

Vydává Fakulta sociálních věd Univerzity Karlovy v Praze ve spolupráci s Českou národní bankou a Ministerstvem financí ČR ve vydavatelství Economia, a. s., Praha

© Fakulta sociálních věd UK Praha

Adresa redakce: Vinohradská 49
120 74 Praha 2

Tel.: (02) 22 25 00 36 nebo: (02) 215 93 171

Fax: (02) 215 93 203

Šéfredaktor: Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc.
Výkonná

redaktorka: Mgr. Renata Nováková

Publishers: Faculty of Social Sciences of the Charles University, Prague, in Cooperation with the Czech National Bank and the Ministry of Finance of the CR in Publishing House Economica, Prague

© Faculty of Social Sciences of the Charles University, Prague

Editor's Office: Vinohradská 49
120 74 Prague 2
Czech Republic

Editor in Chief: Zdeněk Tůma

OBSAH

Aleš BULÍŘ: Budoucnost penzijního systému v ČR 1

Zdeněk PAPEŠ: K možnostem zabezpečení ve stáří 7

Jana KLIMENTOVÁ: Reforma důchodového pojištění v l. 1989–1996 a současné problémy systému 23

Vladimír KREIDL: Penzijní reforma v ČR ..36

Ondřej SCHNEIDER: Dynamický model důchodové reformy v ČR 55

Jaroslav VOSTATEK: Penzijní reforma a systém sociálního zabezpečení 66

Dimitri VITTAS: Švýcarský Chilepur – vzor pro penzijní reformy? 76

CONTENTS

Aleš BULÍŘ: The Future of the Pension System in the CR 1

Zdeněk PAPEŠ: About Prospects of Old Age Security System 7

Jana KLIMENTOVÁ: Reform of Pension Insurance in 1989–96 and Problems of the Present System 23

Vladimír KREIDL: The Pension Reform in the CR 36

Ondřej SCHNEIDER: Dynamic Model of Pension Reform 55

Jaroslav VOSTATEK: Pension Reform and Social Security System 66

Dimitri VITTAS: Swiss Chilanpore – The Way Forward for Pension Reform? 76

Autorská práva vykonává vydavatel (viz § 4 zák. č. 35/1965 Sb. ve znění změn a doplňků). Užití částí nebo celku publikovaných textů – vč. publikovaných zpracovaných znění judikátů –, rozmnožování a šíření jakýmkoli způsobem (zejména mechanickým nebo elektronickým) bez výslovného svolení vydavatele je zakázáno.

Ediční kruh: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Ing. Věra Kameníčková, CSc., Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Karel Půlpán, CSc., Ing. Ondřej Schneider, Ing. Miroslav Singer, PhD., Mgr. Kateřina Šmídková, Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc. (předseda), Doc. Ing. Miloslav Vošvrda, CSc.

Redakční rada: Doc. Ing. Aleš Bulíř, MSc., CSc., Ing. Petr Dvořák, Gabriel Eichler, Ing. Michaela Erbenová, PhD., Ing. Milena Horčicová, CSc., Ing. Miroslav Hrnčíř, DrSc., Prof. Ing. Kamil Janáček, CSc., Ing. Tomáš Ježek, CSc., Ing. Jiří Jonáš, Ing. Jan Kláček, CSc., Ing. Pavel Kysilka, CSc., Ing. Ivan Kočárník, CSc. (předseda), Ing. Jiří Kunert, Prof. Ing. Michal Mejstřík, CSc., Ing. Jan Mládek, CSc., Prof. Ing. Lubomír Mičoch, CSc., Ing. Jiří Pospíšil, Doc. Ing. Zbyněk Revenda, CSc., Ing. Pavel Štěpánek, CSc., Doc. Ing. František Turnovec, CSc., Doc. Ing. Zdeněk Tůma, CSc., Prof. Dr. František Vencovský, Prof. Ing. Karol Vlachynský, CSc.

Švýcarský Chilepur – vzor pro penzijní reformy?*

Dimitri VITTAS*

Úvod

Mnoho zemí celého světa promýšlí dalekosáhlé reformy svých penzijních systémů. V Evropě jsou Itálie a Řecko konfrontovány s finančními krizemi svých veřejných penzijních systémů a trpí přílišnou fragmentací soukromého a polosoukromého sektoru. Další země OECD čelí rostoucím demografickým tlakům, jež zpochybňují dlouhodobou udržitelnost jejich penzijních systémů. V Británii ohrozil obrovský podvod v penzijním programu jedné velké společnosti zaměstnanecké penze velkého počtu pracovníků, zatímco ve Spojených státech značné podkapitalizování penzijních programů nezanedbatelného počtu velkých firem klade přílišné nároky na finance Pension Benefits Guaranty Corporation (instituce zajišťující v poslední instanci soukromé penzijní programy – pozn. překl.). Ve východní Evropě nejsou penzijní systémy schopné zvládat makroekonomické šoky postihující tyto země, a tím prokazují neudržitelnost svých slibů velmi štědrých penzí v delším období. Několik zemí Latinské Ameriky zvažuje zásadní reformy směřující od průběžného, dávkově definovaného systému směrem ke strukturám obsahujícím jakožto důležitý prvek plně fondové programy založené na individuálních účtech. Ve stejný okamžik směřují anglofonní africké a asijské země od státních penzijních fondů k dávkově definovaným systémům sociálního pojištění.

Při tomto stálém pohybu a touze po reformách vyvstává jedna otázka: existuje nějaký vzorový plán penzijních reform? Lze se poučit ze zkušeností různých zemí, jež by mohly být zkombinovány při formulování něčeho, co by se dalo nazvat nejlepší metodou vytváření nových struktur pro penzijní systémy různých zemí? Tento článek informuje o skloubení zkušeností tří zemí s relativně úspěšnými ekonomikami i penzijními systémy a o struktuře penzijního systému, jenž je nazván „Švýcarský Chilepur“. Ovšem před popisem tohoto „Švýcarského Chilepuru“ považuji za důležité uvést tři základní body týkající se penzijních systémů a jejich financování.

Bod číslo jedna: Neexistuje dokonalý penzijní systém. Fondový nebo průběžný, soukromý nebo veřejný, příspěvkový nebo dávkově definovaný, redistributivní nebo ne, neexistuje mezi nimi žádný systém, který by se dokázal vyhnout problémům morálního hazardu, nepříznivého výběru, transakčních nákladů a černého pasažerství. Tyto problémy postihují všechny typy

* Redakce časopisu Finance a úvěr děkuje autorovi a Světové bance za svolení otisknout překlad původní práce D. Vittase: „Swiss Chilandore – The Way Forward for Pension Reform?“, která vyšla v sérii Working Papers in Financial Policy and Systems, The World Bank, February 1993, WPS 1093.

finančních a společenských kontraktů, avšak obzvláště závažné jsou v případě penzijních kontraktů překrývajících období 60 či více let.

Bod číslo dvě: Všechny penzijní systémy vyžadují dobrou vládu a dobrý management, aby uspokojivě fungovaly a dávaly tak naději, že splní své cíle. Země, jež je považována za neschopnou zvládat fondový nebo průběžný veřejný penzijní systém kvůli administrativní neefektivnosti, nedostatku kvalifikovaných úředníků nebo politickému zasahování, by s největší pravděpodobností nedokázala regulovat – a dohlížet na něj – ani penzijní systém soukromý. A obráceně – země, která dokáže efektivně regulovat a dohlížet na soukromý penzijní systém, může provozovat také veřejný penzijní systém.

Bod číslo tři: Všechny penzijní systémy se musejí vypořádávat s nejistotou, jež charakterizuje lidskou existenci, a s jednoduchým, avšak nevynutelným faktem, že neznáme budoucnost. (Dnes stěží známe přítomnost a vášnivě debatujeme o minulosti, ale to je o něčem jiném.) Všechny systémy jsou vystaveny rozmarům makroekonomických nerovnováh, zvláštnostem a nepředvídatelnosti základních demografických trendů a důsledkům změn v relativním nedostatku práce a kapitálu.

Jelikož jsou všechny systémy nedokonalé, všechny vyžadují kvalitní řízení a všechny trpí důsledky dlouhodobé nejistoty, lze předložit silné argumenty pro zavedení smíšených penzijních systémů. Švýcarský Chilepur takovým systémem je. Není to nový typ švýcarského sýra, avšak v nejlepších tradicích výrobců sýrů kombinuje protikladné rysy, které zvýrazní to nejlepší ze všech přísad. Švýcarskochilepurský penzijní systém by byl založen na penzijních systémech tří zemí – Švýcarska, Chile a Singapuru – a spojíl by uměřenou měkkost švýcarského, vysoké výnosy chilského a nemilosrdnou efektivnost singapurského modelu.

Podobnosti a rozdíly

Tyto tři země mají řadu společných vlastností, ale vykazují také některé důležité rozdíly. První podobností je, že všechny mají povinný systém zahrnující téměř každého zaměstnance kromě osob samostatně výdělečně činných. Druhou podobností je, že se z velké části spoléhají na fondový systém. Finanční zdroje nashromážděné v penzijních fondech vyjádřené poměrem národního důchodu jsou ve všech třech zemích značné. Třetí podobností je, že jsou to představitelé úspěšných ekonomik s vysokou mírou úspor domácností. To platí zvláště v případě Singapuru a Švýcarska. Chile utrpělo vysokou inflaci, která byla po dlouhou dobu typická pro většinu latinskoamerických zemí. Zohledníme-li však negativní efekty vysoké a volatilní inflace na míru úspor a zvláště finančních úspor, byla finanční výkonnost chilských penzijních fondů pozoruhodná.

Samozřejmě i další státy vykazují podobné charakteristiky jako tyto tři země. Například Velká Británie a USA mají velké fondové penzijní programy, ačkoli v rozdílu od Švýcarska nejsou zaměstnavatelé v těchto zemích nuceni poskytovat penzijní programy všem zaměstnancům. V Británii a v USA je podnikovými penzijními programy pokryta méně než polovina zaměstnanců soukromého sektoru oproti 100 % ve Švýcarsku. Korea, Indie, Čína, Itálie, Řecko a další země mají vysokou míru úspor domácností, ale nemají povinné fondové penzijní programy. A konečně Francie a do jisté míry i Německo nutí své obyvatele k povinné účasti na penzijních programech, které ovšem nejsou založeny na fondovém systému.

Jak již bylo řečeno, zmíněné tři země vykazují také některé důležité roz-

díly. Švýcarský systém je, podobně jako u většiny zemí OECD, extrémně komplexní a neprůhledný. Komplexnost tohoto systému ztěžuje měření jeho nákladů či oceňování investiční výkonnosti jeho fondových částí.

Pokud jde o singapurský systém, je celkem jednoduchý a – jak bude rozvedeno níže – funkčně velmi efektivní. Trpí ovšem nedostatkem průhlednosti a vytváří relativně nízké výnosy a dávky pro své přispěvatele.

Chilský systém je velmi jednoduchý a vysoce průhledný a je také zaštiťován efektivní regulací a dohledem. Vytvářel a vytváří velmi vysoké reálné výnosy, ale trpí značnými provozními náklady. Ty postihují nejenom samotný penzijní systém, ale také trh soukromých anuit, na němž je částečně založen.

Na rozdíl od Švýcarska neobsahuje ani chilský, ani singapurský penzijní systém záměrnou redistribuci ve prospěch zaměstnanců s nízkými příjmy. Naopak oba mohou nechtěně způsobit zvrácené přerozdělování, jež bude penalizovat zaměstnance s nízkými příjmy. Přesto obě země poskytují jistou formu minimálních důchodů.

Švýcarský systém

Švýcarský penzijní systém je tradičně popisován jako třípilířový. „Prvním pilířem“ je program sociálního pojištění, který vyplácí definované základní dávky; „druhý pilíř“ obsahuje povinné podnikové programy vyplácející doplňkové penze, jež jsou zaměřeny na dosažení uspokojivé míry návratnosti; a „třetí pilíř“ se skládá z dobrovolných úspor, včetně dotovaných penzijních plánů pro osoby samostatně výdělečně činné a další pracující nepokryté podnikovými programy. Ale, jak již bylo zmíněno, švýcarský systém je ve skutečnosti pětiúrovňový rozštěpený systém mající dva ze svých pilířů rozděleny na menší a nerovné části.

První pilíř je dávkově definované schéma rozdělené na dvě části: První má redistributivní cíl a vyplácí paušální minimální důchod daný základním indexem, který v roce 1990 dosahoval 800 CHF měsíčně neboli asi 20 % průměrných výdělků. Druhá část vyplácí důchod vztažený k výdělkům rovnající se dalším 20 % výdělků pod podmínkou, že celkový důchod z prvního pilíře nepřesáhne dvojnásobek základního indexu v daném roce. Maximální důchod ze sociálního pojištění tedy nepřekročí 40 % průměrného výdělku. Druhá část má za cíl mezigenerační pojištění zajišťující míru návratnosti ve výši přinejmenším 40 % celoživotních výdělků průměrného pracujícího bez ohledu na investiční výkonnost fondových pilířů tohoto systému.

Část důchodu vztažená k výdělkům je založena na přehodnocovaných (aktualizovaných) celoživotních průměrných ročních výdělcích, zatímco paušálně vyplácená část je úměrně upravena podle délky pracovní kariéry každého pracujícího. Aktualizace celoživotních výdělků je založena na indexu mezd.

Švýcarský „první pilíř“ je průběžný systém financovaný celkovou mírou příspěvků ve výši 8,4 % rovnoměrně rozdělenou mezi zaměstnance a zaměstnavatele. Navíc stát přispívá ze svých dalších příjmů a pokrývá tak 20 % vyplácených důchodů. Důchody sociálního pojištění bývaly indexovány vzhledem k cenám, ale od roku 1980 jsou vyplácené penze indexovány vzhledem k aritmetickému průměru indexů mezd a spotřebitelských cen. Úprava je prováděna každé dva roky, nebo když index kumulativně vzroste o více než 8 %.

„Druhý pilíř“ je založen na podnikových penzijních programech, jejichž poskytování je povinné od přijetí zákona o profesních důchodech v roce 1985.

Tento zákon uvedl do praxe ústavní dodatek o důchodech, o němž švýcarská veřejnost poprvé hlasovala v roce 1972. Okolo problému, zda je druhý pilíř příspěvkové či dávkově definovaný, panuje značná nejistota. Teoreticky zákon specifikuje jisté minimální zaopatření vztahující se k příspěvkům, jež musejí být každý rok placeny. Ty berou v úvahu jistou cílovou hodnotu míry návratnosti, ale nezdá se, že by se po zaměstnavatelích požadovalo dorovnání deficitu, který může vzniknout při nedostačujících výnosech z investic. Musejí pouze připsat ve prospěch každého důchodového účtu minimální (nominální) úrok 4 %. Je-li tedy nominální výnos nižší než 4 %, jsou zaměstnavatelé zřejmě nuceni vzniklý rozdíl dorovnat.

Cílová míra návratnosti (důchodů celkem) se pohybuje ve výši 60 % posledního výdělku, ačkoliv mnoho velkých zaměstnavatelů, zvláště v průmyslu a finančním sektoru, dosahuje 70 i více procent. Zdá se, že tito zaměstnavatelé nabízejí dávkově definované plány a jsou připraveni dorovnat případné deficity způsobené slabou investiční výkonností. Tyto programy mohou být – přinejmenším teoreticky – chápány jako zvláštní část druhého pilíře a dodat tak na přesvědčivosti výše uvedené charakteristice švýcarského systému jakožto rozštěpeného na více úrovní.

Ústavní dodatek z roku 1972 a jeho implementace zákonem z roku 1985 činily problémy hlavně malým podnikům, neboť ty velké poskytovaly penzijní programy pro své zaměstnance již dříve. Zaměstnavatelé jsou pro tyto penzijní programy nuceni buď ustavit zvláštní právnické osoby (často ve formě nadace), anebo je svěřit finančním institucím, jako jsou pojišťovny či komerční banky.

Investiční výkonnost švýcarských penzijních fondů nepřitáhla tolik pozornosti jako např. chilských nebo britských. Ačkoliv existují investiční regulace stanovující stropy pro investice do různých typů aktiv, nejsou zde žádné požadavky na minimální (absolutní či relativní) investiční výnosy. Přestože řízení fondů je v soukromých rukách a blahodárně tak působí konkurence, nejsou průměrné reálné výnosové míry nijak oslňující.

Detailní data o investiční výkonnosti soukromých penzijních fondů nejsou snadno dostupná. Odhady založené na makroekonomických datech a na známém rozložení aktiv v portfoliích penzijních fondů ukazují, že průměrná roční reálná výnosová míra za posledních 25 let dosahovala 1,5 % [Davis 1992]. Toto číslo je nižší než průměrná roční míra růstu reálných mezd, jež byla 3,2 % (nejvyšší mezi vyspělejšími státy OECD). Opožděování reálné výnosové míry za reálným růstem mezd tedy dosahovalo významných 1,7 %. V posledních letech byly učiněny pokusy zlepšit investiční výsledky penzijních fondů v souvislosti s agresivnější konkurencí mezi pojišťovnami a komerčními bankami. Jejich investiční politika se začala více soustřeďovat na domácí a zahraniční akcie a důraz se klade také na veřejné publikování investiční výkonnosti.

„Třetí pilíř“ se skládá z dobrovolných úspor ve formě bankovních vkladů, pojištění, jiných finančních aktiv anebo reálných aktiv, jako např. bydlení. V tomto pilíři hrají důležitou roli osobní penzijní plány pro osoby samostatně výdělečně činné a další pracující nepokryté podnikovými programy. Tyto plány, stejně tak jako dodatečné dobrovolné programy starobních penzí, jsou podporovány daňovými úlevami.

Příspěvky na sociální pojištění, povinné podnikové i dobrovolné penzijní programy jsou (do jisté specifikované výše) odečitatelné z daní, tak jako všechny investice. Na rozdíl od ostatních států OECD tudíž švýcarský daňový systém nediskriminuje sociální pojištění. Navíc příspěvky vlády do prvního pilíře mohou být ospravedlněny jako pokus vyrovnat finanční výnosy ze všech pilířů. Penzijní dávky obecně podléhají dani z příjmu.

Kvůli komplexnosti a neprůhlednosti tohoto systému není jednoduché spočítat jeho celkové provozní náklady a celkovou míru příspěvků nutnou k dosažení cílových důchodů. Odhady pojistných matematiků ukazují, že zaměstnanec pracující po celý svůj produktivní věk za průměrnou mzdu by obdržel důchod ve výši 54 % své mzdy před důchodem při celkové výši příspěvků 12,3 %, z čehož 7 % je placeno zaměstnavatelem a 5,3 % zaměstnancem samotným [Wyatt 1990]. Tato příspěvková míra se však zdá dosti nízká v porovnání s mírou 8,4 % v prvním pilíři a s příspěvky v rozsahu 7 % až 18 % zakotvenými v zákoně o profesních důchodech.

Celkově lze říci, že první pilíř spolu se svým doplňkem celkem dobře plní své redistribuční a pojišťovací cíle, a nezdá se, že by byl příliš nákladný. Druhý a třetí pilíř však je příliš komplexní a neprůhledný a na jejich investiční výkonnost a administrativní efektivnost se klade malý důraz. Zdá se, že v druhém pilíři se vyskytuje značné nezamýšlené a do velké míry zvrácené přerozdělování.

Singapurský systém

Penzijní systém v Singapuru je organizován na principech státních penzijních fondů. Všichni pracující s výjimkou osob samostatně výdělečně činných musejí být zapojeni do Centrálního penzijního fondu (CPF – Central Provident Fund). CPF je státní agenturou, která spravuje celý systém, vybírá příspěvky, vede účty, vyplácí příslušné dávky a investuje nashromážděné příspěvky. Tato poslední funkce je pro CPF velmi jednoduchá – téměř všechny prostředky jsou investovány do vládních instrumentů. Závažná investiční rozhodnutí jsou přijímána dvěma dalšími důležitými vládními institucemi: Singapurským měnovým úřadem (MAS – Monetary Authority of Singapore) a Investiční společností singapurské vlády (GSIC – Government of Singapore Investment Corporation).

CPF byl ustaven v roce 1955 po dlouhé diskuzi, jejímž výsledkem byla snaha vytvořit systém sociálního pojištění. Toto rozhodnutí však bylo zamítnuto londýnským Koloniálním úřadem [Queisser 1991]. Příspěvková míra původně nepřesahovala 10 % a byla rovnoměrně rozdělena mezi zaměstnavatele a zaměstnance. Byl to povinný program důchodového spoření, nutící pracující, aby spořili na své stáří, a dovolující výběry paušální částky po dosažení 55 let.

Příspěvkové míry byly v roce 1968 zvýšeny na 13 % a zároveň byly povoleny předběžné, ale kontrolované výběry na koupi domu. Od té doby byly příspěvkové sazby zvýšeny několikrát a v roce 1984 dosáhly celkové závratné výše 50 %. Kvůli negativnímu dopadu na tvorbu pracovních příležitostí v průběhu recese v letech 1985–6 se však následně celková příspěvková míra snížila na 35 % nastavením zaměstnavatelské sazby na úroveň 10 % [Vittas – Skully 1991]. Ještě později se příspěvková míra ustálila na stále ještě velmi vysoké úrovni 40 % s dlouhodobým cílem rozdělit tuto zátěž rovnoměrně mezi zaměstnavatele a zaměstnance. Novinkou posledních let je ustavení nižší míry příspěvků pro občany starší 55 let, přičemž již od počátku platí, že pracující vydělávající méně než specifikované minimum jsou z placení těchto příspěvků vyňati.

CPF je příspěvkově definovaný systém neobsahující záměrné přerozdělování. Jeho primárním cílem je nucené spoření na stáří. Dnes to již není čistý program důchodového spoření, neboť dovoluje použít prostředky na některé další účely. Jeho druhým cílem tedy je podporovat spoření na „záslužné

TABULKA 1 Singapurský CPF – nominální a reálné úrokové míry

	60. léta	70. léta	80. léta	1960–90
nominální míra	4,62	6,20	5,27	5,36
inflace (CPI)	1,09	6,45	2,35	3,27
reálná míra	3,50	-0,24	2,86	2,02

statky“ (zdraví, bydlení, vzdělání). Přestože přerozdělování nepatří mezi jeho cíle, tvrdí se často, že CPF ve skutečnosti provádí negativní redistribuci, a to díky nízkým úrokovým mírám připisovaným k zůstatkům na účtech. Pouze zaměstnanci s vysokým příjmem totiž mohou využít možnosti investovat do jiných schválených aktiv nesoucích vysoké výnosy [Asher 1991].

Ačkoliv je CPF jednopilířovým systémem, realizuje singapurská vláda také program státních důchodů, který poskytuje starým lidem v nouzi malý důchod ve výši poloviny minimálního důchodu nabízeného CPF (tedy asi 12 % průměrných výdělků).

Jednou ze silných stránek CPF je jeho vysoká efektivnost a velmi nízké provozní náklady. Celkové provozní náklady včetně odpisů činily v roce 1990 jen 0,53 % ročních příspěvků, 0,21 % mezd a 0,10 % akumulovaných aktiv [CPF 1990]. Tyto poměry jsou podle mezinárodních standardů velmi nízké a úspěšně mohou soutěžit s poměry dosaženými velkými podnikovými fondy v Británii a USA. Např. Postel, společnost provozující penzijní fondy zaměstnanců britského Telecomu a britských pošt, má celkové provozní náklady ve výši 0,1 % (neboli 10 bážických bodů) z celkových aktiv, z nichž 6 bážických bodů připadá na provozní náklady a 4 bážické body na náklady řízení investic.

Kromě chybějících redistribučních cílů má CPF dva zásadní nedostatky, a to velmi vysokou celkovou míru příspěvků a nízkou úrokovou míru připisovanou k zůstatkům na účtech. Druhá míra v minulosti kolísala, ale její průměr se zdá být mezi lety 1960 a 1990 kolem 2 % (reálně) – *tabulka 1*. Od roku 1987 je úroková sazba CPF vázána na průměrnou úrokovou sazbu úsporových vkladů a termínovaných 12měsíčních vkladů v bankách. Vzhledem k dlouhodobosti a smluvnímu charakteru zůstatků CPF by byla přiměřenější sazba vyšší. Vzhledem k růstu reálných mezd přesahujícimu 4 % se zdá, že reálná výnosová míra nezaručuje příliš vysokou míru návratnosti, přestože míra příspěvků je velmi vysoká. Jsou-li např. důchody indexovány podle cen, produktivní období trvá 40 let, důchodové období (při zakalkulování vdovského důchodu) trvá 20 let, pak je zapotřebí nejméně 25% příspěvkové míry, aby bylo dosaženo výše důchodů ve výši 43 % posledního výdělku při 4% růstu reálných mezd a reálné výnosové míře 2 % [Vittas 1992], [Schwarz 1992]. V Singapuru činí skutečná příspěvková míra 33 %, ale podstatná část úspor je používána na investice do bydlení a dalších aktiv a také na financování vzdělání. Některá z těchto aktiv by mohla přinést ekonomický užitek v důchodovém období, ale je zřejmé, že ne všechny úspory v CPF budou dostupné. Navíc je třeba říci, že i při nízké míře návratnosti by absolutní úroveň důchodů byla dost vysoká díky velmi vysokému růstu reálných mezd.

Není snadné pochopit, proč úrokové míry CPF jsou tak nízké, i když na rozdíl od většiny dalších státních penzijních fondů jsou i v reálném vyjádření kladné. Přesto však byla Malajsie, která také po dlouhou dobu provozuje státní penzijní fond, schopna vyplácet vyšší reálné úrokové míry než singapurský CPF (*tabulka 2*).

TABULKA 2 Malajsijský Zaměstnanecký penzijní fond – nominální a reálné úrokové míry

	60. léta	70. léta	80. léta	1960–90
nominální míra	5,20	6,69	8,25	6,71
inflace (CPI)	0,91	5,89	3,27	3,34
reálná míra	4,25	0,75	4,82	3,26

Vysvětlením pro nízké zhodnocení v Singapuru je oficiální politika vlády, která akumuluje skryté rezervy pro budoucí potřeby singapurské ekonomiky – ekonomiky, jež postrádá vlastní přírodní zdroje. CPF investuje téměř všechny své zdroje do speciálně emitovaných a neobchodovatelných vládních obligací a do likvidních vkladů u MAS. Tyto zdroje nejsou používány k domácím investicím, ale jsou částí obrovských devizových rezerv Singapuru. Jak je dobře známo, Singapur má daleko nejvyšší devizové rezervy v přepočtu na jednoho obyvatele. Tvrdí se (ačkoliv nejsou publikovány žádné statistiky), že na zahraničních aktivech byly realizovány velmi vysoké reálné výnosy, což platí zvláště pro GSIC investující do zahraničních akcií zřejmě podobným způsobem jako Kuvajtský investiční úřad (KIO – Kuwait Investment Office). Není důvod zpochybňovat tato tvrzení, i když je díky na- prostému nedostatku průhlednosti a veřejné diskuze nemožné je také pode- přít fakty.

Shrme-li, singapurský penzijní systém je příspěvkově definovaný, má velmi vysokou míru příspěvků a relativně nízkou, ovšem kladnou výnosovou míru z nahromaděných zůstatků. Je charakterizován velmi nízkými operačními náklady a vytvářením masivních skrytých rezerv pomocí akumulace údajně vysoce výnosných devizových aktiv. Systém nemá přerozdělovací cíle, i když extrémně chudým starým lidem je vyplácena velmi skromná státní penze a k některým nezamýšleným zvráceným přerozdělovacím procesům dojít může. Jeho hlavním cílem je nucené spoření na stáří a financování „veřejně prospěšných“ statků.

Chilský systém

Nový chilský systém byl zaveden v roce 1981. Jedná se o povinné spoření na důchody, jež nahradilo nesolventní sociální penzijní systém fungující na základě průběžného financování. Současné uspořádání vyžaduje po všech zaměstnancích, aby přispívali 10 % svých výdělků až do normálního důchodového věku, což je 65 let pro muže a 60 pro ženy. Zaměstnavatelé vůbec nepřispívají, ale jsou povinni zadržet zaměstnanecké příspěvky a převést je do společností vedoucích účty. Při odchodu do důchodu si pracující musejí buď zakoupit doživotní anuitu od pojišťovací společnosti, anebo dojednat systém plánovaných výběrů ze svého účtu. Paušální platby jsou dovoleny jen tehdy, když zůstatky na účtu překračují sumu požadovanou při koupi anuity rovnající se 70 % koncového platu.

Tak jako singapurský CPF i chilský systém je příspěvkově definován a založen na individuálních účtech, přičemž důchodové dávky závisejí na příspěvcích učiněných za celou pracovní kariéru a na výnosu z investic akumulovaných zůstatků. Pracující jsou povinni zakoupit si termínované životní a invalidní pojištění a platit dodatečné poplatky spojené s tímto pojistným, stejně tak jako provozní náklady celého systému.

Chilský systém má některé jedinečné rysy. Je vládou zřízen a regulován, ale řízen výhradně soukromě mnoha autorizovanými penzijními společnostmi, známými jako Administradoras de Fondos de Pensiones neboli AFP. K zajištění jednoduchosti a průhlednosti ukládají regulátoři přísný limit „jeden účet na jednoho pracujícího“ a „jeden penzijní fond na jeden AFP“ [Vittas – Iglesias 1992]. Klienti dostávají pravidelné výpisy s informacemi o připsaných příspěvcích a o příjmech z investic jejich fondu.

K zajištění solventnosti celého systému jsou penzijní fondy právně odděleny od řídicích společností. Na AFP jsou uvaleny přísné podmínky týkající se jak jejich kapitálových rezerv, tak investic do různých aktiv i výkonnosti vzhledem k průměru všech AFP. Investiční pravidla kladou důraz na bezpečnost a ziskovost. Vyžaduje se jistá míra diverzifikace a pro tento účel jsou stanovena jistá omezení na podíly různých typů instrumentů v portfoliu i na instrumenty vlastnický propojených emitentů. Nejsou číněny žádné pokusy směřovat investice fondů do projektů ekonomicky či sociálně prioritních. Celý systém je podroben přísné, ba drakonické regulaci a velmi bedlivému a výkonnému dozoru.

Velmi důležitým rysem systému je svobodná volba, jež klientům umožňuje přesouvat své účty mezi jednotlivými AFP. Tato volba vytváří konkurenční tlak na AFP a nutí je chovat se efektivně, ačkoliv zkušenosti ukazují, že neomezená volba přesunu účtů může způsobit velmi vysoké provozní náklady, zvláště kvůli marketingovým výdajům a skutečným nákladům přesunů účtů. Podobně i svobodná volba při nákupu anuit vedla ke zvýšení reklamních a prodejních nákladů.

Během prvních deseti let svého fungování byly AFP výjimečně úspěšné. Roční míra výnosů aktiv penzijních fondů dosahovala 13 % a celková míra zůstatků dosáhla téměř 30 % národního důchodu. Ačkoliv je tato působivá výkonnost AFP i důsledkem růstu chilské ekonomiky, nelze pochybovat o tom, že bez existence systému AFP by obrovská většina chilských zaměstnanců nebyla schopná těžit z vysokých investičních výnosů a podstatného zhodnocení finančních aktiv na konci 80. let.

Jakožto příspěvkově definovaný je chilský systém jednoznačně jednopilířový a bez záměrného přerozdělování. K jistému přerozdělování však může docházet, jelikož vláda garantuje každému zaměstnanci přispívajícímu nejméně 20 let jistý minimální důchod za všech podmínek. Není jisté, kolik zaměstnanců využije této garance, jelikož to závisí na budoucím vztahu mezi růstem mezd a reálnými výnosy. Odhaduje se, že podíl zaměstnanců, kteří zmíněné garance využijí, by mohl dosáhnout 40 až 50 % [Gillion – Bonilla 1992], ovšem vláda pouze dorovná rozdíl mezi důchodem v rámci AFP a minimálním důchodem, čímž by celková zátěž státního rozpočtu neměla být příliš velká. Některé odhady tuto zátěž kvantifikují jako 1 % HDP, ale tyto výpočty jsou extrémně citlivé na předpoklady týkající se základních parametrů [Schwarz – Vittas 1992]. Chilská vláda také vyplácí minimální důchod velmi chudým starým lidem, avšak jejich počet se zdá být malý a kritéria pro získání tohoto důchodu jsou přísně ověřována.

Kromě garance minimálního důchodu ukládá vláda penzijním fondům (a garantuje vyplatit v případě jejich selhání) zajistit určitý minimální investiční výnos vztahený k průměru všech penzijních fondů. Vláda rovněž za jistých specifikovaných podmínek ručí za hodnoty životních anuit zakoupených od pojišťovacích společností.

Provozní náklady uvalované na klienty činí po odečtení invalidního pojištění 15,4 % ročních příspěvků, 1,54 % mezd a 2,3 % celkových aktiv. Srov-

nání se Singapurem ukazuje, že chilský systém je 7-, 23- a 29krát (podle toho, jakého ukazatele použijeme) dražší než singapurský. Provozní náklady jsou v Chile vyšší než náklady Zaměstnaneckého penzijního fondu v Malajsi, ale jsou podstatně nižší než u podobného typu fondu v Zambii.

Dva z těchto tří ukazatelů mohou ovšem být velmi zavádějící. Za prvé, poměr provozních nákladů k příspěvkům je deformován velikostí příspěvkové míry. Většina nákladů penzijního systému závisí na počtu klientů a nijak nereaguje na výši příspěvkové míry. Za druhé, poměr provozních nákladů k celkovým aktivům je ovlivněn stářím a dospělostí systému. Vyspělejší systém s velkou akumulací zůstatků bude tento poměr vykazovat nižší a naopak. K porovnávání efektivnosti se tedy zdá být nejvhodnější poměr provozních nákladů k ročním mzdám. Přesto je podle něj chilský systém 7krát nákladnější než singapurský.

Investiční výnosy spočítané po odečtení provozních nákladů ukazují, že chilští zaměstnanci jsou na tom celkově lépe než singapurští i malajsijsí, ačkoliv i investiční výnosy v těchto dvou zemích profitovaly z vysokých reálných úrokových měr, které v 80. letech přetrvávaly v mnoha zemích. Chilské obavy však pramení z faktu, že vysoké investiční výnosy 80. let se pravděpodobně nebudou v budoucnu opakovat a snížení provozních nákladů se tak stane klíčovým pro celkovou finanční úspěšnost systému.

Abychom shrnuli: chilský systém je zřizován vládou, ale spravován je soukromě. Je příspěvkově definován a založen na individuálních kapitalizačních účtech. Je velmi jednoduchý a transparentní, což je zajištěno přísnou a výkonnou regulací a dohledem. Je podepřen důležitými vládními zárukami, které zahrnují garanci jistého minimálního důchodu, takže se vlastně nejedná o jednopilířový systém v přísném slova smyslu. Během prvních deseti let existence dosahoval abnormálně vysokých reálných výnosových měr; současně je ovšem zatížen vysokými provozními náklady.

Švýcarský Chilepur – vzorová kombinace?

Myšlenka „Švýcarského Chilepuru“ je založena na reformní strategii penzijního systému, jenž by kombinoval nejlepší rysy systémů každé z těchto tří zemí a zároveň se vyhnul jejich slabinám. Nový penzijní systém by tedy byl vícepilířový s dvěma povinnými a jedním či dvěma dobrovolnými pilíři.

Zavedení povinných pilířů se opírá o potřebu zajištění důchodu zaměstnancům s nízkými celoživotními výdělky a omezenými úsporami (přerodělování) a o předpoklad, že lidé – zvláště mladí – jsou krátkozrací, co se týče jejich potřeb v důchodu, a tudíž nebudou na svůj důchod dostatečně spořit (vynucené úspory). Rovněž je založen na nutnosti odrazovat od chování typu morálního hazardu a černého pasažerství těch, kteří se dostatečně nezabezpečí do důchodu a vědomě spoléhají na laskavost a soucit svých spoluobčanů. Vzhledem ke způsobu, jakým se společnost chová k velmi chudým či bezdomovcům, se tento argument může zdát trochu strojený a spíše vymyšlený akademickými teoretiky. Avšak i když lze mít pochybnosti o jeho praktickém významu, je obtížné popřít jeho platnost na intelektuální úrovni. Povinná účast může být také pragmatičtější způsobem k překonání problému nepříznivého výběru, jenž postihuje trh anuit. A konečně důležitým faktorem je zabezpečení pojištění proti korelovaným rizikům, jako je třeba dlouhověkost a vysoká inflace.

Bez ohledu na to, jaké je odůvodnění povinné účasti, je třeba klást důraz na zodpovědnost vlády za to, aby povinné pilíře hladce fungovaly, byly spra-

vedlivé a plnily své finanční a sociální cíle. Vláda má ovšem také zodpovědnost za regulaci soukromých pilířů a dohled nad nimi, zvláště pokud poskytuje finanční stimuly k účasti v nich anebo (což se stává téměř vždy) pokud se na soukromých trzích vyskytují informační asymetrie a problémy morálního hazardu, nepříznivého výběru, transakčních nákladů a černého pasažerství, zmíněné na začátku tohoto pojednání. Vláda tedy musí hrát svou roli i v případě dobrovolných pilířů, ačkoliv je její zodpovědnost samozřejmě mnohem větší v případě pilířů povinných.

První pilíř

První pilíř by byl dávkově definován a sledoval by model švýcarského prvního pilíře. Byl by založen na principu solidarity (tzn. že by fungoval na průběžné bázi) spolu s principy proporcionality, indexace a aktualizace a celoživotních výdělků. Tak jako ve švýcarském systému by se skládal ze dvou částí: paušálního minimálního důchodu a důchodu odvozeného od výše výdělků. Navíc by mohl být vyplácen doplňkový sociální důchod starým lidem s naprosto nedostatečnými prostředky, zřejmě ve výši poloviny minimálního důchodu a s přísnou kontrolou majetkové situace žadatelů.

V rámci první části by se vyplácel pevný minimální důchod bez ohledu na úroveň mezd. Plný minimální důchod by byl vyplácen po pracovní kariéře dlouhé – řekněme – 40 let (ačkoliv je možné použít i kratší či delší období) a bylo by možné jej krátit podle skutečné délky pracovní kariéry každého zaměstnance. Minimální důchod by mohl být definován jako 15 či 20 % průměrného výdělku. V ideálním případě by výplaty důchodů měly být vztaženy k čistým výdělkům, tzn. výdělkům po odečtení příspěvků do penzijního systému. Tato část by plnila přerozdělovací úkol.

Druhá část prvního penzijního pilíře by závisela na výdělcích. Byla by založena na průměrných aktualizovaných celoživotních výdělcích a dosahovala by výše dalších 15 až 20 % čistých průměrných výdělků. Aktualizace celoživotních výdělků by byla založena na mzdovém či cenovém indexu. Druhá část by poskytovala únosnou míru mezigeneračního pojištění vzhledem k žádoucí minimální míře návratnosti pro zaměstnance s průměrnou mzdou a pracovní kariérou v plné délce.

Obě části prvního pilíře by byly indexovány buď podle cen, či podle mezd. Dobrým kompromisem, zvláště v zemích, kde reálné mzdy trvale nerostou, by zřejmě bylo švýcarské řešení používající aritmetický průměr obou indexů.

Příspěvková sazba pro první pilíř by se měla pohybovat pro většinu zemí v intervalu 5–10 % mzdy. V případě zvyšujícího se tlaku na růst této sazby by bylo nutné prodloužit věk pro odchod do důchodu tak, aby mohla být zachována přiměřená příspěvková sazba.

Druhý pilíř

Druhý pilíř by byl příspěvkově definovaným systémem s individuálními kapitalizačními účty. Byl by založen na principech soukromé správy a individuální volby, jednoduchosti a průhlednosti, bezpečnosti a ziskovosti, přísné regulace a výkonného dohledu a provozní efektivity.

Druhý pilíř by měl za cíl vyplácet důchody rovné 30 až 40 % aktualizovaných průměrných celoživotních čistých výdělků (nebo čistých výdělků v posledním roce kariéry). Existovala by zde minimální příspěvková míra,

jež by byla stanovena vzhledem k očekávané míře růstu reálných mezd, reálné výnosové míře a normální délce pracovní kariéry a lidského života. Přiměřená by byla příspěvková míra ve výši 10 až 15 %, ledaže by existovala velká propast mezi reálnými výnosy a růstem reálných výdělků. První pilíř by byl založen na kombinaci paušálního minimálního důchodu a důchodu vztaheného k celoživotním výdělkům, a proto pokud by byl druhý pilíř vztahen k výdělkům posledního roku, mělo by být zaměstnancům dovoleno zvýšit své individuální příspěvkové míry (až po nějaký definovaný strop) tak, aby bylo dosaženo celkového poměru důchodu ke mzdě ve výši 70 %. Daňové ošetření by mělo obsahovat prvek motivace k účasti v systému, ale kvůli minimalizaci svých regresivních dopadů by mělo mít spíše formu daňových úlev než plné odečitatelnosti příspěvků z daní.

Co se týče struktury a regulace, byl by druhý pilíř velmi podobný chilskému systému s výjimkou jednoho velmi důležitého prvku. Aby se systém vyhnul zbytečně vysokým provozním nákladům, obsahoval by centrální úřad, jenž by se staral o účetnictví, výběr příspěvků, výplatu penzí a rozesílání zpráv o finančních výsledcích. Tento úřad by byl buď státní agenturou, anebo by mohl být spoluvlastněn všemi soukromými společnostmi, jež by měly licenci na provozování penzijních fondů. Jeho role by byla podobná roli clearingové agentury v bankovním nebo na trhu s opcemi.

Samotné investice penzijních fondů by pak byly svěřeny soukromým společností podléhajícím přísnému vydávání licencí a kvalitní regulaci a dohledu. Jednotliví zaměstnanci by měli možnost přesouvat správu svých prostředků na libovolné fondy, což by ovšem nevyžadovalo o moc více než změnu příslušných položek v počítači centrálního úřadu.

Dobrovolné pilíře

K doplnění povinných pilířů je možné ustavit i dobrovolné penzijní systémy. Ty mohou být vytvořeny zaměstnavateli nebo ustaveny jednotlivci, kteří by chtěli dosáhnout vyššího poměru důchodu ke mzdě, než je ten, který se očekává v rámci povinných pilířů. Pravidlem by mělo být, že dobrovolné programy by se těšily stejným daňovým výhodám jako povinné pilíře. Obecně by daňové předpisy měly dovolovat odečitatelnost příspěvků (zřejmě až do výše nějakého specifikovaného stropu) a vynětí investičních příjmů (zřejmě opět jen do jisté výše), zatímco důchody by měly být brány jako kterýkoliv jiný zdroj příjmu.

Ačkoliv by podnikové penzijní programy byly dobrovolné, měly by být regulovány, aby byly chráněny zájmy zaměstnanců a bylo zajištěno spravedlivé a nediskriminační fungování. V dávkově definovaných systémech by měly být důchody založeny na aktualizovaných průměrných celoživotních výdělcích spíše než na výdělcích posledního roku. Odstranilo by se tím zvyšování nejvyšších manažerů a dalších vysoce postavených osob. Měl by zde také existovat jistý druh regulace svěřených prostředků, ale vzhledem k finanční zodpovědnosti zaměstnanců by asi nebyla nutná detailní pravidla pro investování.

Prostor pro dobrovolné podnikové programy by byl v systému s dvěma povinnými pilíři mnohem omezenější. Do té míry, do jaké firmy cítí nutnost vytvářet loajalitu svých zaměstnanců, potřebu poskytovat specifické vzdělávání a provádět pružnou zaměstnaneckou politiku, by musely vytvořit alternativní systémy kompenzací, jež by nebyly vázány na poskytování zaměstnaneckých penzí.

Dobrovolné individuální penzijní plány a anuitní produkty by rovněž vyžadovaly regulaci chránící zájmy spotřebitelů. Taková regulace a dohled by se měly pohybovat zhruba ve stejném prostoru jako regulace a dohled v bankovníctví a pojišťovnictví a měly by klást důraz na stabilitu, efektivnost a spravedlnost.

Závěrečné poznámky

Tato práce se věnovala některým tématům týkajícím se ustavení penzijního systému. Soustředila se na vytvoření takového systému, jenž by byl schopen dosahovat cílů solidarity, přerozdělování a pojištění proti korelovaným rizikům, provozní a investiční efektivnosti a akumulace dostatečných zůstatků pro vyplácení přiměřených důchodů.

Práce se nezabývala několika důležitými tématy, jako je např. zajištění vysokého krytí a shoda s povinnými pilíři systému, interakcí mezi regulací a rozvojem kapitálového trhu nebo problémem transformace. Dvě zásady by zřejmě měly být zdůrazněny: navrhované nové uspořádání počítá s pokračující – třebaže omezenou – rolí veřejného penzijního pilíře a s mnohem omezenější rolí podnikových penzijních programů.

Otázka, jež může vyvstat, zní, proč prosazovat švýcarský, a ne nizozemský Chilepur. Hlavní rozdíl mezi prvním pilířem v Nizozemí a ve Švýcarsku je ten, že nizozemský systém poskytuje pouze paušální důchod v rámci svého prvního pilíře. Dosahuje zhruba 40 % průměrných výdělků a je financován příspěvky všech obyvatel rovnajícími se 14,8 % jejich výdělků. Náklady nizozemského systému jsou prostě mnohem vyšší než náklady švýcarského. Ačkoliv ekonomové preferují paušální výplaty kvůli menším distorzím, pomáhá druhá část prvního pilíře, jež je vázána na výdělky, poskytovat jisté zajištění minimální míry návratnosti pro zaměstnance s průměrnými výdělky a pracovní kariérou v plné délce. Méně štedrá paušální míra než v Nizozemí by nezvládla zajistit přiměřenou míru návratnosti. Hlavní argument pro zahrnutí dvou částí do prvního pilíře tedy spočívá v udržení nízkých nákladů zároveň s minimalizováním rizika diverzifikací poskytovatelů důchodů.

Mnohem omezenější role podnikových penzijních programů může být ospravedlněna dvěma argumenty. Za prvé, penzijní programy trpí mnoha nedostatky spojenými se zamýšleným i nezamýšleným přerozdělováním mezi účastníky různých programů. Jelikož jsou používány jako nástroj personální politiky, jsou nuceny penalizovat některé zaměstnance více než jiné. Omezení těchto nedostatků příslušnou regulací, jež by se týkala minimální doby účasti v systému a pravidel indexace, by oslabilo motivaci zaměstnavatelů k pokračujícímu provozování těchto programů. Druhý argument: s klesající stabilitou zaměstnaneckých vztahů přestávají být podnikové programy ve stále větší míře vhodné k poskytování zaměstnaneckých sociálních dávek, jakými jsou např. důchody a pojištění.

Nakonec je třeba vyslovit varování týkající se použitelnosti a relevance reformní strategie penzijního systému založené na zásadách tohoto návrhu. Přes řečnickou otázku v úvodu této práce ve skutečnosti žádné vzorové řešení, jež by bylo použitelné ve všech zemích bez ohledu na místní okolnosti a podmínky, neexistuje. Např. v zemích, kde státní penzijní fondy zcela zjevně zkrachovaly kvůli nevyvinutým kapitálovým trhům, nevykonné administrativě a politickému vměšování – což je případ většiny afrických ze-

mí –, by navrhovaný vícepilířový systém neměl příliš mnoho šancí na úspěch, ledaže by byly reformovány kapitálové trhy a regulační aparát by byl posílen a vylepšen. V takových zemích by zřejmě bylo za současné situace lepší zavést systém sociálního pojištění, zvláště když lze využít velmi příznivé demografické struktury a když by byl vytvořen způsobem, jenž by se vyhnul distorzím, které postihovaly a postihují systémy sociálního pojištění v zemích Latinské Ameriky a východní Evropy. Vlády v těchto zemích by však neměly ztrácet povědomí o nutnosti v delším období vhodným způsobem dále reformovat své vyvíjející se systémy sociálního pojištění směrem k vícepilířovému schématu obhajovanému v této práci.

Přeložil: Ondřej STRÁDAL

LITERATURA

ASHER, M.: Social Adequacy and Equity of the Social Security Arrangements in Singapore. Centre for Advanced Studies, Occasional Paper, 1991, č. 8.

CPF: Annual Report 1990. Central Provident Fund, Singapore 1990.

DAVIS, E. P.: The Structure, Regulation and Performance of Pension Funds in Nine Industrial Countries. World Bank 1992, mimeo.

GILLION, G. – BONILLA, A.: Analysis of a National Private Pension Scheme - the Case of Chile. International Labor Review 1992.

QUESSIER, M.: Social Security Systems in South East Asia. International Social Security Review, Vol. 44, 1991.

SCHWARZ, A.: Basic Parameters of Mandatory Retirement Savings Schemes. World Bank 1992, mimeo.

VITTAS, D.: The Simple(r) Algebra of Pension Plans. World Bank 1992, mimeo.

VITTAS, D. – IGLESIAS, A.: The Rationale and Performance of Personal Pension Plans in Chile. World Bank 1992, WPS 867.

VITTAS, D. – SKULLY, M.: Overview of Contractual Savings Institutions. World Bank 1991, WPS 605.

WYATT: Benefits Report - Europe, USA. The Wyatt Company 1990.

SUMMARY

Swiss Chilanpore – The Way Forward for Pension Reform?

Dimitri VITTAS – The World Bank

A translation from Working Papers in Financial Policy and Systems, The World Bank, February 1993, WPS 1093.