

Los Peligros de la Inversión Estatal

Michael Tanner

Resumen Ejecutivo

El sistema actual de la Seguridad Social es insostenible. Tal como señaló el expresidente Clinton, la única alternativa al incremento de los impuestos o a los recortes de las pensiones es el aumento de la rentabilidad de la inversión de los fondos de la Seguridad Social. Esto significa, bien permitir que los individuos inviertan sus propias contribuciones a la Seguridad Social, bien que sea el Gobierno quien lo haga. Los que se muestran a favor de la actuación pública afirman que de esa forma el Gobierno podría recoger los beneficios procedentes de las mayores rentabilidades que ofrecen los mercados de capital privado, incurriendo en costes administrativos inferiores a los de las cuentas individuales y diversificando el riesgo de una mala inversión.

A primera vista dicho argumento puede parecer atractivo, pero en la práctica supone un verdadero peligro —podría convertir al Gobierno federal en el mayor accionista de las empresas americanas, aumentando con ello el riesgo de que el Gobierno controlara la economía privada americana. Pero, además, existen serias cuestiones respecto del tipo de inversiones que el Gobierno podría realizar; es muy posible que las consideraciones políticas y la «inversión social» influyeran en las decisiones de inversión del Gobierno permitiéndole de ese modo manipular los mercados económicos.

Introducción

Durante su intervención en 1998 en una asamblea nacional sobre la reforma de la Seguridad Social en Albuquerque, el Presidente Clinton sugirió que la única salida a la crisis financiera de la Seguridad Social, sin recurrir a un aumento draconiano de las cotizaciones o a un penoso recorte de las pensiones, pasaba por «aprovechar el mayor rendimiento de las inversiones» en los mercados de capitales privados. [1] Las declaraciones del Presidente eran fiel reflejo de la opinión, cada vez más generalizada, de que la inversión privada es la llave a cualquier reforma futura de la Seguridad Social. Pero, ¿qué tipo de inversión privada?, y ¿quién debería realizar dicha inversión? Estas cuestiones son las que estarán en el fondo del debate sobre el futuro de la Seguridad Social. [2]

A un lado del debate se sitúan aquellos que abogan por las cuentas de propiedad individual y gestión privada que permitan que los trabajadores destinen sus contribuciones a la Seguridad Social a cuentas similares a las cuentas individuales o a los planes de pensiones 401 (k). Los trabajadores serían propietarios de sus propias cuentas y —dentro de unos límites predeterminados— mantendrían el control sobre sus opciones de inversión. Se trataría de un plan de «contribución específica» con el cual la jubilación acumulada de los trabajadores

Michael Tanner es Director del Proyecto del Cato Institute para la Privatización de la Seguridad Social, y coautor de *A New Deal for Social Security* (Cato Institute, 1998). Este ensayo se publicó originalmente como *The Perils of Government Investing*, Cato Institute Briefing Paper No. 43 (1 de diciembre de 1998).

dependería de la cuantía de sus aportaciones y de la rentabilidad obtenida en sus inversiones individuales.

Otros, sin embargo, proponen continuar con el planteamiento de «beneficio específico» del sistema actual de la Seguridad Social; es decir, con el establecimiento por ley de las pensiones de los trabajadores al margen de la inversión o de las contribuciones individuales. De acuerdo con dicho plan, el propio Gobierno invertiría una parte del excedente actual de la Seguridad Social en los mercados de capital privado, consiguiendo con ello ofrecer al sistema en su conjunto una mayor tasa de rentabilidad.

A simple vista, dicho planteamiento puede resultar atractivo. Promete mayores rentabilidades a través de los mercados de inversión privados, al tiempo que diversifica el riesgo individual y minimiza los costes administrativos; pero, en realidad, dicho planteamiento permitiría al Gobierno controlar tal volumen de inversión privada que, en palabras del presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, «supondría un peligro potencial para la libertad de la economía y la sociedad americanas». [3]

El Sistema Actual

En la actualidad, la Seguridad Social está en superávit. En 1966, por ejemplo, las contribuciones a la Seguridad Social —tanto las cotizaciones sobre la nómina como los impuestos sobre beneficios— alcanzaban los 385,7 mil millones de dólares; por su parte, las pensiones y los gastos administrativos tan sólo ascendían a 353,3 mil millones de dólares, arrojando así un superávit de 70,8 mil millones [4]. De acuerdo con la legislación actual, ese dinero debe ser invertido únicamente en títulos de deuda pública. Dichos valores pueden ser de tres tipos: títulos de deuda pública comprados en el mercado abierto; valores adquiridos como parte de una nueva oferta pública, o valores de emisión especial, de negociación no pública. En la práctica, la casi totalidad de los valores adquiridos han sido títulos de emisión especial [5] con una tasa de interés igual al rédito medio del mercado de todos los títulos del Gobierno de los Estados Unidos con al menos cuatro años hasta el vencimiento, redondeado al 1/8 por ciento más cercano —una media de aproximadamente el 2,3 por ciento por encima de la inflación.

Por su parte, la tasa de rentabilidad real de las acciones se ha situado en una media del 7,56 por ciento en los últimos 60 años; por ello, algunos sugieren que se permita al Estado invertir una parte del superávit de la Seguridad Social en acciones y no en títulos de deuda pública, consiguiendo con ello a que el sistema de la Seguridad Social recoja los beneficios de una mayor tasa de rentabilidad. [6]

Propuestas para la Inversión Estatal

La idea de permitir que el Estado invierta el excedente de los fondos de la Seguridad Social en los mercados de capital privado no es nueva. Ya en los años 30, se advirtió de que salvo que en la cartera del Gobierno se incluyeran valores privados, la rentabilidad del fondo fiduciario sería inferior a la del mercado. Pero también se apuntó que de este modo, el Gobierno sería titular de grandes cuantías de capital privado interfiriendo así en la actividad empresarial americana. El senador Arthur Vandenberg (Rep. de Michigan) advirtió: «Resulta inconcebible que en una democracia, personas racionales puedan proponer semejante acumulación de fondos en un único lugar». [7] Finalmente, el Congreso rechazó no solo la posible inversión del Estado, sino cualquier sistema de financiación completa, estableciendo un sistema de reparto en el que la mayoría de las contribuciones aportadas por los trabajadores ni se ahorran ni se invierten, sino que se destinan a pagar las pensiones de los jubilados existentes.

El debate público de la inversión por parte del Estado volvió a activarse a la vista de dos factores: el superávit del sistema de la Seguridad Social a raíz de las reformas de la Seguridad Social en 1983, y la evolución demográfica, que puso de manifiesto que la estructura del actual sistema de reparto resulta insostenible.

Las propuestas a favor de la inversión estatal surgieron por vez primera en la legislación de los primeros años 90. La idea captó la atención del público cuando 6 de los 13 miembros del Consejo Asesor sobre la Seguridad Social de 1994-96 recomendaron invertir hasta el 40 por ciento del Fondo Fiduciario de la Seguridad Social en los mercados de capital privado. [8] Tal como afirmó Robert Ball, autor de la propuesta, «¿por qué debería el fondo fiduciario rentar sólo un tercio de lo que rentan las acciones ordinarias? ». [9]

En la actualidad son varios los economistas que apoyan estas propuestas de inversión por parte del Gobierno, entre ellos Henry Aaron, de la Brookings Institution, y Peter Diamond, del Massachusetts Institute of Technology. La inversión estatal es el centro de la reforma legislativa de la Seguridad Social que está diseñando el diputado Earl Pomeroy. Aquellos que favorecen la inversión por parte del Estado sostienen que dicha reforma permitiría que el Gobierno recogiera los beneficios de las mayores rentabilidades disponibles en los mercados de capital privado, incurriendo en menores costes administrativos y permitiendo diversificar el riesgo de una mala inversión.

Tal vez, a primera vista, dicho argumento pueda parecer atractivo, pero en la práctica supone un verdadero peligro.

Gobierno Corporativo

La inversión directa del Estado en los mercados de capital privado plantea serias cuestiones respecto de la propiedad y el control de las empresas. Alcanzado su máximo, el Fondo Fiduciario de la Seguridad Social contará con, aproximadamente, 2,9 billones de dólares; por su parte, el valor total de las 2.723 acciones que en la actualidad se negocian en la Bolsa de Nueva York, asciende a cerca de 12,8 billones de dólares. Resulta obvio que si se permitiera que el Gobierno federal comprase acciones, se estaría permitiendo que obtuviese una parte significativa —si no mayoritaria— de casi todas las mayores empresas de América. La experiencia nos demuestra que incluso un bloque constituido por el 2 o el 3 por ciento de las acciones puede otorgar a un accionista activo una influencia sustancial sobre las políticas de las compañías negociadas en el mercado. [10]

Como resultado de ello, podríamos acabar viendo a un funcionario del Gobierno sentado en cada consejo de administración, una perspectiva que divide a aquellos que apoyan la inversión estatal. Algunos afirman que el Gobierno sería un inversor «pasivo» —es decir, que se abstendría de votar o de tomar posiciones en cuestiones que afectarían a las operaciones corporativas. Otros, como el AFL-CIO, sugieren que el Gobierno debería ejercer su nueva influencia sobre la economía americana, argumentando que la participación del Gobierno tendría «un buen efecto en el modo de operar de la América empresarial» [11].

El ejemplo de los fondos de pensiones de los empleados públicos induce a pensar que, tal vez, los Gobiernos no sean capaces de resistirse a la tentación de interferir en cuestiones de índole empresarial. Por ejemplo, a finales de los 80, con los planes de jubilación de los empleados públicos de California y Nueva York se intentó influir activamente en la elección del nuevo consejo de administración de la General Motors [12]. Según un informe de la Cámara de Representantes de los EE.UU., los planes de jubilación de los funcionarios se sirven cada vez más de su peso en las empresas para influir en «el papel corporativo de la compañía en lo que respecta a la mejora medioambiental, los problemas humanitarios y el desarrollo económico» [13].

Aquellos que se muestran a favor de las inversiones gubernamentales afirman que el Gobierno mantendría una postura pasiva, rechazando el derecho al voto de las acciones. No obstante, dicha postura requeriría de un grado de autocontrol extraordinario por parte de los presidentes y congresistas futuros. Imaginen la presión a la que el Congreso se vería sometido si el Gobierno fuera titular de un interés significativo en una compañía que amenazara con cerrar sus fábricas y trasladarse al extranjero, con el coste en miles de puestos de trabajo que ello supondría. ¿Podrían realmente los políticos permanecer pasivos frente a semejante presión política?

Incluso aunque el Gobierno permaneciera pasivo, el simple hecho de ser propietario de grandes bloques de acciones crearía en la práctica una situación que favorecería a determinados accionistas y directivos de empresas. Tal como ha señalado la General Accounting Office, si el Gobierno no ejerciera su derecho de voto, aumentaría el poder de voto de otros accionistas que podrían beneficiarse de esa pasividad del Gobierno. [14] La GAO también previene de que, independientemente de cuáles sean las reglas de voto que se adopten cuando el programa comience, en el futuro el Congreso siempre podría cambiar dichas normativas [15] .

Inversión Social

Incluso aunque el Gobierno evitara servirse directamente de sus acciones para influir sobre el Gobierno corporativo de la empresa, siempre existiría la posibilidad de que cayera en la enorme tentación de permitir que consideraciones de tipo político influyeran en las decisiones sobre el tipo de inversiones que el Gobierno fuera a realizar. En resumen, ¿debería el Gobierno invertir únicamente para obtener la mayor rentabilidad posible de sus inversiones, o debería considerar asuntos políticos y sociales?

Tal vez, la teoría que apoya la inversión social queda mejor explicada en un informe de 1989 redactado por un grupo de trabajo creado por el entonces gobernador Mario Cuomo con el objeto de determinar el modo en el que se estaban invirtiendo los fondos de pensiones de los funcionarios de Nueva York. El grupo de trabajo concluía que los fondos de pensiones de los funcionarios no deberían manejarse únicamente en beneficio de los funcionarios y los jubilados; en su opinión, dichos funcionarios y jubilados eran sólo uno de los muchos grupos de «participantes» en los programas de pensiones de los funcionarios, siendo los otros «el patrocinador del plan, las empresas que buscan capital de inversión en los planes de pensiones, los contribuyentes que pagan las compensaciones de los funcionarios, incluyendo las contribuciones al plan de jubilación, y el público, cuyo bienestar puede verse afectado por la elección de inversión de los gestores del fondo». [16] De acuerdo con dicho criterio, el grupo de trabajo rechazó la idea de que las inversiones debieran realizarse únicamente con el objeto de maximizar la rentabilidad inmediata del fondo de pensiones. Por el contrario, éstas deberían invertirse de tal modo que maximizaran «las rentabilidades directa e indirecta» de todos los partícipes incluyendo a «la sociedad y la economía». Por consiguiente, el grupo de trabajo concluyó que los fondos de pensiones de los funcionarios deberían dirigirse a proyectos de desarrollo económico beneficiosos para el Estado de Nueva York.

La mayor parte de los fondos de pensiones de los funcionarios está destinada a inversiones sociales de este tipo. Alaska fue el primer Estado en requerir esta inversión social, solicitando a principios de los años 70 que una parte de los fondos de pensiones estatales se destinara a financiar las hipotecas de las viviendas del Estado. [17] No obstante, el caso de Alaska viene también a ilustrar los peligros de la inversión social: la caída del mercado inmobiliario le costó al fondo estatal millones de dólares que debieron compensarse con otras fuentes de ingresos.

Durante los años 70 y 80, la inversión social comenzó paulatinamente a formar parte de los programas de pensiones estatales. [18] A mediados de los 80, con la cuestión de la desinversión en Sudáfrica, la inversión social se convirtió en tema de debate público: 30 estados prohibieron la inversión de los fondos de pensiones en compañías que operaran en Sudáfrica. En la

actualidad, aproximadamente el 42 por ciento de los sistemas de pensiones estatales, regionales y municipales están sujetos a restricciones a la hora de destinar una parte de la inversión a proyectos diseñados para fomentar la economía local y crear puestos de trabajo, que incluyen tanto la inversión en proyectos de infraestructura y obras públicas, como inversiones para el desarrollo de actividades estatales públicas e inmobiliarias. [19] Además, el 23 por ciento de los sistemas de pensiones está sujeto a la prohibición de invertir en aquellas compañías que no cumplan los «Principios de MacBride» para operar en el Norte de Irlanda; en compañías que tengan actividades comerciales en Libia y otros países árabes; en aquellas acusadas de contaminar, tolerar prácticas de trabajo injustas o carecer de una política de oportunidades igualitaria; en la industria del tabaco, del alcohol o del armamento, e incluso en aquellas empresas que venden su fórmula inicial a los países del Tercer Mundo» [20] .

Si el Gobierno federal comenzara a invertir los fondos de la Seguridad Social, la lista de restricciones de acuerdo con las controversias políticas actuales sería casi infinita. Los liberales y los conservadores tendrían sus propios y diferentes criterios de inversión. ¿Debería la Seguridad Social invertir en empresas no sindicadas?, ¿en compañías que fabrican armas nucleares?, ¿en aquellas que no ofrecen prestaciones sanitarias?, ¿en las que operan en Burma o Cuba?, ¿en las que extienden sus beneficios a las parejas de trabajadores homosexuales?, ¿en empresas que contaminan?, ¿en las que contribuyen a la Planned Parenthood (Paternidad Controlada)? Sin duda alguna, cualquier inversión en compañías desde Microsoft a Nike, desde Texaco a Walt Disney, resultarían siempre, por alguna razón, controvertidas.

Aquellos que apoyan la inversión estatal sugieren dos formas de evitar el problema de la inversión social. En primer lugar, proponen la creación de un consejo independiente que gestione la inversión del sistema, un consejo libre de cualquier injerencia política. Sin embargo, Alan Greenspan —alguien que debe de saber mucho sobre el tema— opina que sería imposible aislar a dicho consejo de cualquier influencia de tipo político. Al declarar ante el Congreso sobre las propuestas de inversión estatal, Greenspan advirtió:

«No conozco ningún modo de impedir que aquellos que toman las decisiones del Gobierno tengan acceso a lo que serán grandes inversiones en la industria privada americana... Sé que hay quien cree que es posible aislarse del proceso político, pero creo que están muy lejos de conseguirlo. Tengo la suficiente experiencia como para saber que dicha circunstancia no es creíble ni posible. En algún momento se cruzará la línea [21] ».

Lo cierto es que Jonathan Conn, favorable a la inversión estatal, expuso claramente —aunque inintencionadamente— en New Republic la dificultad de proteger las decisiones de inversión de las consideraciones políticas. Conn escribió: «Sería sencillo prohibir la manipulación del mercado por razones políticas; todo lo que habría que hacer sería asignar la responsabilidad de las inversiones a un organismo cuasi-independiente y, a continuación, establecer cuidadosamente los límites al modo en que podría tomar las decisiones de inversión». [22] En otras palabras, esta nueva agencia sería independiente salvo que el Congreso fijara restricciones a sus decisiones de inversión.

Pero a decir de aquellos que apoyan la inversión estatal, existe un segundo modo de evitar la inversión social: realizar inversiones únicamente en fondos indexados, eliminando la opción de las acciones individuales. Sin embargo, esta medida no elimina las cuestiones de la inversión social, pues quedaría pendiente el problema de qué acciones deberían incluirse en el índice, ya se tratase de un índice existente o de uno nuevo creado para la Seguridad Social.

El Programa de Ahorro Federal: una Analogía Imperfecta

Los que se muestran a favor de la inversión del Gobierno citan a menudo el Federal Thrift Savings Program (Programa de Ahorro Federal) como ejemplo para demostrar que es posible evitar la politización de los fondos de pensiones del Estado. Es cierto que, hasta el momento, el TSP ha conseguido evitar la inversión social y la interferencia con el Gobierno corporativo de la empresa. Sin embargo, existen varias diferencias importantes entre el TSP y el programa de la Seguridad Social de inversión estatal.

Tal vez resulta todavía más importante el hecho de que el TSP es un programa de contribución específico con cuentas de propiedad individual en el que los trabajadores tienen un derecho de propiedad sobre su cuenta, algo que no ocurre en el caso de la Seguridad Social. En el caso de Fleming contra Nestor (1960), el tribunal Supremo de los Estados Unidos declaró que los individuos no tenían derecho de propiedad dentro de la Seguridad Social; por ello, el que el Gobierno invirtiera una parte de los ingresos de la Seguridad Social en los mercados de capitales no modificaría en nada dicha circunstancia.

Por lo tanto, un programa de Seguridad Social de inversión estatal sería mucho más similar a los planes de pensiones de los funcionarios que al TFP. En un informe del Congreso de 1990 se concluye que aunque los trabajadores adquieren un interés en los fondos de pensiones una vez concedidos, estos no tienen derechos legales de propiedad. El informe continúa señalando que sería igualmente erróneo decir que el Gobierno «es propietario» de los fondos, pues la discreción del Gobierno para gastar o disponer de dichos fondos está limitada por la ley fiduciaria estatal y el Código de Ingresos Internos. [23] El informe acaba advirtiendo de que ninguna de las partes tiene propiedad exclusiva sobre los fondos [24], y de que la propiedad, en cualquier caso, puede carecer de importancia porque «las pensiones públicas son derechos concedidos por los gobiernos que pueden ser modificados o retirados». [25]

Puesto que los trabajadores no tienen derecho de propiedad sobre sus fondos de pensiones, el Gobierno no tiene obligación fiduciaria alguna frente a los trabajadores. La situación puede ser todavía peor en el caso de un sistema de Seguridad Social invertido por el Estado. Las prácticas de inversión social anteriormente discutidas de los fondos de pensiones de los funcionarios se han visto, en cierto modo, limitadas por el «principio del beneficio exclusivo», una disposición del Internal Revenue Service (IRS) que ordena que los fondos exentos de tributación se coloquen únicamente en beneficio de los fideicomisarios. [26] No obstante, dicha norma apenas se aplica a los fondos de pensiones estatales, pues el estado de exención fiscal del fondo fiduciario es irrelevante; el empresario —al ser el Estado— ya está exento de tributación, y por ello, el único mecanismo para obligar su cumplimiento sería que el IRS descalificara el plan, lo que significaría gravar a los trabajadores por la contribución del empresario. Dado que esa multa recaería en terceros inocentes, raras veces dicha amenaza se lleva a la práctica; menos aún se aplicaría en el caso de un sistema de Seguridad Social de inversión estatal, y ciertamente, sería injusto hacerlo, pues se estaría imponiendo un gravamen enorme a cada trabajador americano porque el Gobierno no gestiona adecuadamente la inversión de sus fondos. Evidentemente, se supone que el IRS es lo bastante independiente como para recurrir las decisiones de inversión del propio Gobierno federal. El caso es que, a diferencia de lo que ocurre con el TSP, no parece haber una barrera legal a la inversión social de un posible sistema de Seguridad Social de inversión estatal.

En segundo lugar, como programa de contribución definida, el TSP es transparente; las pensiones dependen de la rentabilidad de su inversión, no de una fórmula de beneficio arbitraria, y por consiguiente, los trabajadores tienen un interés directo en asegurar que las inversiones se destinen únicamente a maximizar su rendimiento. Los trabajadores pueden ver exactamente cómo influye una decisión de inversión en sus pensiones de jubilación. Pero con el sistema de Seguridad Social de inversión estatal, las pensiones quedarían establecidas por ley y solo se verían afectadas indirectamente por las decisiones de inversión individuales. En consecuencia, no habría nada que incentivara a los trabajadores a resistirse a la inversión social; les sería

indiferente que las inversiones se realizaran con el único propósito de maximizar su rendimiento o con otros fines.

Por último, el TSP es un programa voluntario. Si los trabajadores no están satisfechos con las prácticas de inversión del programa, pueden negarse a participar en el mismo. Es decir, que los gestores del fondo tienen un incentivo para maximizar sus rendimientos, pues si no lo hacen, perderán volumen de negocio. Por el contrario, el sistema de Seguridad Social de inversión estatal sería obligatorio: los trabajadores estarían obligados a continuar contribuyendo al sistema con un 12,4 por ciento de sus ingresos al margen de lo insatisfechos que pudieran estar con sus resultados.

En definitiva, resulta claro que en lo que respecta al TSP existen limitaciones tanto legales como comerciales que no existirían en un sistema de Seguridad Social de inversión estatal. Lo cierto es que el TSP parece ser un claro ejemplo de lo que debería ser el sistema contrario al sistema de inversión por parte del Gobierno: un sistema de cuentas de propiedad individual e inversión privada. Solo un sistema así conseguiría emular las salvaguardas del TSP —es decir, los derechos de propiedad, la responsabilidad fiduciaria, la transparencia y la posibilidad de retirar los fondos de manos de un inversor inadecuado.

Conclusión

La única forma de reformar la Seguridad Social sin aumentar las contribuciones o recortar las prestaciones es cambiar el sistema de reparto actual por un sistema basado en el ahorro y la inversión en activos de capital real. Sin embargo, si se permite que el Estado sea quien realice la inversión, surgirán serias cuestiones respecto de la autoridad corporativa y de la inversión social que pueden amenazar la economía americana. Sería mucho mejor permitir que los trabajadores inviertan individualmente en su propia jubilación.

Notas

[1] Observaciones del presidente William Jefferson Clinton en la asamblea del ayuntamiento de Alburquerque, Nuevo México, 20 de julio de 1998.

[2] Para mayor y más detallada información al respecto, consultar «Privatizing the Social Security Trust Fund? Don't Let the Government Invest», de Krzysztof Ostaszewski. Cato Institute, Social Security Paper n.º 6., 14 de enero de 1997.

[3] Declaración de Alan Greenspan ante el Comité de Banca del Senado, 21 de julio de 1998.

[4] Informe del Fondo Fiduciario del Federal Old-Age Survivors and Disability Insurance Program de 1998 (Washington: Government Printing Office, 1998)

[5] Social Security, de Robert Myers (Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 1993), p. 142.

[6] Aquellos que apoyan la inversión estatal pueden estar subestimando la diferencia de los rendimientos. Con el sistema actual, el interés atribuido a los valores públicos no representa realmente una transmisión de efectivo, pero se atribuye al Fondo Fiduciario de la Seguridad Social, que hace que el interés sea más teórico que real. Cuando llegue el momento de realizar los pagos a partir del Fondo Fiduciario, el Gobierno federal tendrá que tomar el interés atribuido de los ingresos generales. Así, al igual que los propios valores públicos, los pagos de intereses

no representan riqueza real, simplemente una promesa del Estado de gravar a las generaciones futuras de trabajadores. Por el contrario, si el Gobierno invirtiera en acciones u otros activos externos al Gobierno, cualquier rendimiento supondría un aumento real de los activos del sistema.

[7] Informe del Congreso, Vol. 881, 75 Congreso (17 de marzo de 1937), pág. 2324.

[8] Informe del Consejo Asesor sobre la Seguridad Social de 1994-1996, Volumen I: «Findings and Recommendations» (Washington Government Printing Office, 1997), págs. 25-28.

[9] «Can Retirees' Safety Net be Saved?», de Peter Passell, New York Times, 18 de febrero de 1997.

[10] «Investing Public Money in Private Markets: What are the Right Questions?» de Theodore Angelis. Presentación de una conferencia sobre «El debate de la Seguridad Social: Valores, Política y Economía», National Academy of Social Insurance, Washington D.C., 29 de enero de 1998.

[11] Citado en «The Fate of Social Security» de Michael Eisenscher y Peter Donohue, Z Magazine, marzo, 1997.

[12] Cámara de Representantes de los Estados Unidos; Comité sobre Educación y Trabajo, Subcomité de Relaciones entre Sindicatos y Empresarios; «Public Pensions Plans: The Issues Raised over Control of Plan Assets», Committee Print, 25 de junio de 1990. Cámara de Representantes de los Estados Unidos; Comité sobre Educación y Trabajo, «Public Pensions Plans: The Issues Raised over Control of Plan Assets», pág. 49.

[13] Ibid.

[14] General Accounting Office, «Social Security Financing: Implications of Government Stock Investing for the Trust Fund, the Federal Budget and the Economy», Informe para el Comité Especial sobre el Envejecimiento del Senado de EE.UU. Abril de 1998, pág. 62.

[15] Ibid.

[16] Our Money's Worth: Informe del Grupo de Trabajo del Gobernador sobre la Inversión del Fondo de Pensiones (Albany: Consejo de Cooperación Industrial del Estado de Nueva York, junio de 1989), pág. 20.

[17] «From Broad to Specific: The Evolution of Public Pension Investment Restrictions» de Jennifer Harris, Public Retirement Institute, Arlington, Va. Julio de 1998.

[18] Para una mayor discusión de los sistemas de pensiones de los funcionarios y de sus políticas de inversión, consultar «State Employee Retirement Systems: A Decade of Change» (Washington: American Legislative Exchange Council, 1987).

[19] Economically Targeted Investing: A Reference for Public Pension Funds de James Packard Love (Sacramento: Institute for Fiduciary Education, 1989)

[20] Economically Targeted Investing, Love; State Employee Retirement Systems, Peterson.

[21] Declaración de Alan Greenspan.

[22] «Profit Motives» de Jonathan Cohn, New Republic, 13 de julio de 1998.

[23] Cámara de Representantes de los Estados Unidos, Comité sobre Educación y Trabajo, Public Pension Plans: The Issues Raised over Control of Plan Assets, págs. 44-46.

[24] Ibid, pág. 52.

[25] Ibid, pág. 50.

[26] Internal Review Manual, Examination Guidelines Handbook, Sec. 711.1.

Este ensayo fue traducido y adaptado por Círculo de Empresarios. Madrid, España.