwałe gwarancje na depozyty bankowe.

W 25 krajach wprowadzone zmiany mają charakter okresowy

W 28 krajach, tak jak w Polsce podwyższenie gwarancji depozytów ma charakter bezterminowy. Trwają intensywne poszukiwania forum do uzgodnienia strategii wyjścia z gwarancji depozytów⁶.

2. Procesowe ujęcie strategii wychodzenia z globalnego kryzysu finansowego

Każdy z uczestników globalnych rynków finansowych przygotowuje własną strategię wychodzenia z kryzysu. Każdy kraj znajduje się w innej fazie cyklu wzrostu oraz koniunktury. Najważniejsza w krótkim okresie jest strategia dostarczycieli płynności.

W długim okresie czasu decydująca jest skłonność do oszczędzania.

2.1. Perspektywa regulatorów

Najbardziej syntetycznie oczekiwania regulatorów przedstawił Bazyli Samojlik. Należałyby:

- Przywrócić w USA zakaz posiadania przez banki komercyjne firm finansowych,
- Ograniczyć lewarowanie firm inwestycyjnych do poziomu banków komercyjnych,
- Zmniejszyć stopniowo w okresie 5-10 lat lewarowanie w bankach komercyjnych,
- Zakazać bankom centralnym ustalania ujemnie realnych stóp procentowych,
- Zapewnić niezależność, banku centralnego od rządu i władzy ustawodawczej, tak jak w strefie euro UE,
- Zlikwidować "hazard moralny" w firmach ratingowych, zakazując dokonywanie ratingu przez firmy ratingowe na zlecenie i za prowizje emitenta.⁷

Na oficjalnej liście zadań dla regulatorów instrumentów i instytucji oraz rynków finansowych znajdują się:

- Wzmocnienie bazy kapitałowej instytucji kredytowych,
- Zlikwidowanie zatorów finansowych na globalnym rynku,
- Zmniejszenie pokusy nadużyć ze strony systemowo ważnych instytucji finansowych,
- Wzmocnienie standardów rachunkowości międzynarodowej,
- Uporządkowanie systemów wynagrodzeń najwyższej kadry kierowniczej instytucji finansowych,
- Zwiększenie monitorowania systemu finansowego,
- Wzmocnienie pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych,

⁶ Unwinding Temporary Deposit Insurance Arrangements, International Association of Deposit Insurers, The International Monetary Fund, FSB, September Basel 2009

⁷ Bazyli Samojlik, Kryzys finansowy: źródła, skutki, kierunki naprawy, SGH, Warszawa 2008

- Przywrócenie sekuryzacji jej miejsca w funkcjonowaniu globalnego rynku finansowego
- Umożliwienie sprawowania nadzoru przez nacisk sobie równych na podstawie danych o instrumentach, instytucjach i rynkach finansowych.⁸

2.2. Perspektywa dostarczycieli płynności

Pod koniec października br. Narodowy Bank Polski opublikował projekcję inflacji do końca 2011 r. Ten makroekonomiczny scenariusz opóźniającego się ożywienia gospodarczego zwiększa ryzyko gwałtownego pogorszenia się jakości portfela kredytowego banków. Uporczywe utrzymywanie się wysokiego bezrobocia nie pozwala na odwołanie programu działań nadzwyczajnych⁹.

Program ten został opracowany w listopadzie 2008 r. w formie dokumentu rządowego „Plan Stabilności i Rozwoju - wzmocnienie gospodarki Polski wobec światowego kryzysu Finansowego”. Koncentrowały się one wokół działań skoordynowanych w skali międzynarodowej:

- a) podwyższonej gwarancji dla depozytów bankowych,
- b) gwarancji dla kredytów międzybankowych na okres do 5 lat,
- c) zwiększenia intensywności spotkań Komitetu Stabilności Finansowej, którego członkami są Minister Finansów, Prezes Narodowego Banku Polskiego, Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego
- d) pakietu zaufania NBP obejmującego niekonwencjonalne metody prowadzenia polityki pieniężnej.¹⁰

Każde z działań Krajowej Sieci Bezpieczeństwa Finansowego musi być ukierunkowane na wzmocnienie mechanizmu gospodarki rynkowej. Żadne działania protekcyjnistyczne nie są w stanie przewyciężyć negatywne następstwa globalnego kryzysu finansowego. Za najważniejsze należy uznać bezrobocie oraz drastyczne zmniejszenie popytu wewnętrznego po okresie boomu kredytowego.

2.3. Perspektywa kredytobiorców

Szybkie zmniejszanie dźwigni finansowej instytucji kredytowych doprowadziło do osłabienia wzrostu akcji kredytowej lub jej spadku.¹¹

Procykliczny charakter systemu finansowego zorientowanego na banki wymaga przeciwdziałania. Należy doprowadzić do sytuacji, w której w okresie koniunktury gospodarczej będą rosły wymogi adekwatności kapitałowej instytucji kredytowej.

⁸ Improving Financial Regulation. Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders, Basel 2009.

⁹ Zbigniew Hockuba, Scenariusz opóźniającego się ożywienia, Rzeczpospolita nr 316/2009.

¹⁰ Danuta Milczewska, Sposoby reakcji Polskiego rządu i innych instytucji państwowych na globalny kryzys finansowy, w Globalny kryzys finansowy a Polska gospodarka red. Witolda Małeckiego, Wizja, Warszawa 2009, s. 185-208.

¹¹ Ivan Guerra, R. Barry Johnston, Andre O. Santos, Karim Youssef, Policies to Address Banking Sector Weakness: Evolution of Financial Markets and Institutional Indicators, IMF Staff Position Note 24/2009.

Wówczas w okresie recesji te wymogi mogłyby ulegać rozluźnieniu. Wymaga to zmiany zasad Nowej Umowy Kapitałowej.

Pomocnym mogą się okazać badania odporności na szoki asymetryczne zalecane skonsolidowanym nadzorem nad systemem finansowym w ramach drugiego filara NUK¹².

W praktyce trzeba uchronić banki przed negatywnymi następstwami cyklu koniunkturalnego, oraz zabezpieczyć gospodarkę przed wahaniami kondycji ekonomicznej banków.

Oba elementy działań anti-cyklicznych są ważne¹³.

2.4. Perspektywa deponentów i obligatariuszy

Najważniejszym elementem strategii wyjścia z globalnego kryzysu finansowego jest dla deponentów oraz obligatariuszy przejrzyste określenie jakie instrumenty, instytucje i rynki finansowe mają systemowe znaczenie.

W istocie rzeczą jest to próba oszacowania, które elementy globalnego rynku finansowego rodzą największe koszty zewnętrzne wyrażające się stratami dla gospodarki realnej oraz utratą możliwości realizacji funkcji systemu finansowego w gospodarce i społeczeństwie.

Do wyznaczenia systemowo ważnych instrumentów, instytucji i rynków finansowych wykorzystuje się: ich wielkość, ich zdolność do utrzymania funkcjonowania w systemie oraz współzależności z pozostałymi elementami i uczestnikami rynku¹⁴.

Ważnym elementem oceny systemowego znaczenia instrumentów, instytucji i rynków finansowych jest prognoza rozwoju gospodarczego na najbliższe lata.

W przypadku Polski Krzysztof Rybiński uznaje, że przyszły rozwój przybierze formę litery V. Po szybkim odzyskaniu tempa wzrostu sprzed kryzysu Polskę czeka złota dekada rozwoju¹⁵. Tego typu prognoza nie jest zgodna z przewidywaniami prof. Ziemkowskiego i Matkowskiego.

3. Atrybutowe ujęcie strategii wychodzenia z globalnego kryzysu finansowego

Lekcje jakie wyciąga się z globalnego kryzysu finansowego są bardzo różnorodne.

Część z nich ulega bardzo szybkiemu zapomnieniu. Większość z nich dotyczy rozprzężenia mechanizmu agencji łączącego pryncypała i jego pełnomocnika, właściciela i najemnych pracowników.

Najbardziej spektakularnym przejawem zawodności mikroekonomicznych podstaw stabilności systemu finansowego są skandale wokół pakietów motywacyjnych dla najwyższej

¹² Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System, Financial Stability Forum, Basel 2009

¹³ Mark Carney: Reforming the global financial system, BIS Review 133/2009

¹⁴ Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments, Financial Stability Board, Basel 2009

¹⁵ Krzysztof Rybiński, The Financial Crisis: Its Origins and Consequences, w Capital Flows in the Global Economy, ed. Andrzej Szablewski, Oficyna, Warszawa 2009 s. 53-63

kadry kierowniczej instytucji finansowych. Innym objawem patologii mikroekonomicznej tkanki stabilności systemu finansowego jest powszechna utrata zaufania między uczestnikami rynków finansowych.

Erozja kapitału społecznego przybrała lawinowy charakter i nie jest do odbudowania w krótkim okresie czasu.

3.1. Konsolidacja sektora finansowego

W okresie lat 1984-2008 w Stanach Zjednoczonych liczba banków zmalała o połowę z 14482 do 7086. Suma bilansów banków wzrosła realnie pięciokrotnie.

Pożywkę znalazły odwieczne amerykańskie lęki przed panowaniem wielkiej finansjery oraz powstawanie banków lub innych instytucji finansowych za dużych, aby mogły upaść.

Tendencja do powstawania coraz większych bankowych grup kapitałowych wynika z realizacji korzyści skali, korzyści zakresu oraz korzyści dostępu do sieci punktów usługowych. Nakłady na ICT zwracają się w dużych bankach dając im przewagę z dziedziny rozliczeń i rozrachunków.¹⁶

Pokusa nadużyć ze strony interesariuszy instytucji za dużych, aby mogły upaść wymusza poszukiwanie działań prewencyjnych.

Po pierwsze, wymaga to wprowadzenia specjalnej procedury upadłościowej względem tego typu instytucji finansowych.

Po drugie bufor kapitałowy w tej grupie instytucji finansowych powinien być większy i zabezpieczać przed pojawieniem się zarażania się zachowaniami rodzącymi utratę zaufania rynków finansowych.

Po trzecie, tego typu instytucje powinny być objęte specjalnymi wymaganiami sprawozdawczymi i publikacyjnymi.¹⁷

3.2. Uspołecznienie strat

Ryzyko systemu finansowego rośnie w wyniku konsolidacji kapitałowej sektora bankowego, wzrostu złożoności instrumentów finansowych oraz homogenizacji modeli biznesowych instytucji finansowych. Określenie ex ante skali kosztów zewnętrznych przyjmowanych rozwiązań regulacyjnych jest niezbędne dla zwiększenia skuteczności zarządzania ryzykiem systemu finansowego.

Koszty zewnętrzne przyjętego modelu zarządzania ryzykiem zależą od tego czy ma ono charakter dezagregacji i agregacji ryzyka w systemie finansowym.

W pierwszym przypadku zarządza się ryzykiem każdej instytucji, instrumentu i rynku finansowego ujmowanego z osobna.

¹⁶ David C.Wheelock, Paul W.Wilson, Are U.S. Banks too Large? Working Paper 54/2009, Federal Reserve Bank of St. Louis

¹⁷ Daniel K.Tarullo: Confronting "too big to fail" BIS Review 130/2009

W drugim przypadku buduje się bufory kapitałowe pozwalające na wchłonięcie nakładających się na siebie rodzajów ryzyka.

Rośnie wykorzystanie alternatywnych kanałów alokacji ryzyka wzorowanych na reasekuracji klęsk żywiołowych. Ich istotą jest wykorzystanie globalnego rynku kapitałowego do pozyskania nowego kapitału na potrzeby ubezpieczeń i reasekuracji.

Antycykliczny charakter instrumentów i specjalnych wehikułów finansowych wykorzystywanych do tych operacji powodują zwiększenie zakresu szkód przyjmowanych przez ubezpieczycieli¹⁸.

Innym kierunkiem myślenia o uspołecznieniu strat systemowo ważnych instytucji finansowych jest postulat powierzenia Międzynarodowemu Funduszowi Walutowemu funkcji globalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji.

Rezygnacja z próby przywracania zdolności systemu finansowego do normalnego funkcjonowania jedynie na narodowym poziomie zasługuje na uwagę. Sygnalizuje ważny kierunek dalszych zmian sieci bezpieczeństwa¹⁹.

3.3. Luka informacyjna strategii wyjścia z kryzysu

Globalny kryzys finansowy ujawnił rozległe białe plamy w pozyskiwaniu informacji niezbędnych do zarządzania kryzysowego.

W szczególności:

- Trzeba zwiększyć liczbę krajów zobowiązanych do składania sprawozdań z jakości zdrowia ich systemu finansowego, należy ograniczyć skalę oaz podatkowych oraz konkurencji podatkowej,
- Uściślić metody pomiaru dźwigni finansowych i ryzyka walutowego skonsolidowanych pozycji zagranicznych,
- Pobudzić wymianę informacji o swapach i innych instrumentach pochodnych,
- Zwiększyć informacje o systemowo ważnych instytucjach finansowych,
- Gromadzić dane o transgranicznej aktywności banków, w szczególności gdy ich partnerami nie są instytucje finansowe,
- Poprawić jakość statystyk dotyczących sektora finansów publicznych,
- Tworzyć bazy danych dotyczących operacji na rynku nieruchomości.²⁰

Wnioski

¹⁸ Development In (Re)Insurance Securitisation, International Association of Insurance Supervisors, Geneva 2009

¹⁹ Maurice Obstfeld, Lender of Last Resort in a Globalized World, IMES Discussion Paper 18/2009, Bank of Japan,

²⁰ The Financial Crisis and Information Gaps, Financial Stability Board, IMF, Washington 2009

1. Strategia Financial Stability Board wychodzenia z globalnego kryzysu finansowego jest budowana z góry na dół, od ogólnych celów i deklaracji zasad budowania szczegółowych strategii do opracowywania uzgodnionych harmonogramów działań. W roku bieżącym kieruje nimi Wielka Brytania, w roku 2010 będzie to Korea Południowa, zaś w 2011 Francja.
2. Rozszerzenia kręgów twórców strategii z G-7 na G-20 pozwala zwiększyć różnorodność rozwiązań szczegółowych w warunkach zdecentralizowanej globalizacji. Do realizacji zadań określanych przez przywódców G-20 zostały zmobilizowane wszystkie międzynarodowe instytucje finansowe. Międzynarodowy Fundusz Walutowy odpowiada za międzynarodową stabilność makroekonomiczną świata. Bank Światowy za unikanie złośliwych upadłości. Międzynarodowe Banki Rozwojowe za dostarczenie kredytu do sfery realnej światowej gospodarki. W czasie szczytu w ST. Andrews w listopadzie 2009r. dokonano kolejnego przeglądu zadań dla ILO, WTO, UNCTAD.
3. W budowaniu strategii wyjścia z globalnego kryzysu finansowego szeroko wykorzystywana jest analogia do klęski żywiolowej i jej reasekuracji. Oznacza to, że powiązania aktywności gospodarczej ze stanem rozwoju systemu finansowego są bardziej złożone niż się dotychczas wydawało.
4. Podstawą teoretyczną strategii FSB jest teoria złożoności, a nie teoria systemów. Nakładanie się polityki pieniężnej i strategii wychodzenia z globalnego kryzysu finansowego nie pozwala uznać Strategii Bezpośredniego Celu Inflacyjnego za leku na wszystkie dolegliwości globalnej nierównowagi makroekonomicznej.
5. Zmiana paradygmatu zarządzania kryzysem finansowy oraz ryzykiem globalnego systemu finansowego pozwala na innowacyjne, niekonwencjonalne metody przewycięzania negatywnych następstw kryzysu. System zaprojektowany na niedopuszczenie do konkurowania dewaluacjami waluty krajowej nie jest w stanie zapewnić stabilności finansowej w warunkach nadmiernych rezerw dewizowych oraz płynnych kursów walutowych.
6. Ceną jaką płacą banki centralne za niekonwencjonalne metody prowadzenia polityki pieniężnej, jej ilościowe poluzowanie, jest erozja wiarygodności władz monetarnych i zagrożenie dla ich celów w zakresie walki z inflacją²¹.
7. Nie ma jednej jedynie trafnej sekwencji wychodzenia z negatywnych następstw globalnego kryzysu finansowego. Dla Polski szczególne znaczenie mają następstwa przyjętej strategii dla kondycji finansów publicznych. Im dłużej będziemy objęci procedurą zwalczania nadmiernego deficytu budżetowego, tym później zamienimy złotego polskiego na euro. W ramach procedury nadmiernego deficytu budżetowego nie można przeoczyć momentu, w którym ożywienie gospodarki zastąpi popyt kreowany przez poluzowanie polityki pieniężnej.

²¹ Andre Meier, Panacea, Curie or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom, IMF Working Paper 163/2009

8. Równoległe ze strategią wyjścia z globalnego kryzysu finansowego przez właściwie dobraną politykę pieniężną banku centralnego trzeba opracować fiskalną politykę wychodzenia z globalnego kryzysu finansowego²².

9. Strategia wychodzenia z interwencjonizmu państwowego powinna wynikać z następujących zasad:

- Harmonogram wychodzenia z nadzwyczajnych działań państwa w sektorze finansowym, takich jak pozyskanie pakietów kontrolnych strategicznie ważnych instytucji finansowych, powinien wynikać z postępów w przywracaniu reguł konkurencji rynkowej,
- Zasady gry rynkowej muszą być odbudowane i wyeliminować pomoc z środków publicznych,
- Zagrożone upadłością instytucje finansowe zostaną przywrócone do dobrej kondycji i będą działać na rynku na zasadach komercyjnych,
- Pomoc publiczna nie będzie wycofana z dnia na dzień, lecz tak by koszt jej utrzymywania rósł systematycznie i w realnym wyrażeniu,
- Jeśli beneficjenci pomocy z środków publicznych nie znajdą drogi odcięcia się od niej, koszt tej pomocy będzie zawierał elementy kary,
- Gdy rynek kapitałowy będzie w stanie dostarczyć środki finansowe, zostanie przeprowadzona prywatyzacja znacjonalizowanych lub kontrolowanych przez państwo instytucji finansowych, tak by mogły funkcjonować bez jawnych lub ukrytych gwarancji państwa,
- Aktywa nabyte przez państwo powinny być sprzedane w średnim okresie tak by podatnik uzyskał jak najwyższy zwrot zainwestowanych środków,
- Odbudowa zaufania do systemu finansowego powinna objąć prywatne fundusze emerytalne oraz wykorzystać hybrydowe rozwiązania w systemach emerytalnych.²³

Trwałą stabilność systemu finansowego gwarantują zachowania rutynowe określone mianem codzienności. Bez odpowiedniej zmiany tego typu praktyk nie uda się odbudować właściwego systemu motywowania mikroekonomicznego oraz równowagi makroekonomicznej. Próby odgórnego zmieniania rzeczywistości często kończą się niepowodzeniem i rozpadem tak modernizowanego systemu.

Trwałe zmiany systemu są możliwe jedynie gdy są dokonywane z dołu do góry od moralnych podstaw do ich instytucjonalnego zwięźczenia.

²² Jose Manuel Gonzalez-Paramo: Fiscal Policy and the financial crisis- The need for effective exit strategy , BIS Review 103/2009

²³ The Financial Crisis. Reform and Exit Strategies, OECD , Paris 2009