

Financiranje mirovina, štednja i rast*

Patrick Artus

Caisse des depots et
consignations, Paris

U ovom članku upozorava se na razne elemente izbora između sustava tekuće raspodjele (s dobrovoljnom kapitalizacijom) i obvezne kapitalizacije u financiranju mirovina. Izbor jednog ili drugog sustava ovisi o njihovoj učinkovitosti, ali i o drugim čimbenicima koji se rjeđe spominju u analizi: o posljedicama na stvarnu zaradu i na realnu ravnotežnu kamatnu stopu, postojanju ili nepostojanju određenih nepravilnosti ili ograničenja (kratkovidnost korisnika, limiti kod zaduživanja i sl.). U članku se također postavlja pitanje kojim bi se razlozima mogla objasniti kronično nedovoljna štednja i kako se izbor mirovinskog sustava može objasniti razmatranjima kratkoročnog dosega (na primjer: reakcije raznih sustava na ekonomske i demografske promjene).

Tijekom dugog niza godina, od sedamdesetih godina u Sjedinjenim Američkim Državama pa sve do danas u Francuskoj, vodi se vrlo živa rasprava o načinu financiranja mirovina. U početku u mnogim je zemljama ta rasprava proizlazila iz nesigurnosti u sposobnost financiranja mirovinskih sustava koji su se temeljili na načelu raspodjele u kontekstu starenja stanovništva kojeg je posljedica pogoršanje razmjera umirovljenici/aktivne osobe. Međutim, dosta je brzo oslabila pažnja prema demografskim problemima jer se ustanovilo da će starenje utjecati skoro na isti način na sustave koji se temelje na načelu kapitalizacije kao i na sustave koji se temelje na načelu tekuće raspodjele. Pitanje se više odnosilo na sposobnost jednog ili drugog sustava da se s jedne strane odupru cikličkim promjenama, a da s druge strane promiču brži rast. Jedina nada za poboljšanje ravnoteže mirovinskih sustava početkom sljedećeg stoljeća jest mogućnost ostvarenja veće razine proizvodnje, što će značiti manje uzimanje od svakog aktivnog u korist uzdržavanog. Istraživanje se, prema tome, usredotočilo na vezu između načina financiranja mirovina, štednje i rasta.

Ovdje ćemo podsjetiti na literaturu ispitujući razloge zbog kojih izbor mirovinskog sustava nije neutralan, na posljedice izbora sustava

tekuće raspodjele ili kapitalizacije, te na neka teoretska i praktična rafiniranja koji su predmet pažnje. U okviru ovog priloga ta ćemo pitanja analizirati na opisan način; zainteresirani čitalac u prilogu će naći odgovarajuće analize koje su vezane uz fakultativnu ili obveznu kapitalizaciju.

OSNOVNE PODUDARNOSTI TEKUĆE RASPODJELE I KAPITALIZACIJE I MOGUĆNOST PROMJENE STOPE ŠTEDNJE

Na početku treba reći da ova dva sustava nisu toliko različita kako se to ponekad tvrdi. Za određenu razinu proizvodnje gospodarstvo koje je izabralo načelo tekuće raspodjele isplaćuje mirovine svojim umirovljenicima iz poreza na zarade zaposlenih, prema tome iz dohotka od rada; gospodarstvo koje je izabralo kapitalizaciju koristi se prelevmanom na prihod od kapitala. U oba slučaja, i za određenu razinu mirovina, uzimanje iz unutarnjeg bruto proizvoda je isto, a problem podjele GDP-a između aktivnih i umirovljenih ne mijenja se bez obzira na izbor mirovinskog sustava.

Prema tome, nije potrebno postavljati pitanje podjele unutarnjeg bruto proizvoda, već pitanje učinka načina financiranja mirovina na razinu proizvodnje, štednje i blagostanja. Na

* Ovaj članak objavljen je u časopisu *Revue internationale de sécurité sociale*, N° 2/1994, a objavljujemo ga uz suglasnost izdavača. Na kraju članka su prilozima koji sadrže matematičke modele, a koje mi u našem časopisu nismo prenijeli. Zainteresirane čitaocima upućujemo na izvornik članka. (Napomena Uredništva).

tom je stupnju ključno razlikovati dva tipa kapitalizacije: fakultativnu i obveznu.

FAKULTATIVNA KAPITALIZACIJA

Radi se o slučaju u kojem je temelj sustava obvezna tekuća raspodjela i u kojem pojedinci imaju mogućnost štedjeti na financijskom tržištu radi dopune mirovine. "Normalna" financijska štednja na ovoj razini, naime, ekvivalentna je vrijednosti "fakultativne" kapitalizacije: radi se o ulaganju koje će se kasnije trošiti.

Općenito, ovo stanje analiziramo u okviru modela rasta isprepletenih generacija. U modelu ovog tipa pojedinci žive dva razdoblja: jedno razdoblje u kojem su mladi, kada rade i štede, i drugo razdoblje u kojem su stari, umirovljeni, i troše svoju uštedevinu. Treba razlikovati dvije vrste učinaka mirovinskog sustava: prvo, na blagostanje svake generacije i, drugo, na dugoročnu stopu rasta. Cilj je maksimizirati opće blagostanje, tj. blagostanje mladih i starih. Naravno, blagostanje se povećava usporedo sa stopom rasta koja omogućava svakoj generaciji da raspolaže većim prihodom od prethodne generacije.

U toj situaciji utvrđuje se optimalna stopa doprinosa u sustavu raspodjele koja ovisi o više čimbenika. To su:

- Relativna vrijednost prihoda od kapitalizacije (tj. realna kamatna stopa) i prihoda od tekuće raspodjele (tj. suma stope povećanja realne plaće i povećanja aktivnog stanovništva - što predstavlja rast oporezive osnovice iz koje se isplaćuju mirovine u slučaju tekuće raspodjele). Ako je prihod od tekuće raspodjele veći, blagostanje određene generacije raste s povećanjem stope doprinosa u sustavu tekuće raspodjele; suprotno tome, potrebno je smanjiti tu stopu ako je prihod od kapitalizacije veći.

- Razvoj realne ravnotežne kamatne stope. Uzmimo kao primjer slučaj u kojem je prihod od tekuće raspodjele veći; povećanje stope doprinosa u sustavu raspodjele povećava aktualizirani prihod potrošača; oni troše više, što dovodi do smanjenja stope štednje, povećanja realne ravnotežne kamatne stope i smanjenja investicija i proizvodnje; ovaj učinak ide u suprotnom smjeru, od onog neposrednog koji ima na blagostanje.

- Ako je dugoročni rast vezan uz akumulaciju kapitala, povećanje navedene realne kamatne stope može imati dramatičan učinak na

međuvremensku korisnost (ali ne za svaku generaciju) smanjujući tako stopu rasta na dugi rok.

Vidi se da je vrlo važno u analizu uvesti varijacije ravnotežnih cijena (realnih plaća i osobito realnih kamatnih stopa). Ove varijacije mogu dovesti u pitanje direktne posljedice izbora mirovinskog sustava na dobrobit.

OBVEZNA KAPITALIZACIJA

Situacija je jako različita kada je u sustavu umjesto obvezne raspodjele moguće dodati određenu dozu obvezne kapitalizacije. Tako je moguće promijeniti globalnu stopu štednje u gospodarstvu. Mogu se pojaviti razne konfiguracije:

- Ako u ekonomiji postoje "strukturne" štediša, različite od potrošača (budućih umirovljenika), povećanje (forsirano sustavom obvezne kapitalizacije) štednje tih posljednjih smanjit će realnu ravnotežnu kamatnu stopu i na taj način smanjit će se strukturalna štednja. Dakle, pojavit će se izvjesni bijeg viška početne štednje.

- Potrošači na koje se odnosi dodatna obvezna kapitalizacija koji su već ostvarili dobrovoljnu štednju; da bi se ta štednja povećala, potrebno je da obvezna kapitalizacija bude veća od dobrovoljne štednje i da se taj višak štednje ne može financirati putem zajma. Ovdje se također pojavljuje posljedica stope: "prisilni" višak štednje smanjuje potrošnju, prema tome realnu ravnotežnu kamatnu stopu, što je povoljno za akumulaciju kapitala i za rast.

- Čista kapitalizacija, tj. bez tekuće raspodjele, sigurno nije optimalna; stopa štednje s čistom kapitalizacijom prelazi optimalnu stopu štednje i marginalna dobit od kapitala jako je snižena.

Međutim, jako je važno, kada su u pitanju posljedice obvezne kapitalizacije, razlikovati učinke na kratak i učinke na dug rok.

Promatrano kratkoročno, uvođenje takvog sustava (u gore navedenim uvjetima) povećava stopu štednje aktivnih osoba (onih koje uplaćuju doprinose), pa prema tome povećava stopu štednje u gospodarstvu. Dugoročno, aktivni koji su postali umirovljenici koriste se povećanom mirovinom zbog povećanih doprinosa koje su uplatili kada su bili mladi i na taj način troše više. Stopa globalne štednje (aktivnih i umirovljenika) nije, dakle, nužno povećana.

Prema tome, uvođenje obveznog sustava kapitalizacije s visokim stopama može povećati akumulaciju kapitala samo kroz određeno vrijeme. Međutim, dodatni kapital ostaje sačuvan.

Dugoročno, ako je realna kamatna stopa viša od prihoda iz tekuće raspodjele, više obvezne kapitalizacije znači više dohotka, više potrošnje, pa je dakle realna ravnotežna kamata viša, što je nepovoljno. Efikasnost mjere može se dakle preokrenuti između kratkog i dugog roka.

Prema tome, vidimo da je moguće promijeniti (barem za neko vrijeme) stopu štednje pomoću stope doprinosa u sustavu tekuće raspodjele i stope doprinosa u sustavu čiste kapitalizacije kada je spontana štednja vrlo niska. Učinci ove politike, međutim, mijenjaju se ako u ponašanju ima nepravilnosti.

NEPRAVILNOSTI U PONAŠANJU

Do sada smo se zadržali u idealnoj situaciji: potrošači su racionalni, poznaju svoje buduće prihode; financijska su tržišta savršena i omogućavaju davanja i uzimanja zajmova bez ograničenja. Sada ćemo se vratiti na ove hipoteze i uvesti ćemo nepravilnosti u ponašanju.

Nepravilnosti u ponašanju mogu proizaći iz raznih čimbenika: kratkovidnost potrošača, (vrlo visoka sklonost za trenutačno), ograničenje u gotovini ili ograničenje u zaduživanju; nesigurnost u pogledu prihoda od mirovinskog osiguranja.

Kratkovidnost pretpostavlja da se potrošači dovoljno ne brinu o budućnosti. Prijelaz iz sustava tekuće raspodjele na sustav fakultativne kapitalizacije može, dakle, imati jako negativan učinak na raspoloživi prihod u trenutku odlaska u mirovinu; naime potrošači spontano ne štede dovoljno za mirovinu pa je sustav tekuće raspodjele prijeko potreban da bi mirovinu učinio dostatnom.

Postojanje limita kod zaduživanja podrazumijeva da je za aktivne osobe svako povećanje raspoloživog prihoda (nakon poreza) potrošeno. Smanjenje tekuće raspodjele u korist fakultativne kapitalizacije, dakle, smanjuje štednju za buduću mirovinu, i to je kobno. Ako su te dvije prve nepravilnosti prisutne, u obzir dolazi samo obvezna kapitalizacija.

Nesigurnost koja utječe na prihod iz sustava čini ga također nepravilno zamjenjivim (dolar "bogatstva iz socijalne sigurnosti" nije jed-

nak dolaru financijskog bogatstva akumuliranog za mirovinu). U slučaju kapitalizacije nesigurnost se odnosi na financijske dobitke; u slučaju tekuće raspodjele nesigurnost se odnosi na povećanje plaća, situaciju u zapošljavanju, na ekonomsku politiku (izbor stope naknade za mirovine). S obzirom na to da su te dvije vrste nesigurnosti po prirodi jako različite, vjerojatno je da čine ta dva sustava nejednakim. Pretpostavimo da je financijska nesigurnost jača. Prijelaz iz sustava tekuće raspodjele na sustav kapitalizacije, dakle, smanjuje blagostanje, jer buduće mirovine postaju neizvjesnije. Istodobno, taj gubitak blagostanja može dovesti do dopunske štednje.

PODKAPITALIZACIJA GOSPODARSTVA

Prijelaz (djelomični) na kapitalizaciju (posebno na obveznu) kao najvažniji cilj ima povećanje visine privatne štednje. Da bi to bilo korisno, potrebno je, međutim, da stopa štednje bude niža od optimalne stope štednje koja maksimalizira međuvremensku korisnost (blagostanje) potrošača. Međutim, potrošači, prirodno, spontano biraju optimalnu stopu štednje. (Na kapitalističkom smo optimumu, kod uravnoteženog rasta, onda kada se stopa štednje ponaša prema "zlatnom pravilu".) Da se to ne desi, i da dođe do nedovoljne akumulacije kapitala, potrebne su određene posebnosti, a osobito:

- Već spomenuta kratkovidnost potrošača, uslijed koje oni daju prednost sadašnjosti (na osobnu štetu u pogledu budućnosti) i prema tome premalo štede; višak obvezne kapitalizacije sili potrošača na veću štednju i približava stopu štednje optimalnoj stopi, koja odgovara stanju u kojem će potrošači normalno rasporediti svoj dohodak u vremenu.

- Postojanje vanjskih čimbenika vezanih uz štednju. To je posebno slučaj kod endogenih modela rasta kada je stopa gospodarskog rasta na dugi rok neposredno li posredno vezana uz štednju. Možemo zamisliti, na primjer, da višak akumulacije kapitala ima učinak ne samo na razinu proizvodnje već i na stopu rasta. U modelima endogenog rasta proizvodnja ovisi o dopunskom "čimbeniku rasta" u odnosu na tradicionalne modele rasta. Taj čimbenik može biti tehnologija, ljudski kapital, istraživanje - razvoj. On prisiljava na akumulaciju resursa npr. proizvodnog kapitala. Rast gospodarstva

ovisi o povećanju čimbenika rasta. Rast je utoliko brži ukoliko raspoloživa količina tog dodatnog čimbenika i sama brže raste. Dakle, ako ta progresija zahtijeva kapital, potrebno je da je količina kapitala znatna: to je sasvim prirodno jer više raspoloživog kapitala znači veću tehničku razinu, kvalificiraniju radnu snagu... Veća štednja podrazumijeva više akumuliranog kapitala, što također znači veću stopu rasta. Ako je tako, akumulacija kapitala u gospodarstvu je nedovoljna. U decentraliziranoj ravnoteži gospodarski agensi zanemaruju međuvremenske vanjske čimbenike vezane uz produktivni kapital (tj. činjenicu da više kapitala podrazumijeva kasnije veći rast) i podcjenjuju marginalnu produktivnost kapitala. Vlast, prema tome, mora intervenirati u cilju povećanja štednje ili poticajnim fiskalnim mjerama ili uvođenjem kapitalizacije.

Ovaj raskorak između optimuma i ravnoteže otkriva dvostruku prirodu štednje. Na mikroekonomskoj razini (decentralizirana ravnoteža) pojedinci štede u cilju buduće potrošnje, bez ikakvog makroekonomskog cilja (akumulacija kapitala, rast). Na makroekonomskoj razini (optimum) vlast zna da je štednja (nepotrošena proizvodnja) korisna za povećanje kapaciteta proizvodnje u zemlji. Posebno, ako opisani endogeni model rasta odgovara stvarnosti, vlast uzima u obzir činjenicu da više štednje znači ne samo veću razinu proizvodnje već i veću stopu rasta na dugoročnom planu. To opravdava politiku kojoj je cilj povećati stopu štednje, budući da pojedinci spontano ne štede dovoljno u odnosu na socijalni optimum.

UČINCI UVOĐENJA KAPITALIZACIJE

Dugoročni, srednjoročni, kratkoročni plan

Kao što smo već vidjeli, pod određenim uvjetima uvođenje mirovinskog sustava na načelu kapitalizacije može biti povoljno: ako je sustav fakultativan, ako je prihod od kapitalizacije veći od prihoda od tekuće raspodjele, ako učinak promjene kamatne stope nije prevelik, ako je sustav obvezan, ako dovodi do povećanja, čak i privremenog, globalne stope štednje.

Pojavljuju se dva druga pitanja koja se ne smještaju u dugoročni kontekst: Kako osigurati tranziciju prema stanju u kojem će jedan dio mirovina biti osiguran kapitalizacijom? Kako

se ta dva sustava (tekuća raspodjela i kapitalizacija) ponašaju suočeni s ekonomskim i demografskim fluktuacijama?

Pitanje tranzicije

Pretpostavimo da zamijenimo dio tekuće raspodjele obveznom kapitalizacijom tako da na dugi rok održavamo jednaku razinu mirovina. Ako nije ništa učinjeno, na kratki rok (što se tiče mirovina, kratki rok može značiti trideset godina) umirovljenicima naglo pada razina mirovina, jer su doprinosi na načelu tekuće raspodjele smanjeni. Oni koji su aktivni također će imati nižu mirovinu, jer nemaju vremena akumulirati kapital koji bi kompenzirao smanjenje mirovina koje se isplaćuju na načelu tekuće raspodjele: samo aktivnim osobama koje su na početku svog radnog vijeka ne mijenja se situacija s mirovinama.

Prema tome, potrebno je da država intervenira bilo u održavanju iste razine mirovina koje se isplaćuju tekućom raspodjelom, usprkos smanjenju stope doprinosa, bilo osiguravajući početni kapital sustavu kapitalizacije koji će omogućiti isplatu potpune mirovine umirovljenicima ili aktivnima koji su akumulirali mali kapital. U svakom slučaju potrebno je kompenzirati činjenicu da sustav tekuće raspodjele omogućava "da se dobije jedna generacija" u smislu doprinosa.

Može se također razmišljati o dodavanju dijela čiste kapitalizacije postojećem sustavu tekuće raspodjele, ali bez smanjenja te vrste mirovina. Aktivni stanovnici na taj način postupno koriste proširenje sustava.

Reakcija na ekonomske fluktuacije

Pretpostavimo sada da ekonomija na kratki rok može izaći iz svog puta uravnoteženog rasta i naći se u razdoblju keynzijanske nezaposlenosti zbog rigidnosti realnih zarada. U vrijeme recesije sustav tekuće raspodjele jako je destabilizirajući. Smanjenje broja aktivnih nameće povećanje stope doprinosa, koja povećava troškove i smanjuje potražnju iz čega proizlazi nov gubitak radnih mjesta. Sustav kapitalizacije nema takav učinak, ali ima nedostatak da zaposleni koji su izgubili zaposlenje više ne uplaćuju doprinose. To efektivno održava potražnju na kratki rok, budući da nema povećanja stope doprinosa, ali to smanjuje buduće mirovine tih zaposlenih. Međutim,

vidimo da kapitalizacija ublažuje gospodarske fluktuacije: ona podržava aktivnost tijekom recesije, dok tekuća raspodjela pojačava gospodarske fluktuacije (ona usporava potražnju i zaposlenost u vrijeme recesije, a stimulira ih u razdobljima visoke aktivnosti kada stopa do-prinosa može biti niska).

Reakcija na demografske fluktuacije

Kako reagira sustav obvezne tekuće raspodjele i obvezne kapitalizacije na demografske fluktuacije? Proizlazi da sustav kapitalizacije djeluje mnogo manje stabilizirajuće u tom kontekstu. Pretpostavimo da se izmjenjuju brojčano velike i brojčano male generacije. Kada je aktivna brojčano velika generacija, proizvodnja je velika, prema tome ravnotežna kamatna stopa je niska, štoviše, ravnoteža tržišta rada pretpostavlja nisku realnu zaradu. Generacija koja je mnogobrojna prema tome je dvostruko kažnjena: njena je štednja slabo plaćena i njena zarada je smanjena. To se kažnjavanje povećava u slučaju obvezne kapitalizacije iz sljedećih razloga:

- Doprinosi za mirovine ne igraju svoju stabilizirajuću ulogu; brojna generacija (na primjer) kada je aktivna u stvari uplaćuje niske doprinose u sustavu tekuće raspodjele s obzirom na to da je generacija umirovljenika mala.

- U sustavu obvezne kapitalizacije generacija koja je malobrojna ima veliku mirovinu (njena je zarada bila velika i koristila se visokom realnom kamatnom stopom) što pojačava nejednakost vezanu uz odstupanja koja postoje među zaradama aktivnih.

- Ako obvezna kapitalizacija dovodi do povećanja štednje, ona podrazumijeva da je u svakom trenutku količina potrošnje umirovljenika povećana prema ukupnoj potrošnji. Kada je aktivna mnogobrojna generacija, s obzirom na to da ima malo umirovljenika, to smanjuje ukupnu potrošnju, prema tome također smanjuje realnu kamatnu stopu. Postojeći kapital prema tome se povećava zahvaljujući opadanju stope, što će povećati realnu zaradu sljedeće malobrojne generacije. Raskoraci između realne kamatne stope i realnih zarada između razdoblja kada su aktivne mnogobrojne i malobrojne generacije prema tome su povećani.

Nekoliko rafinacija i nekoliko modaliteta

Do sada smo bili na dosta visokoj razini općenitosti jer smo istraživali globalne teoret-

ske učinke na rast (ili blagostanje) mirovinskih sustava.

Sada je na kraju potrebno dotaknuti dvije vrste elemenata: sofisticacije teoretski upotrijebljenih modela za evaluaciju raznih sustava i modalitete njihova uvođenja.

Sofistikacije

One se prije svega odnose na uvođenje drugih čimbenika rasta osim proizvodnog kapitala, na primjer ljudskog kapitala. Mirovinski sustav koji izgleda učinkovit može tada imati nekoliko nedostataka. Naravno, može se očekivati da će više kapitala donijeti veću akumulaciju ljudskog kapitala, što ide u dobrom smjeru. Međutim, suprotno tome, neki autori misle da bi učinkovit mirovinski sustav sa sigurnijom i većom budućom zaradom smanjio osobnu inicijativu za investicijom u vlastiti ljudski kapital u cilju povećanja razine osobne zarade. Tako se može pojaviti izbjegavanje obrazovanja ljudskog kapitala pod utjecajem ostvarenih prihoda.

Druge sofisticacije tiču se prirode i strukture štednje. Iako je globalna stopa štednje ista s obveznom tekućom raspodjelom ili obveznom kapitalizacijom, ipak proizlazi da mirovinski fondovi (u sustavu kapitalizacije) drže mnogo više dionica nego pojedinci (kada spontano štede). To može biti povoljno, posebno zato što financiranje putem dionica poduzeća smanjuje rizik stečaja u slučaju recesije (dividende se, za razliku od kamata koje se plaćaju na dug, mogu smanjiti), pa prema tome može stimulirati rast izbjegavajući gubitak kapitala u cikličkim krizama.

Na kraju, pitamo se kakav je učinak mirovinskog sustava na ponudu rada, na primjer pomoću izbora dobne granice za odlazak u mirovinu. Kapitalizacija može promijeniti taj izbor jer, na primjer, odgoditi odlazak u mirovinu omogućava veću akumulaciju kapitala i raspolaganje većom mirovinom.

Modaliteti

Praktično uvođenje mirovinskih fondova na načelu kapitalizacije dovodi do velikih rasprava. Već smo spomenuli problem razdoblja tranzicije. Možemo također navesti problem poreza i načina izlaza iz sustava kapitalizacije (u obliku rente ili kapitala). Često se misli da je potrebno dati fiskalnu prednost štednji koja

je investirana u mirovinske fondove u sustavu kapitalizacije. To ponekad dovodi do kašnjenja u uspostavljanju tih fondova zbog određenog opreza fiskalne administracije, ali lako se može pravaditi s teoretskog stajališta.

Ako štednja uistinu stvara pozitivne vanjske učinke (kao u ranije opisanim modelima endogenog rasta), potrebni su fiskalni poticaji koji će ravnotežu približiti optimumu.

Naravno, i to je naša druga točka, očekuje se da sustav kapitalizacije isplaćuje mirovine (odnosno doživotnu rentu) da bi uistinu bio mirovinski sustav. Dosta se često primjećuje da se u trenutku odlaska u mirovinu isplaćuje određeni kapital. Taj modalitet, koji može iznenaditi, može se s teorijskog stajališta tumačiti argumentom rizika smrtnosti. Ako pojedinci imaju izbor između rente i kapitala, svi oni koji znaju da će možda živjeti kratko (tu informaciju nemaju mirovinski fondovi) biraju kapital, a rentu biraju pojedinci koji prosječno dugo žive, što je nepovoljno za mirovinske fondove i dovodi do toga da fondovi ne nude tu mogućnost isplate.

ZAKLJUČAK

Vidimo da je jako značajna literatura posvećena pitanju izbora mirovinskih sustava i da su argumenti mnogobrojni. Što od toga konačno zadržati? Moguće je da postoji podka-

pitalizacija gospodarstva i da je povoljno više štedjeti na dugi rok. To, naravno, vodi k obveznoj kapitalizaciji, ali ona nije nužno jako djelotvoran lijek. Kod malih doza kapitalizacije postoji opasnost da ona zamijeni spontanu štednju (osim ako se koristi znatnim poreznim olakšicama); u velikim dozama kapitalizacija samo kratkoročno povećava štednju (što ipak omogućava veću akumulaciju kapitala), jer dugoročno dolazi do povećanja potrošnje (prema tome manje štednje) od strane umirovljenika. Osim toga, problem tranzicije je jako težak, a ciklička svojstva sustava obvezne kapitalizacije nisu atraktivna.

Možda je povoljnije za zemlje kao što je Francuska, u kojoj je stopa štednje premala (potencijalna proizvodnja srednjoročno se povećava samo 2,75% godišnje) i u kojoj se osnovni mirovinski sustav temelji isključivo na načelu tekuće raspodjele, smanjiti teret obveznog doprinosa ili barem stabilizirati stopu naplate na današnjoj razini i uvesti sustav poreznog poticanja u korist kapitalizacije (fakultativne). Naime, vjerojatno je da će još dosta dugo razdoblje realne kamatne stope biti visoke i da je to povoljno za kapitalizaciju. Osim toga, kao što smo to vidjeli, raskorak između optimalne štednje i spontane štednje opravdava fiskalne olakšice u korist štednje, što će podići stopu štednje gospodarstva.

LITERATURA:

- Artus, P. (1993) *Bien-être, croissance et système de retraite*, dans P. Artus, C. Bismut, D. Plihon, *L'Épargne*. Paris, PUF
- Blanchet, D. (1990) *Retraites par capitalisation et par répartition selon le contexte démographique: quelques résultats comparatifs*, *Annales d'économie et de statistiques*, 18, pp. 63-90.
- (1993) *Retraites, épargne et croissance*, dans *L'Épargne*, op. cit.
- Blanchet, D.; Kessler, D. (1990) *Optimal pension funding with demographic instability and endogenous returns on investment*, ISPE Conference, Vaalsbroeck, mai
- Boadway, R.; Marchand, M.; Pestieau, P. (1990) *Pay as you go social security in a changing environment*. CORE Discussion Paper 9054, septembre
- Buiter, W. (1991) *Saving and endogenous growth: A survey of theory and policy*. CEPR Discussion Paper 606, décembre
- Feldstein, M. (1974) *Social security, induced retirement and aggregate capital accumulation*; dans *Journal of Political Economy*, octobre, pp.905-906.
- Modigliani, F.; Sterling, A. (1983) *Determinants of private saving with special reference to the role of social security: Cross country tests*, dans F. Modigliani, R. Hemming (sous la direction de), *The determinants of national saving and wealth*. New York, St. Martin's Press
- Saint-Paul, G. (1990) *Fiscal policy in an endogenous growth model*. ENS-EHSS, document n° 91-104.

S francuskog preveo Vlado Puljiz