

Anna ZĄBKOWICZ*

Państwowy nadzór i prywatne towarzystwa funduszy emerytalnych w Chile

Polska należy do krajów, w których duże nadzieje wiąże się z prywatyzacją części przymusowych oszczędności na zabezpieczenia emerytalne i wprowadzeniem kapitałowego systemu zabezpieczeń. Według oczekiwań autorów reformy zarządzanie funduszami emerytalnymi przez prywatne towarzystwa stwarza szansę na wyższe emerytury. Wskazuje się, że zarządzanie funduszami emerytalnymi w formie inwestowania w obligacje i akcje zarazem pogłębi polski rynek kapitałowy, a tym samym przyczyni się do wzrostu krajowych inwestycji, efektywności alokacji zasobów i narodowej gospodarki. Powołane do życia dwa lata temu fundusze emerytalne już obecnie mają 22-procentowy udział na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Tak prezentowana koncepcja wydaje się rynkową receptą na dobrobyt (tak jak kiedyś dziś uznana za przestarzałą koncepcja państwa dobrobytu), łącząc wzrost dochodu i bezpieczeństwo. Podobna reforma podobnie przedstawiana była i jest w Chile. Wiara i otucha jest konieczna, aby politycy gospodarczy i doradcy mogli przekonać społeczeństwo, że ryzyko związane z reformą warto podjąć. Z tą różnicą, że w Chile, gdzie kapitałowy system zabezpieczeń społecznych funkcjonuje dwudziesty rok, widać – poza celami – konkretne problemy regulacji, jakie przyniosło funkcjonowanie systemu¹.

Doświadczenie chilijskie pokazuje, że ograniczanie zakresu państwa w gospodarce, oprócz dobrego klimatu dla inwestorów prywatnych, rodzi jednocześnie problemy regulacji sprywatyzowanych sektorów, które mogą zagrozić stabilizacji i wzrostowi gospodarczemu. W szczególności chodzi o sektory zdominowane w Chile przez firmy zarządzające funduszami emerytalnymi (*Administradora de Fondos de Pensiones* – AFP): newralgiczny dla gospodarki rynek kapitałowy i zapalne społecznie sektory zabezpieczeń społecznych i użyteczności publicznej.

Fundusze emerytalne w Chile swój rozwój zawdzięczają po części czynnikom administracyjnym, po części – rynkowym. Przekształcenie systemu zabezpieczeń społecznych w 1980 roku polegało na odejściu od administrowanego przez państwo systemu emerytalnego, opartego na solidarności międzypokoleniowej, w którym na emerytury wykorzystywane są składki aktualnie pracującego pokolenia, do zarządzanych przez firmy prywatne funduszy emerytalnych, na które składają się indywidualne konta pracowników, od których

* Autorka jest pracownikiem naukowym Instytutu Nauk Ekonomicznych PAN oraz wykładowcą Wyższej Szkoły Handlowej i Finansów Międzynarodowych w Warszawie.

¹ Chilijskie podejście znalazło do pewnego stopnia naśladownictwo w reformach systemu emerytalnego w Argentynie, Peru, Kolumbii i Meksyku oraz na Węgrzech i na Litwie.

zawartości zależą wypłacane właścicielom, po osiągnięciu przez nich wymaganego wieku, emerytury. Spośród tych pracowników, którym pozostawiono wybór, około 70% przeszło do nowego systemu, bo zakładał niższe składki, a przez to większa część płacy trafiała do placobiorców. Dla wszystkich zatrudnionych po 1983 roku natomiast przynależność do nowego systemu jest obowiązkowa. System kapitałowy wydawał się w latach 90. zapewniać zabezpieczenie starości lepsze niż w starym repartycyjnym systemie (The Economist [1998], 18 April). Płacąc mniejszy podatek (minimalnie 10% zarobków plus opłaty, czyli średnio 14% wobec 22% w starym systemie) emeryci mieli w połowie lat 90. szanse na emerytury większe o 50-100% [Pinera, 1995]. Podstawą do takich kalkulacji były wysokie stopy zysku z kapitału, zarządzanego przez AFP. Realna stopa zysku (przeciętnie 13%-14%), która była porównywalna do zysku z akcji na rynkach kapitałowych Zachodu i wyższa niż w przypadku długoterminowych depozytów w bankach Chile, została osiągnięta w dużej mierze dzięki udziałowi funduszy w prywatyzacji dużych państwowych przedsiębiorstw z sektora energetycznego i telekomunikacyjnego w latach 80. po stosunkowo niskiej cenie i późniejszym wielokrotnemu wzrostowi wartości rynkowej tych przedsiębiorstw [Pinera, 1995]. W latach 90. do systemu emerytalnego, opartego na kapitale zgromadzonym na indywidualnych kontach należało według różnych źródeł 75-95% pracowników, a fundusze emerytalne wyrosły na potężnego aktora w sektorze prywatnym (tablica 1).

Tablica 1

Wzrost wartości aktywów funduszy emerytalnych w latach 1981-1994

| Rok | '81 | '82 | '83 | '84 | '85 | '86 | '87 | '88 | '89 | '90 | '91 | '92 | '93 | '94 |
|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| % | 0,9 | 3,4 | 6,0 | 7,9 | 10,2 | 12,5 | 14,5 | 15,4 | 18,5 | 24,7 | 32,2 | 32,2 | 39,4 | 43,1 |
| PKB | | | | | | | | | | | | | | |

Źródło: według Meller, P., Lehman S., Cifuentes R., 1993, „Los gobiernos de Aylwin y Pinochet: Comparacion de indicadores economicos y sociales”, Apuntes CIEPLAN no 118, septiembre., s. 140

Ciesząc się pozycją oligopolisty na rynku zabezpieczeń emerytalnych², prywatne towarzystwa emerytalne nie wydają się skłonne do poszukiwania sposobów na obniżkę kosztów. Okoliczności, które doprowadziły do wysokich zysków z zakupionych akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw (tablica 2) prawdopodobnie już się nie powtórzą³. Natomiast w „miodowym” okresie firmy AFP przywykły do wysokich kosztów. Podczas gdy zyski na jednego wła-

² Dwa fundusze emerytalne (Provida i Santa Maria) objęły w 1990 r. 50% rynku [Larrain, 1993, s. 39].

³ Fenomen ten tak opisuje Pinera (1995): „Najpierw sprywatyzowaliśmy ubezpieczenia społeczne, a potem przeprowadziliśmy prywatyzację wielu dużych przedsiębiorstw państwowych (...) te państwowe kompanie (jak telefoniczna czy elektryczna) zostały sprywatyzowane po niskich cenach, a po pewnym czasie ich efektywność i wartość rynkowa bardzo wzrosła, nawet do dziesięciu razy!”

ściciela składki rosły dynamicznie, koszty administracyjne i marketingowe na jednego właściciela składki wykazywały sztywność w dół [Diamond, Valdes-Prieto, 1994, 285, tab. 6-9]. Obecnie wobec zwolnienia tempa wzrostu gospodarczego relatywnie wysokie koszty operacyjne⁴ (15,4% rocznej składki) mogą zagrozić efektywności całego systemu. Pojawiły się przewidywania, że utrzymanie przeciętnej emerytury na poziomie 70% płacy będzie wymagało pomocy państwa (The Economist [1998], 18 April).

Tablica 2

Średnia rentowność systemu emerytalnego w latach 1981*-1994

| Rok | '81 | '82 | '83 | '84 | '85 | '86 | '87 | '88 | '89 | '90 | '91 | '92 | '93 | '94 |
|-----|------|------|------|-----|------|------|-----|-----|-----|------|------|-----|------|------|
| % | 21,6 | 28,8 | 21,3 | 3,5 | 13,4 | 12,3 | 5,4 | 6,4 | 6,9 | 15,5 | 29,7 | 3,1 | 16,2 | 18,2 |

* druga połowa roku, według kwot urealnionych w jednostkach obrachunkowych UF (*Unidad de Fomento*)

Źródło: Meller, P., Lehman S., Cifuentes R., 1993, „Los gobiernos de Aylwin y Pinochet: Comparación de indicadores económicos y sociales”, Apuntes CIEPLAN no 118, septiembre., s. 144

W innym sektorze, w którym zaangażowane są fundusze emerytalne, choć tylko biernie – w sektorze przedsiębiorstw użyteczności publicznej – ujawnił się problem sztywności ceny usługi. W trakcie prywatyzacji w połowie lat 80., kiedy do sektora prywatnego zostały sprzedane – oprócz przedsiębiorstw produkcyjnych – również przedsiębiorstwa z sektora energetycznego i telekomunikacyjnego, główną rolę jako nabywcy odegrały prywatne fundusze emerytalne, którym przepisy zezwalały nabywać wyjątkowo duże, bo 30% pakiety akcji tych przedsiębiorstw. Pośpiech w prywatyzacji w latach 1985-1989 sprawił, że zabrakło przejrzystych regulacji dla prywatyzowanych przedsiębiorstw (w tym naturalnych monopolii) i niewyjaśniona została finalna rola inwestorów instytucjonalnych (fundusze emerytalne) [Moran, 1989, s. 497]. Brak przejrzystych reguł gry przed prywatyzacją, w trakcie i po niej sprawił, że miejsce publicznych monopolii w sektorze usług publicznych zajęły prywatne monopole⁵. W 1994 r. została otwarta kolejna runda prywatyzacji przedsiębiorstw użyteczności publicznej (głównie spółki zaopatrzenia w wodę, porty, drogi kolej i transport lotniczy), która trwa do dziś. O ile celem pierwszej rundy w latach 70. była zmiana praw własności i transfer majątku na rzecz sektora prywatnego,

⁴ Diamond, Valdes-Prieto (1994, s. 260) podają, że na początku lat 90. koszty roczne na jedną osobę (w 1991 r. około 3% przeciętnego zarobku brutto) zbliżone były do kosztów innych prywatnie zarządzanych systemów i wyjątkowo drogie systemów państwowych, ale wyższe niż w dobrze zarządzanych systemach państwowych. Patrz też M. Żytniewski, „Drogi system”, „Rzeczpospolita”, 1.12.1997.

⁵ Dokładną techniczno-ekonomiczną analizę problemów regulacji naturalnych monopolii w chilijskim sektorze energetycznym i telekomunikacyjnym znajdzie czytelnik w referacie Bitrana i Saeza (1994), s. 349-366.

a celem drugiej rundy w latach 80. – rozproszenie własności, teraz podstawowym celem jest poprawa regulacji i konkurencji [Bitran i in., 1999, s. 332]. Główny problem polega na tym, aby zyski z alokacyjnych i technologicznych innowacji, realnie osiągnane w sprywatyzowanym sektorze energetycznym i telekomunikacji, były dzielone z odbiorcami, a nie przechwytywane przez firmy jako dodatkowa renta. Imponujący wzrost wartości rynkowej funduszy emerytalnych, zwiększona rentowność systemu i większe zyski osiągnane z inwestycji w sektorze użyteczności publicznej nie idą – wbrew oczekiwaniom – w parze z obniżeniem ceny dla klientów i odbiorców.

Próby zaradzenia tym monopolistycznym praktykom napotykają na barierę instytucjonalną, jaką jest nierównowaga sił między regulowanymi podmiotami sektora prywatnego i regulującymi organami państwa (agencjami rządowymi i sądownictwem), co jak się wydaje, nie jest specyficznie chilijskim problemem. Problem można zobrazować sytuacją w sektorze użyteczności publicznej [patrz Bitran i in., 1999]. Po pierwsze, regulowane firmy dysponują przewagą finansową i techniczną. Ponieważ agencje i sądownictwo należą do sektora publicznego, płace są tam znacznie niższe, co powoduje trudności ze znalezieniem i utrzymaniem specjalistów, którzy z reguły migrują do podmiotów regulowanych. Postrzeganie pracy w agencji jako furtki do zatrudnienia w regulowanej branży jest prawdopodobnie jedną z przyczyn, dla których sprawność agencji, na przykład w egzekwowaniu obniżek cen dla konsumentów, jest niska. Po drugie, agencje rządowe są uwikłane w sektor publiczny. Autonomię rządowych agencji regulacyjnych ograniczają bliskie związki z systemem politycznym. Osobnym problemem, który wpływa na obniżenie sprawności regulacji, jest nakładanie się kompetencji urzędu antymonopolowego, sądów i agencji ochrony środowiska w niektórych sprawach i brak uregulowania w innych [Bitran i in., 1999, 389]. Naprzeciw urzędów regulacyjnych o mocno ograniczonej autonomii i sprawności działania stoją najmoźniejsi właściciele sprywatyzowanych przedsiębiorstw infrastrukturalnych – zarządzane przez firmy AFP fundusze emerytalne, które w latach 90. zdobyły dominującą pozycję w gospodarce.

We współcześnie trwającej w Chile próbie sił, której celem jest poprawa regulacji i konkurencji, faktycznie naprzeciw organów państwa stoją silne firmy krajowe i inwestorzy zagraniczni. Fundusze emerytalne jako forma sprywatyzowania przymusowych oszczędności stały się środkiem transferu kapitału o wartości bliskiej połowie produktu krajowego w zarząd prywatnych towarzystw emerytalnych. Za firmami zarządzającymi i ich lobbyngiem zaś stoją konkretne organizacje gospodarcze. W trakcie prywatyzacji w latach 80. akcje przejętych przez państwo towarzystw emerytalnych (AFP) w większości zostały sprzedane w dużych pakietach firmom, głównie zagranicznym. Kontrolę nad kapitałem zgromadzonym w funduszach emerytalnych przejęły częściowo nowe chilijskie grupy kapitałowe, które z dwunastu działających AFP przejęły co najmniej pięć [Hojman, 1993, s. 131]. Na przykład kontrolny pakiet największego towarzystwa – „Providy”, zakupiony przez Bankers Trust, w styczniu 1983 r. został odsprzedany trzem chilijskim konglomeratom [Diamond, Valdes-Prieto, 1994, s. 277].

Lobbying, który firmy zarządzające funduszami emerytalnymi prowadzą na równi z innymi segmentami biznesu [Marcel, 1999, s. 287, 291], skutecznie blokuje próby poprawy regulacji i konkurencji. Wprowadzie towarzystwa AFP w przedsiębiorstwach energetycznych i telekomunikacyjnych teoretycznie nie mają wpływu na ustalanie cen – podobnie jak na bieżące zarządzanie – jako inwestorzy bierni, ale zainteresowanie zyskami skłania je do wywierania nacisku na regulatorów. W efekcie w latach 90. nie doszło do postulowanej przez organ nadzoru przymusowej dezintegracji grupy, która zmonopolizowała wytwarzanie i dostawy (60% zainstalowanych mocy), dystrybucję (40% sektora) i prawa do podstawowego surowca energetycznego Chile – wody (60%), w której fundusze emerytalne posiadają 28,5% akcji [Bitran, Saez, 1994, s. 348; Bitran i in., 1999, s. 349, 351]. Siła polityczna i ekonomiczna konglomeratu (grupa Endesa) jest tak wielka, że państwowa agencja regulacyjna nie była w stanie podjąć swych obowiązków i rozważyć się kompletną restrukturyzacją systemu [Marcel, 1999, s. 321].

Nadzwyczajna pozycja ekonomiczna funduszy i w konsekwencji towarzystw AFP ma wpływ również na regulację innych domen ich działania: sektora zabezpieczeń społecznych oraz rynku kapitałowego⁶. Oprócz wysokich i sztywnych kosztów AFP ujawniły się ułomności zarządzania aktywami w systemie emerytalnym. Widoczne są poważne braki w funkcjonowaniu systemu ściągania składek od pracodawców. Nie licząc nadużyć w obliczaniu składek, nagminne są opóźnienia i niska efektywność w ich ściąganiu: tylko 57% pracodawców płaci na czas [Castaneda, 1992, s. 186]. Zawiodły jak się wydaje oczekiwania, że wolność wyboru funduszu i prawo do zmiany oraz konkurencja między AFP zagwarantuje wysoką efektywność systemu. Powszechny proceder częstych zmian przynależności do funduszu⁷ oznacza, że duża część aktywów nie pracuje, tylko wędruje między funduszami. Firmy zarządzające nie tyle konkurują ze sobą, co naśladują się wzajemnie w polityce inwestycyjnej. Jednak interesy grupowe towarzystw AFP okazały się wystarczająco okrzeple, aby zablokować próby poprawy systemu emerytalnego i ubezpieczeń zdrowotnych, nawet jeżeli miałyby one zapewnić jego dobre funkcjonowanie w długim okresie⁸.

Paradoksalnie potęga funduszy emerytalnych tak wykorzystywana stawia pod znakiem zapytania przyszłość systemu zabezpieczeń społecznych [Marcel, 1999, s. 321]. Kiedy nadejdą lata „chude”, spadnie rentowność funduszy. Wysokie i sztywne koszty AFP oraz nieoptymalne zarządzanie aktywami fundu-

⁶ Omówienie problemów regulacji rynku kapitałowego znajdzie czytelnik w referacie [Eyzaquirre i Leforta, 1999, s. 136-142].

⁷ Obecnie firmy zarządzające zatrudniają wielokrotnie więcej sprzedawców, niż zatrudniały ich w czasie dystrybuowania funduszy po raz pierwszy. Teraz, gdy niemal wszyscy pracownicy w Chile zostali objęci systemem, sprzedawcy zajmują się przechwytywaniem uczestników z innych funduszy, obiecując dobra materialne, pożyczki, wakacje.

⁸ Na forum parlamentu zaprezentowano projekt szerokich reform, między innymi: uelastycznienie wielkości i wachlarza aktywów, w jakie mogłyby inwestować fundusze, udoskonalenie regulacji dotyczących podmiotów zajmujących się wyceną ryzyka i przepisów dotyczących zasad likwidacji firm ubezpieczeniowych oraz wprowadzenie mechanizmów pozwalających rozwiązywać konflikty interesów i norm regulujących wykorzystanie informacji uprzywilejowanych [Foxley, 1995].

szy staną się czynnikiem ograniczającym rentowność wobec spadku rynkowej wartości aktywów. Chodzi o zwykły w okresach osłabienia koniunktury spadek cen akcji. Akcje przedsiębiorstw w połowie lat 90. w portfelach inwestycyjnych funduszy składały się na ponad 30% rynkowej wartości ich aktywów [Bitran i in., 1999, s. 142]. Powyższe czynniki spowodują po okresie „miodowym” ograniczenie funduszy na wypłaty emerytur.

Kontrola i gwarancje państwa nie zabezpieczają w pełni beneficjentów systemu emerytalnego przed następstwami „załamania pogody” dla możliwych firm AFP. Państwowa instytucja nadzoru kontroluje, aby stopy zysku funduszu nie spadły zbyt szybko, porównując je ze średnią wszystkich funduszy. Jednak taka zasada nie zabezpiecza przed krachem sektora w następstwie spadku efektywności wszystkich funduszy naraz. Taki obrót spraw jest prawdopodobny ze względu na to, że firmy zarządzające naśladują się wzajemnie w polityce inwestycyjnej. Państwo wprowadzi gwarantuje minimalny poziom świadczeń emerytalnych w razie bankructwa, jednak nie zapewnia on nawet minimum socjalnego⁹ [Żuławska, 2000, s. 157,156]. Imponujące efekty prywatnego systemu zabezpieczeń emerytalnych, podobnie jak rosnące wydatki socjalne państwa we współczesnym Chile, są ściśle związane z szybkim wzrostem gospodarki [patrz Ząbkowicz, w druku]. Wobec tego można oczekiwać, że w czasie osłabienia koniunktury – kiedy będą najbardziej potrzebne – prywatne i publiczne zabezpieczenia społeczne prawdopodobnie skurczą się.

Kłopoty prywatnych towarzystw zarządzających funduszami emerytalnymi mogą oznaczać nie tylko kłopoty emerytów. Ze względu na wartość zarządzanych funduszy, odpowiadającą w połowie lat 90. blisko połowie PKB oraz ich ulokowanie w sektorach newralgicznych dla gospodarki i zapalnych społecznie (rynek kapitałowy, sektor użyteczności publicznej) kłopoty AFP mogą oznaczać wstrząs dla gospodarki i dla polityków. Przede wszystkim przyczynią się prawdopodobnie do pogłębienia bessy na rynku kapitałowym, gdzie obecnie fundusze emerytalne są największym inwestorem¹⁰. Dotąd stanowiły bezcenne źródło funduszy dla firm, początkowo wykupując obligacje i w latach 90. powiększając szybko swój portfel akcji na chilijskim rynku kapitałowym. Spełniły tym samym oczekiwania związane z ich rolą w pogłębieniu rynku. Osłabienie koniunktury może jednak oznaczać przemianę spirali wzrostowej w spiralę recesyjną. Ze względu na niższą rentowność AFP mogą ograniczyć popyt na papiery wartościowe przedsiębiorstw. To z kolei, ze względu na ich wagę jako inwestora, przesądzi o spadku inwestycji i dynamiki wzrostu gospodarki.

⁹ Reformy sfery socjalnej spowodowały zmiany w mentalności Chilijczyków, które bynajmniej nie idą w kierunku zwiększenia poczucia bezpieczeństwa. Z jednej strony ograniczyły roszczeniowe postawy wobec państwa i uzmysłowiły obywatelom, że bezpieczeństwo socjalne i powodzenie zależy raczej od stanu gospodarki oraz indywidualnego wysiłku i dochodów. Z drugiej strony neoliberalne społeczeństwo poniosło koszt, jakim jest brak zaufania obywateli (do państwa i do siebie nawzajem) i kryzys *esprit de corps* [Marcel, 1999, s. 278 i 304].

¹⁰ Już na początku lat 90. fundusze emerytalne realizowały blisko 45% nowych inwestycji na rynku finansowym [Larrain, 1993, s. 45].

W tym świetle przeważający w Polsce optymizm wydaje się czerpać ze stosunkowo krótkiej perspektywy patrzenia. Długookresowa perspektywa, jaką oferuje doświadczenie chilijskie, nasuwa wniosek, że prywatyzacja części przymusowych oszczędności na zabezpieczenia emerytalne i wprowadzenie kapitałowego systemu zabezpieczeń nie jest gwarancją na wzrost dobrobytu i bezpieczeństwo. Sukces systemu w obu wymiarach jest silnie związany z kondycją całej gospodarki. Przekazanie sektorów gospodarki tradycyjnie będących domeną państwa ze względu na ich znaczenie polityczne w ręce prywatnych towarzystw oraz przyzwolecie na ich dominującą rolę (za pośrednictwem zarządzanych przez nie funduszy) na rynku kapitałowym, który dostarcza „smaru” całej gospodarce, rodzi natomiast trudne do rozwikłania problemy kontroli i regulacji.

Bibliografia

- Bitran E., Estache A., Guasch J.L., Serra P., [1999], „Privatizing and Regulating Chile's Utilities, 1974-2000: Successes, Failures and Outstanding Challenges” w: *Chile. Recent Policy Lessons and Emerging Challenges*, 1999, G. Perry, D.M. Leipziger (red.).
- Bitran, E., R.E. Saez, [1994], „Privatization and Regulation in Chile” w: *The Chilean Economy. Policy Lessons and Challenges*, B.P. Bosworth, R. Dornbusch, R. Laban (red.), Washington: The Brookings Institution.
- Castaneda T., [1992], „Combating Poverty. Innovative Social Reforms in Chile during the 1980s”, International Center for Economic Growth, San Francisco.
- Diamond, P., S. Valdes-Prieto, [1994], „Social Security Reforms” w: *The Chilean Economy. Policy Lessons and Challenges*, B.P. Bosworth, R. Dornbusch, R. Laban (red.), Washington: The Brookings Institution.
- Eyzaguirre, N., Lefort F., [1999], „Capital Markets in Chile, 1985-97” w: *Chile. Recent Policy Lessons and Emerging Challenges*, G. Perry, D.M. Leipziger (red.).
- Foxley, A., [1995], „Objetivos de la politica economica del gobierno de Aylwin” w: *Políticas económicas y sociales en el Chile democrático*, C. Pizarro, D. Raczynski, J. Vial (red.), Santiago de Chile: CIEPLAN.
- Hojman, D.E., [1993], „Chile: The Political Economy of Development and Democracy in the 1990s”, Basingstoke: McMillan.
- Larrain L., [1993], „Social Security” w: *Private Solutions to Public Problems. The Chilean Experience*, C. Larroulet (red.), the Center for International Private Enterprise.
- Marcel, M., [1999], „Effectiveness of the State and Development Lessons from the Chilean Experience” w: *Chile: Recent Policy Lessons and Emerging Challenges*, G. Perry i D.M. Leipziger (red.), The World Bank, Washington.
- Moran, C., [1989], „Economic Stabilization and Structural Transformation: Lessons from the Chilean Experience, 1973-87”, *World Development*, Vol. 17, No. 4.
- Pinera, J., [1995], „Bagno ubezpieczeń społecznych”, *Zeszyty Centrum im. Adama Smitha*, nr 4, wrzesień.
- The Economist, [1998], 18 April.
- Ząbkowicz, A., [w druku], „Instytucje i wzrost gospodarki w Chile. Neoliberalizm gospodarczy i sztuka kompromisu”, PWN, Warszawa.
- Żuławska U., [2000], „Chilijski system ekonomiczny” w: T. Kowalik, *Współczesne systemy ekonomiczne. Powstawanie, ewolucja, kryzys*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa.