

COLECCIÓN CRÍTICA TRIBUTARIA

SERIE PERSPECTIVAS INTERDISCIPLINARIAS
DE LA TRIBUTACIÓN

DERECHO Y MACROECONOMÍA

REMEDIOS LEGALES PARA LAS RECESIONES

Yair Listokin

Traducción
Francisco Soler-Peña

UNIVERSIDAD DE LOS ANDES

Facultad de Derecho

**DERECHO
Y MACROECONOMÍA**

**REMEDIOS LEGALES
PARA LAS RECESIONES**

COLECCIÓN CRÍTICA TRIBUTARIA
SERIE PERSPECTIVAS INTERDISCIPLINARIAS DE LA TRIBUTACIÓN

**DERECHO
Y MACROECONOMÍA**
**REMEDIOS LEGALES
PARA LAS RECESIONES**

Yair Listokin

Traducción
Francisco Soler-Peña

Nombres: Listokin, Yair, 1975-, autor. | Soler-Peña, Carlos Francisco, traductor.

Título: Derecho y macroeconomía : remedios legales para las recesiones / Yair Listokin ; traducción Francisco Soler-Peña.

Descripción: Bogotá : Universidad de los Andes, Facultad de Derecho, Ediciones Uniandes, 2025. | 489 páginas : ilustraciones ; 14 × 21 cm. | Colección Crítica Tributaria. Serie Perspectivas Interdisciplinarias de la Tributación.

Identificadores: ISBN 9789587987652 (rústica) | 9789587987669 (e-book) | 9789587987676 (epub)

Materias: Derecho -- Aspectos económicos -- Estados Unidos | Recesiones - Legislación -- Estados Unidos | Estados Unidos -- Política económica

Clasificación: CDD 339-dc23

SBUA

Edición en inglés: *Law and Macroeconomics. Legal Remedies to Recessions*, publicada por Harvard University Press, noviembre del 2011.

Primera edición en español: febrero del 2025

© Yair Listokin

© Carlos Francisco Soler-Peña, por la traducción al español

© Universidad de los Andes, Facultad de Derecho

Ediciones Uniandes

Carrera 1.^a n.^o 18A-12, bloque Tm

Bogotá, D. C., Colombia

Teléfono: 601 339 4949, ext. 2133

<http://ediciones.uniandes.edu.co>

ediciones@uniandes.edu.co

ISBN: 978-958-798-765-2

ISBN e-book: 978-958-798-766-9

ISBN epub: 978-958-798-767-6

doi: <https://doi.org/10.51573/Andes.9789587987652.9789587987669>

Corrección de estilo: Diana López de Mesa

Diagramación interior: David Reyes - Precolombi

Diagramación de cubierta: Angélica Ramos

Imagen de cubierta: Klaus Beyer en Pixabay (<http://bit.ly/4gsuc0N>)

Impresión:

Editorial Nomos S. A.

Diagonal 18 bis n.^o 41-17

Teléfono: 601 208 6500

Bogotá, D. C., Colombia

Impreso en Colombia - *Printed in Colombia*

Universidad de los Andes | Vigilada Mineducación.

Reconocimiento como universidad: Decreto 1297 del 30 de mayo de 1964.

Reconocimiento de personería jurídica: Resolución 28 del 23 de febrero de 1949, Minjusticia.

Acreditación institucional de alta calidad, 10 años: Resolución 000194 del 16 de enero del 2025, Mineducación.

Todos los derechos reservados. Esta publicación no puede ser reproducida ni en su todo ni en sus partes, ni registrada en o transmitida por un sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, magnético, electro-óptico, por fotocopia o cualquier otro, sin el permiso previo por escrito de la editorial.

Contenido

Listas de gráficas / 13

Remedios normativos para crisis fiscales:
un estudio de caso / 15

Eleonora Lozano Rodríguez
Francisco Soler-Peña

Introducción / 53

El derecho y la Gran Recesión / 57
Plan del libro / 65

Primera parte
Derecho, política fiscal y política monetaria

- 1 La macroeconomía sin trampas de liquidez / 93
- Fluctuaciones en la economía del restaurante / 96
- Algunas fricciones financieras que se agregan al modelo / 97
- Potencial de producción, inflación y efectos de largo plazo generados por los *shocks* en la demanda / 100

- 2 El derecho y la política fiscal cuando las tasas de interés están por encima de cero / 105

Política fiscal discrecional / 107

La política fiscal automática: el papel desempeñado por los gastos tributarios, la Ley del Trabajo y Recorte de Impuestos del 2017, las subvenciones compartidas y los programas de seguridad estatal / 126

- 3 El derecho y la política monetaria cuando las tasas de interés están apenas sobre cero / 151

Estabilización de la política monetaria / 151

Instituciones de la política monetaria / 157

La política monetaria versus la política fiscal / 166

Reinterpretación del consenso en favor de la estabilización monetaria sobre la estabilización fiscal / 174

- 4 Los dolorosos costos de las recesiones prolongadas: evidencia y teoría / 179

Los costos económicos y sociales de la Gran Recesión / 181

Tres explicaciones de las recesiones prolongadas: las trampas de liquidez, el estancamiento secular y el superciclo de la deuda / 187

- 5 El derecho, la política fiscal y la política monetaria durante las trampas de liquidez / 201

La política monetaria en una trampa de liquidez / 203

La política fiscal en una trampa de liquidez / 222

- Los estímulos fiscales en la práctica:
el caso de la Gran Recesión / 232
¿Estamos preparados para la próxima recesión? / 240
- 6 La reforma institucional de la política fiscal / 243
 Eliminación de las exigencias
 de presupuestos balanceados / 245
 Aumento de la inversión / 251
 Diseño de reglas fiscales sensibles
 al ciclo económico / 253
 Empoderamiento de las agencias
 de la política fiscal / 256
 Creación de una Oficina de Asuntos
 Fiscales y Regulatorios / 259
 La enseñanza de la macroeconomía
 a los abogados / 263
- 7 La política fiscal expansiva desarrollada
por las agencias gubernamentales / 267
 La estabilización fiscal por medio del IRS / 269
 La discreción de las agencias sobre
 el gasto y los estímulos / 276
 Límites del alcance de la política fiscal expansiva
 por medio de la acción administrativa / 286
 Conclusión de la primera parte de este libro / 290

Segunda parte
**Los pros y contras de la política
legal expansiva**

- 8 La política legal expansiva: el caso
del oleoducto Keystone / 295

El oleoducto Keystone y el derecho
y macroeconomía / 298

Por qué se necesita el derecho y
macroeconomía: la inadecuación del análisis
convencional de costo y beneficio / 299

El efecto potencial del proyecto Keystone
sobre la demanda agregada / 302

El análisis macroeconómico de costo y beneficio
en el caso del proyecto Keystone / 304

Evidencia empírica de la efectividad de
la política legal expansiva / 309

La política fiscal expansiva no
significa desregulación / 312

- 9 Los costos de la política legal expansiva / 317

La macroeconomía y los objetivos del derecho / 318

Las debilidades institucionales
de la política legal expansiva / 325

¿Cuándo deberían el derecho y la regulación tener
en cuenta aspectos macroeconómicos? / 344

- 10 El derecho y macroeconomía:
lecciones de la historia / 361

El derecho y macroeconomía del New Deal / 363

El surgimiento y la caída del control de precios / 367

Críticas al control de salarios y precios / 369
Reconsideración del control de salarios y precios: el caso de Grecia / 375
11 Alternativas de política legal expansiva / 383
Política regulatoria contracíclica en los servicios públicos / 385
La ley de deudores y acreedores / 398
Política expansiva por medio de la ley de remedios / 416
Conclusiones
Cinco lecciones del derecho y macroeconomía / 427
La recarga de los bancos centrales con la dirección de todas las enfermedades macroeconómicas amenaza su legitimidad / 427
Se tienen muchas opciones de estímulos en el límite inferior igual a cero / 430
En el límite inferior igual a cero, todos los diseñadores de políticas públicas deberían considerar estimular la demanda agregada / 432
Se requiere una institución que se centre en el derecho y macroeconomía / 434
Deberían aplicarse las perspectivas de derecho y macroeconomía tanto en momentos en los que la economía es robusta como en momentos en los cuales es débil / 435
Apéndices / 437
Referencias / 461

Lista de gráficas

- Gráfica 1. Activos del Banco Central durante y después de la Gran Recesión / 55
- Gráfica 2. La participación de la población estadounidense con cobertura en seguros de salud cayó durante la Gran Recesión / 134
- Gráfica 3. La participación de la FHA en préstamos para compra de vivienda repuntó durante la Gran Recesión / 146
- Gráfica 4. Primas de seguros de vivienda de la FHA anualizadas / 148
- Gráfica 5. El gasto en construcción tuvo una mayor volatilidad que el PIB durante la Gran Recesión / 171
- Gráfica 6. Decrecimiento del PIB potencial estimado de Estados Unidos / 184
- Gráfica 7. Decrecimiento del PIB potencial estimado para la eurozona / 185

- Gráfica 8. Tasas de préstamos de corto plazo en los países del G7 / 189
- Gráfica 9. Activos del Banco Central durante y después de la Gran Recesión / 210
- Gráfica 10. Disminución de la inversión estatal tras la Gran Recesión / 238
- Gráfica 11. Déficits anuales en los países de la eurozona entre el 2000 y el 2016 / 248
- Gráfica 12. Déficitis anuales en los países de la eurozona entre el 2009 y el 2016 / 249
- Gráfica 13. Histórico de tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos / 347
- Gráfica 14. Repunte de los precios de los servicios públicos durante las últimas dos recesiones / 388
- Gráfica 15. Interacción entre el mercado de bienes y de dinero / 441
- Gráfica 16. Respuestas de política monetaria y fiscal ante un cambio en la demanda / 447
- Gráfica 17. Interacción del modelo IS-LM en situaciones de interés cero / 452

Remedios normativos para crisis fiscales: un estudio de caso*

Eleonora Lozano Rodríguez**

Francisco Soler-Peña***

En plena crisis por la pandemia, la Corte Constitucional declaró inexequible el impuesto solidario por la COVID-19^[1]. Jurídicamente la argumentación de la corporación es idónea. Los principios constitucionales de

* Para citar este texto: <https://doi.org/10.51573/Andes.9789587987652.9789587987669.1>

** Decana y profesora de planta de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes.

*** Miembro del equipo jurídico de SURA Colombia.

1 C. Const., Sent. C-293, may. 12/20. M. P. Gloria Stella Ortiz Delgado y Cristina Pardo Schlesinger. El impuesto solidario por la COVID-19 fue creado mediante el Decreto Legislativo 568 del 2020, como una medida para atender el estado de emergencia económica, social y ecológica decretado para atender los efectos de la pandemia en Colombia. El impuesto gravaba a los servidores públicos y a las personas naturales vinculadas mediante contrato de prestación de servicios al servicio del Estado que percibieran ingresos iguales o superiores a \$10 000 000 (11,4 SMLMV de la época). Los recursos tendrían como destinación específica

la tributación son utilizados de forma adecuada, por lo que la norma resulta inconstitucional a la luz de la hermenéutica de la Corte.

Esta sentencia es un buen material de estudio para quienes deseen iniciarse en el campo tributario. A pesar de su extensión, los principios tributarios son identificados, analizados y aplicados al caso concreto, y se demuestra que el impuesto solidario los vulnera.

Sin embargo, el derecho no es solamente el cúmulo de principios y normas vigentes en una sociedad. Por el contrario, debe dialogar con otras disciplinas. Este aspecto fue olvidado al menos en la sentencia mencionada, así como en las sentencias C-776 del 2003 y C-492 del 2015. En la primera de estas, la Corte Constitucional declaró exequible la Ley 788 del 2002, salvo el artículo 116. La ley analizada introducía modificaciones tributarias al impuesto sobre las ventas. El artículo que, según la Corte Constitucional, no se adecúa a la carta política es el que tiene que ver con el cobro del impuesto a las ventas a una tarifa del 2 % sobre aquellos artículos listados en los artículos 424, 424-2, 424-5(4), 424-6, 425, 427, 428-1, 476, 477, 478 y literales c y e del artículo 481, del Estatuto Tributario. En la sentencia del 2015, el alto tribunal declaró exequibles los artículos 3, 4, 7 (parcial) y 10 (condicionado) de la Ley 1607 del 2012. El contenido de este fallo, junto con el del Auto 233 del 2016, que resolvió el incidente del impacto fiscal presentado contra la decisión de la Corte Constitucional, serán analizados más adelante como estudio de caso en este capítulo introductorio.

En el caso del fallo del 2015, la Corte Constitucional tuvo la oportunidad de corregir su error hermenéutico

la inversión social en la clase media vulnerable y en los trabajadores informales.

mediante el Auto 233 del 2016 y, de este modo, suavizar los efectos económicos de su decisión inicial. Mediante este auto se resolvió el incidente del impacto fiscal presentado por el Ministerio de Hacienda contra la Sentencia C-492 del 2015, en el que concedió la razón a los argumentos de orden macroeconómico presentados por la cartera de hacienda y crédito público. No ha sucedido lo mismo con la sentencia del 2003 ni con la del 2020.

El análisis de las tres sentencias enunciadas permite concluir que la Corte Constitucional está cumpliendo fines. En particular, sus decisiones están inspiradas en alcanzar mayores grados de equidad social y justicia tributaria. Sin embargo, estas nociones son circunstanciales. Lo que es justo en una época histórica quizás no lo sea en una diferente. Incluso el concepto varía dependiendo del sistema político o económico en el que se inserte. La jurisprudencia constitucional muestra que en la concepción del tribunal existe una distinción excluyente entre Estado, sector privado favorecido, sector privado desfavorecido y clases menos favorecidas. Esta clasificación social es el resultado de un sistema político decimonónico que la Constitución de 1886 dejó como heredada². La Corte Constitucional, como uno de los agentes esenciales desarrollados por la carta política de 1991, tiene la función de limar las inequidades entre los diferentes sectores para establecer una sociedad más justa y equitativa a la luz de los derechos fundamentales³.

2 Helena Alviar, “¿Quién paga o debe pagar por los costos del Estado social de derecho?”, *Revista de Derecho Público* 22, (2009): 3-17.

3 Rodolfo Arango, “El valor de la coherencia y el precedente constitucional”, en *Interpretar y argumentar: nuevas*

Pero, el derecho es dinámico, polisémico, multidi-mensional y multidisciplinario. El derecho no es una disciplina autónoma e independiente. Tradicionalmen-te, existe una invitación a considerar el derecho des-de la especialización (civil, comercial, público, entre otros). Un enfoque que denominamos *analítico*. Según esta perspectiva, un problema jurídico puede clasifi-cararse dentro de un área concreta del derecho, en la cual se hallarán los principios, los conceptos, las técnicas y los argumentos necesarios para su plena solución.

Sin embargo, la práctica jurídica enseña que esta-mos lejos de este enfoque, pues las áreas del derecho están cada vez más conectadas. Esta conexión implica que el estudio de los casos congrega a especialistas que dialogan. Dicho enfoque se denomina aproximación *sintética* del derecho y se hace evidente, por ejemplo, en el estudio de un caso en el que está involucrada una póliza de cumplimiento y una conexa de responsabi-lidad extracontractual; en el debate litigioso acerca de prestaciones salariales, en la especialidad laboral de la administración de justicia, derivado de los reclamos presentados por el trabajador del contratista con base en el contrato asegurado con la póliza, confluyen los efectos tributarios, contables y financieros de la aten-ción del siniestro, y el impacto reputacional de los agentes involucrados, entre otros factores.

Los diálogos transdisciplinarios, desde una apro-ximación *sintética* deben, además, reunir profesionales de otras disciplinas, tales como la economía, la ingeniería, la actuaria, la sociología, la psicología o la filosofía. Esta simbiosis *trans e interdisciplinaria* per-mite entender el caso, ya no solo desde su perspectiva

perspectivas para el derecho, editado por Ricardo Gil Zuluaga (Medellín: Librería Jurídica Sánchez, 2006), 29-42.

jurídica, sino desde su visión social; posibilita entrever las consecuencias de las decisiones jurídicas⁴. Esta síntesis comprensiva le es exigible a todos los que forman parte del mundo jurídico, académicos, jueces, hacedores de política pública, litigantes y consultores.

Para que la Corte Constitucional logre la garantía de los derechos fundamentales también resulta clave evaluar el momento económico, pues no es lo mismo hacerlo cuando hay estabilidad económica o cuando hay incertidumbre y los indicadores macroeconómicos son volátiles. Esta particularidad permite revisar críticamente las decisiones de sentencias tales como la C-293 del 2020, la C-492 del 2015 o la C-776 del 2003, entre otras. Como se verá en el estudio de caso, lo que sucedió con la sentencia del 2015, así como con el auto del 2016 que resolvió el incidente de impacto fiscal, el problema jurídico abordado no tenía que ver solamente con los derechos fundamentales de los sujetos pasivos del tributo y la forma como estos se veían afectados por la potestad impositiva del Estado. De lo que se trataba era de un problema sintético que involucraba varias dimensiones. Por una parte, comprendía la tensión entre derechos fundamentales y potestad impositiva, sí, pero también la sostenibilidad fiscal, el cumplimiento de los objetivos del Estado y la forma como este es financiado. En pocas palabras, la forma en que se satisfacen las expectativas de los asociados.

El análisis macroeconómico del derecho (AMD), tema central de este capítulo introductorio, es una herramienta de estudio que permite complementar los estudios sobre realidades sociales con el fin de llegar a conclusiones alternativas a las que propone la Corte

4 Jaime Giraldo Ángel, *La hermenéutica jurídica* (Bogotá: Universidad del Rosario, 1997).

Constitucional. El AMD ofrece modelos descriptivos y explicativos que facultan a los analistas a contemplar otras posibles decisiones. Situaciones como estas ocurrieron con el giro interpretativo de la Sentencia C-492 del 2015 al Auto 233 del 2016. En la sentencia, la Corte, en un inicio, había condicionado el carácter exequible del artículo 10 de la Ley 1607 del 2012, pero se retrató de su postura en el auto, a partir del estudio del incidente de impacto fiscal presentado por el Gobierno. En el auto se tuvieron en cuenta factores macroeconómicos que no fueron considerados en la sentencia.

Este capítulo introductorio tiene dos finalidades. Por una parte, presenta de manera general el AMD y el lugar en el que se ubica la obra del profesor Listokin dentro de la evolución de esta novedosa área de conocimiento. Por otra, hace una contribución al pensamiento jurídico, reflexionando sobre si las decisiones judiciales deben tener en consideración aspectos macroeconómicos para atemperar los efectos económicos coyunturales y contribuir con la reactivación económica, dentro del marco constitucional.

Por medio de un estudio de caso, queremos hacer evidente la necesidad de que la administración de justicia tenga en cuenta aspectos macroeconómicos en sus decisiones, en la medida en que es también una obligación constitucional de todas las ramas del poder público. Propondremos, por lo tanto, un modelo de análisis para las decisiones judiciales. La finalidad es indicar que, a pesar de la ausencia de técnicas de análisis macroeconómico en esas decisiones, existen algunas que pueden implementarse para aquellos casos en los cuales el impacto fiscal o monetario sea más patente.

Por último, presentamos los resultados del estudio de caso para mostrar que los diferentes órganos del Estado basan sus análisis normativos en lógicas diferentes; en los cuales ninguna de estas lógicas es

superior a las demás, sino que deben complementarse. Creemos que el punto de partida es el análisis macroeconómico. Para cerrar, se exponen brevemente algunas ideas a modo de conclusión.

El análisis macroeconómico del derecho

Con independencia del sistema jurídico en el que los jueces decidan, crean derecho. La definición de líneas jurisprudenciales, sus cambios de tendencia, así como los debates colegiados de los jueces demuestran lo anterior. Así, la administración de justicia desempeña un papel principal en la configuración del ordenamiento jurídico. Por lo anterior, el AMD es una técnica de hermenéutica jurídica acorde con las necesidades actuales.

El AMD es una línea de pensamiento surgida en la década de los noventa, a partir de la crisis financiera de Estados Unidos. Se consolidó con la reflexión jurídica y sus impactos durante las crisis económicas sistémicas posteriores del 2001 y del 2008. Esta perspectiva propone que el derecho debe garantizar buenas condiciones de existencia y que los aspectos macroeconómicos son relevantes en el cumplimiento de estos objetivos. Postula que mientras el ejecutivo y el legislativo han analizado el derecho con perspectiva macro⁵, la rama judicial olvida la macroeconomía, reduciendo sus análisis, en ocasiones, a temas meramente microeconómicos.

La teoría jurídica identifica el análisis económico del derecho (AED) como una metodología proveniente del realismo jurídico consolidada en la década de los

5 Steven Ramírez, "The Law and Macroeconomics of New Deal at 70", *Md. L. Rev.* 62, (2003): 515-573.

sesenta gracias a los trabajos de Coase⁶ y Calabresi⁷. Esta metodología difiere del AMD en cuanto a su marco teórico y conceptual. El desarrollo de un esquema que permita incluir las variables que deben considerarse en esta última metodología está aún consolidándose.

El marco conceptual del análisis económico del derecho tradicional, el propuesto por Coase y Calabresi, se inspira en la microeconomía⁸. Expresiones como *incentivos, agente racional, externalidades, precios, equilibrio, costo-beneficio* son comunes en la extensa literatura sobre el tema. Este es el enfoque que ha predominado en la escuela del AED, lo que ha llevado a plantear afirmaciones como que las teorías macroeconómicas son innecesarias en este tipo de análisis⁹.

La crisis de desempleo en Estados Unidos durante la década de los ochenta hizo que se insistiera en la necesidad de incluir ideas, conceptos y técnicas macroeconómicas en el análisis del derecho¹⁰. La crisis generada por los atentados del 11 de septiembre del 2001 condujo a que las reflexiones macro fueran necesarias e imprescindibles, pues se presentaron circunstancias de inestabilidad y preocupación por la existencia del mercado¹¹. Esa forma de analizar el derecho produjo

6 Ronald Coase, "The Problem of Social Costs", *The Journal of Law and Economics* 3, (octubre de 1960): 1-44.

7 Guido Calabresi, "Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts", *The Yale Law Journal* 70, n.º 4 (1961): 499-553.

8 Robert Cooter y Thomas Ullen, *Derecho y economía* (Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica, 1998).

9 Richard Posner, *El análisis económico del derecho* (Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica, 2000).

10 Mark Kelman, "Could Lawyers Stop Recessions? Speculations on Law and Macroeconomics", *Stanford Law Review* 45, n.º 5 (1993): 1215-1310.

11 Steven Ramírez, "Fear and Social Capitalism: The Law

un hito dentro del análisis económico del derecho¹². Kelman, Ramírez y Listokin proponen que la expedición y el control judicial de las leyes debe tener en cuenta las condiciones económicas del momento para determinar sus efectos en el funcionamiento general de la economía.

El buen funcionamiento de la economía depende de la confianza de los agentes en las condiciones macroeconómicas; en particular, las estructuras regulatorias de orden tributario, financiero, comercial, laboral, entre otras. El derecho incide en el miedo o la confianza de los inversionistas¹³. La confianza no surge a partir de la eficiencia económica temporal, sino de la certeza de que en el largo plazo el mercado seguirá existiendo¹⁴.

Es un error igualar la estabilidad y el crecimiento económicos con la eficiencia económica¹⁵. La eficiencia es la asignación de recursos escasos para satisfacer el mayor número de necesidades en un momento determinado. Esta idea hace evidentes dos inconvenientes. Primero, no tiene en cuenta la distinción entre corto y largo plazo, que es fundamental en la aproximación macroeconómica¹⁶. Segundo, se basa en lo

and Macroeconomics of Investor Confidence”, *Washburn L. J.* 31, n.º 42 (2002): 31-77.

- 12 Yair Listokin, “Law and Macroeconomics: The Law and Economics of Recessions”, *Yale J. on Reg.* 34, (2017), <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2828352>
- 13 Ramírez, “Fear and Social Capitalism”.
- 14 Steven Ramírez, “The Law and Macroeconomics of New Deal at 70”, *Md. L. Rev.* 62, (2003): 515-573.
- 15 Jeremy Humes, “Macroeconomic Analysis of the Law: The Missing Piece of the Law and Economics Puzzle”, *Whasburn L. J.* 42, (2004): 957-985.
- 16 Gregory Mankiw, *Macroeconomía* (Barcelona: Antoni Bosch, 2006).

macroeconómico puede explicarse a partir de lo microeconómico, al sostener que lo macro es la suma de las decisiones individuales¹⁷.

El enfoque micro en el análisis del derecho es adecuado, pero debe complementarse con un enfoque macro¹⁸. La terminología macroeconómica, como *producción, crecimiento económico o inflación*, surge esporádicamente en las decisiones de los jueces, como si esta no tuviera nada que hacer frente a los desafíos que proponen las crisis económicas. El AMD es una línea de estudio que revisa los efectos de las normas en la macroeconomía.

Por lo anterior, la economía es la condición de posibilidad para la satisfacción de los bienes jurídicos¹⁹. Por ejemplo, garantiza la existencia del mercado, la satisfacción de condiciones para una vida digna, la realización de garantías fundamentales, entre otras.

La lógica que subyace a la regulación, y que es de carácter macroeconómico, se analiza en los debates legislativos y en la expedición de decretos gubernamentales. El análisis del impacto fiscal en los proyectos de ley o del impacto económico en los proyectos de actos administrativos (Ley 819 del 2003, Decreto 1609 del 2015) son prueba de que el Gobierno y el Congreso toman en cuenta consideraciones económicas en sus decisiones. La Corte Constitucional indicó que estos análisis son ineludibles para el ejecutivo y el legislativo, pues su finalidad es alcanzar objetivos

17 Humes, "Macroeconomic Analysis".

18 Eleonora Lozano, "Hacia un nuevo enfoque del análisis económico del derecho", en *Teoría y puesta en práctica del análisis económico del derecho colombiano*, editado por Eleonora Lozano (Bogotá: Universidad de los Andes, 2016), 5-64.

19 Ramírez, "Fear and Social Capitalism".

constitucionales de alto valor: “Las obligaciones previstas en el artículo 7 de la Ley 819 de 2003 constituyen un parámetro de racionalidad legislativa, que está encaminado a cumplir propósitos constitucionalmente valiosos, entre ellos, el orden de las finanzas públicas, la estabilidad macroeconómica y la aplicación efectiva de las leyes”²⁰.

Dado que la Corte Constitucional constató en la Sentencia C-424 del 2023 que la Ley 2284 del 2023 no contó con un análisis del impacto fiscal, la declaró inexequible. El argumento principal fue que dicha omisión “se trataba de un vicio de carácter insubsanable porque es el efecto que se le ha atribuido a la omisión del análisis de impacto fiscal en las iniciativas legislativas de origen gubernamental”²¹.

A pesar de las indicaciones dadas por la Corte al ejecutivo y al legislativo, que considera ineludible el análisis de impacto fiscal de los proyectos de ley de origen gubernamental, las decisiones judiciales parecen olvidarse de esa lógica subyacente y conformarse con las condiciones de superficie, como la realización de los derechos, la existencia de condiciones dignas de existencia, entre otras, sin preguntarse al final por aquello que las hace posibles: la economía como un todo.

Las teorías macroeconómicas son diversas. Los expertos no se ponen de acuerdo sobre cuál es el mejor modelo posible para analizar un caso particular. De hecho, las conclusiones dependerán de las variables elegidas²². Más que un defecto, esta incertidumbre es

20 C. Const., Sent. C-315, abr. 9/08. M. P. Jaime Córdoba Triñño, citada en C. Const., Sent. C-424, oct. 18/23. M. P. José Fernando Reyes Cuartas.

21 C. Const., Sent. C-424, oct. 18/23. M. P. José Fernando Reyes Cuartas.

22 Listokin, “Law and Macroeconomics”.

una virtud; invita a que los equipos de macroeconomistas sean heterogéneos y que las decisiones sean el resultado de una deliberación que considere múltiples factores.

En el texto *Junta Directiva del Banco de la República: grandes episodios en 30 años de historia*²³, la autora muestra las discusiones que se dieron en la junta del banco en relación con importantes decisiones de carácter monetario y fiscal. En particular, la discusión que se planteó a partir de la propuesta presentada por el ministro de Hacienda de la época sobre si las operaciones de mercado abierto realizadas por el banco deberían realizarse exclusivamente con títulos de tesorería o podrían incluir papeles emitidos directamente por el banco. Cualquier de las dos opciones tendría efectos beneficiosos a nivel monetario, pues contribuían a controlar los saldos de disponible en la economía. Sin embargo, en la base estaba la discusión sobre el papel y el alcance del Gobierno en la independencia de la banca central en el país. La discusión sobre la negociación de títulos por parte del Banco de la República hace evidente que dos posturas macroeconómicas diferentes, pero con efectos sobre la inflación similares, pueden tener adeptos y contradictores.

En el caso de los jueces, que son abogados, no profesionales económicos, y que por esto deberían contar con centros de consulta interdisciplinaria, sería deseable que existieran órganos consultivos para la toma de decisiones en casos difíciles. Un juez de circuito cuenta con un equipo de únicamente dos sustanciadores para proyectar las decisiones de los asuntos a su cargo.

23 Gloria Valencia, *Junta Directiva del Banco de la República: grandes episodios en 30 años de historia* (Bogotá: Planeta, 2023).

Como requisito, a estos colaboradores se les pide que sean abogados. No es aconsejable quedarse a la espera de lo perfecto; es necesario ir dando pasos hacia la consolidación de un escenario óptimo.

Los trabajos del profesor Listokin, que encuentran un culmen de desarrollo en este libro, *Derecho y macroeconomía: remedios legales para las recesiones*, constituye una excelente hoja de ruta para los interesados en aplicar el AMD a los casos a su cargo. Sin querer repetir lo que el autor del texto presenta de manera suficiente en su obra, quisiéramos hacer una serie de consideraciones para ubicar, por una parte, una metodología de trabajo para seguir complementando el trabajo judicial en la toma de decisiones macroeconómicamente difíciles, y, por otra parte, el estudio de caso que presentamos más adelante.

Las fluctuaciones del ciclo económico ponen en aprietos a la teoría microeconómica. El derecho tiene efectos diferentes dependiendo de las tasas de interés, el nivel de desempleo, la tasa de producción y la inflación. Donohue y Siegelman; Kelman; Ramírez; Lozano, y Listokin²⁴ proponen que el AED debe ampliar sus perspectivas para incluir variables macroeconómicas.

Este consenso surge al constatar los siguientes elementos: (1) los fenómenos macroeconómicos, y sus efectos, se comportan de manera diferente dependiendo

24 John Donohue III y Peter Siegelman, "Law and Macroeconomics: Employment Discrimination Litigation Over the Business Cycle", *University of Southern California Law Review* 66, (1993): 709-765; Kelman, "Could Lawyers Stop Recessions?"; Ramírez, "Fear and Social Capitalism"; Ramírez, "The Law and Macroeconomics"; Lozano, "Hacia un nuevo enfoque"; Listokin, "Law and Macroeconomics"; Yair Listokin, *Law and Macroeconomics: Legal Remedies for Recessions* (Cambridge: Harvard University Press, 2019).

del momento del ciclo económico (estabilidad vs. inestabilidad); (2) los efectos de la regulación son diferentes si se implementa durante una crisis económica o durante un momento de estabilidad económica, y (3) el derecho sirve para restablecer la economía en momentos de crisis²⁵.

El análisis macroeconómico del derecho, concentrando en los fenómenos agregados, y no solo en los micro, ofrece un enfoque no individualista. Se concentra en la influencia del derecho en momentos de inestabilidad económica²⁶. Hasta hoy, el enfoque del AMD con mayor fuerza se conoce como neokeynesiano. Posner; Listokin, y Strahilevitz²⁷ consideran el derecho una variable endógena a los modelos macroeconómicos y no exógena.

Según el enfoque neokeynesiano del AMD, los ahorros y la inversión están relacionados por las tasas de interés. Si son lo suficientemente bajas, las personas tomarán préstamos y se aumentará el circulante disponible. En contextos de demanda caída, la disminución de tasas de interés contribuye a aumentar la demanda agregada. Las tasas de interés son decisiones de política monetaria que, en las democracias actuales, toma un banco central autónomo. Colombia registró durante la pandemia tasas de intermediación suficientemente bajas para contrarrestar los efectos adversos de la crisis global. En la actualidad, para contrarrestar la inflación,

25 Listokin, "Law and Macroeconomics".

26 Listokin, *Law and Macroeconomics*.

27 Posner, *El análisis económico*; Listokin, "Law and Macroeconomics"; Listokin, *Law and Macroeconomics*; Listokin, "A Theoretical Framework"; L. Strahilevitz, "Unilateral Relinquishment of Property", en *Research Handbook of Economics of Property Law*, editado por K. Ayote y H. Smith (Cheltenham: Edwar Elan Publishing, 2011), 125-147.

mantiene dichas tasas a un nivel bastante alto, según expertos en la materia. Aunque el banco central disminuya las tasas para aumentar la circulación de dinero, tiene límites con esta herramienta de control monetario: la tasa no podrá ser inferior a cero. Por esto, existe una restricción a la intervención de la política monetaria para la regulación de la economía.

La política fiscal complementa el impulso que la política monetaria da a la macroeconomía. En momentos de crisis económicas, las decisiones gubernamentales pueden inyectar circulante en la sociedad para favorecer el repunte de la demanda agregada. En Colombia, durante el 2020, el Gobierno subsidió los salarios de las empresas²⁸, para que las familias tuvieran circulante y de este modo se mantuviera el nivel de demanda agregada.

La rama ejecutiva y la legislativa son las encargadas de la política fiscal en las sociedades actuales. La primera toma decisiones de inversión y gasto público, las cuales inciden en el nivel de dinero circulante en la economía. La segunda puede hacer lo mismo mediante la expedición de leyes que creen incentivos o beneficios tributarios, gravando ciertos productos, definiendo el gasto público, entre otros. La rama judicial parece estar al margen de estas políticas. Sin embargo, como se muestra a continuación, los jueces también desempeñan un papel fundamental en el diseño macroeconómico.

En el medio de la tensión entre política monetaria y fiscal se inscribe la discusión que propone Listokin en el texto que estamos introduciendo. Una de sus tesis centrales es que debe darse espacio en el ordenamiento jurídico para el desarrollo de lo que denomina la política legal expansiva. Esta política propende

28 D. 770/2021 y D. 772/2021.

por la desregulación como mecanismo para reactivar una demanda agregada en crisis cuando las tasas de interés están en el límite inferior de cero²⁹. Según esto, la finalidad es luchar contra deficientes niveles de la demanda agregada, lo cual contribuirá a mejorar las condiciones económicas y, de este modo, a salir de las crisis.

Reconocemos un alto nivel de acierto en los postulados del profesor Listokin y, por esto, queremos proponer un caso de implementación en nuestro contexto colombiano. Una agencia gubernamental como la Oficina para Asuntos Fiscales y Regulatorios que propone el profesor Listokin conlleva muchos desafíos en el corto plazo. Una oficina de este tipo es una de las propuestas que el autor presenta como remedio legal para las recesiones. El propósito de esta oficina gubernamental es servir como ente de coordinación mediante la supervisión de las decisiones del Gobierno que tengan impactos fiscales³⁰. Crear una agencia de este nivel, para que actúe cuando ciertos indicadores macroeconómicos se disparen, significa un inmenso esfuerzo en los próximos años. Implicaría un ejercicio de consenso para aceptar, por una parte, que, en lo que respecta a la política fiscal, el Congreso ceda facultades legislativas a una agencia gubernamental en momentos de crisis y solo para atender aspectos relacionados con la crisis. Por otra, demandaría una metodología que permita entender cuáles son los desencadenantes para que la agencia se active. A pesar de lo anterior, consideramos que pueden darse pasos hacia esa realización. Las reflexiones sobre el impacto fiscal en los proyectos de ley y de decretos son una alternativa

29 Listokin, *Law and Macroeconomics*.

30 *Ibid.*

deseable. Esto es lo que ha sucedido, por ejemplo, con la discusión sobre el impacto fiscal de la reforma al sistema de salud en Colombia.

Después de un acalorado debate en el Congreso, que trascendió a los medios de comunicación, el Ministerio de Hacienda publicó recientemente el estudio del impacto fiscal de la reforma a la salud que cursa en el Congreso de Colombia³¹. De acuerdo con el artículo 7.^º de la Ley 819 del 2003, es una obligación que los proyectos de ley que afecten el gasto público vayan acompañados de un estudio del impacto fiscal del proyecto en caso de convertirse en ley de la república. El Gobierno, por medio de la cartera de hacienda, a finales del año 2023 presentó los resultados del estudio de impacto del proyecto de ley que pretende modificar el actual sistema de salud. El ministro del ramo indicó que la reforma al sistema de salud tendrá un costo de casi un billón de pesos. Además, precisó:

[s]i bien la reforma al sistema de salud implica mayores gastos en el corto y mediano plazo, derivados de la ampliación en la atención primera, la formalización del talento humano en salud, la construcción y recuperación de la infraestructura pública hospitalaria y la creación de licencias de maternidad universales, entre otros, en el largo plazo, se espera que el énfasis en la prevención se traduzca en mejores gastos de atención en mediana y alta complejidad³².

En tal sentido, la esperanza del Gobierno es que, para el año 2050, los gastos anuales en salud sean el

31 Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Comunicado nov. 29/2023, “Reforma a la salud en 2024 tendrá un costo de \$929 mil millones”.

32 *Ibid.*, 1.

5,6 % del PIB (en un escenario con reforma) frente a un 6 % del PIB (en un escenario sin reforma)³³.

De acuerdo con lo anterior, los lineamientos del artículo 7º de la Ley 819 del 2003 parecen ser un buen inicio en la implementación del AMD en el diseño de políticas públicas. Sin embargo, la forma en la cual se presenta un estudio como estos no es suficiente. A nuestro criterio, incurre en los mismos yerros analíticos que se hicieron evidentes con el proyecto del oleoducto Keystone en Estados Unidos y que en el texto cuya traducción se incluye en este libro son ampliamente analizados³⁴. La deficiencia es que el análisis no muestra el impacto macroeconómico de una medida como la reforma a la salud dadas las condiciones generales de la economía. Las preguntas que quedan sin resolver son, por ejemplo, ¿cuál es la incidencia del ciclo económico en un escenario de implementación de la reforma en los próximos 25 años?, ¿qué efectos genera en la demanda agregada y en otras variables macroeconómicas el incremento del gasto en la reforma?, ¿dicho incremento es expansivo, contractivo o neutro?

En el marco de esta discusión sobre la necesidad del AMD para el desarrollo de políticas públicas, volvemos al papel de la rama judicial. Las políticas públicas son un mecanismo de intervención social del Estado y todos sus órganos están llamados a lograr sus objetivos. La rama judicial, como integrante del Estado, también está llamada a buscar la realización de los propósitos macroeconómicos.

Algo de este objetivo se logró mediante el Auto 233 del 2016, en el cual se resolvió el incidente de impacto fiscal propuesto por el Ministerio de Hacienda contra

33 *Ibid.*, gráfica 1.

34 Listokin, *Law and Macroeconomics*.

la Sentencia C-492 del 2015. Precisamente, esto es lo que queremos hacer evidente mediante nuestro estudio de caso. Antes de presentar el análisis, exponemos una visión sintética para aproximarse al derecho, la cual recoge las reflexiones hasta aquí y complementa lo que el profesor Listokin desarrolla en su obra.

Una aproximación al AMD desde lo jurídico

El AMD presentado por el profesor Listokin es un marco conceptual para la evaluación de las normas de acuerdo con el momento macroeconómico. Lo que pretende establecer es si los efectos generados por decisiones económicas en un momento dado contribuyen a aumentar los indicadores macro de bienestar o no. En otras palabras, valora los efectos de las políticas macroeconómicas, las cuales están plasmadas en documentos jurídicos, tales como leyes, decretos, resoluciones, circulares, ordenanzas, acuerdos, entre otros.

Las normas, entonces, son traducciones de los objetivos de las políticas públicas, que permiten la implementación de estas. La traducción la realizan entidades competentes siguiendo procedimientos legalmente establecidos. Por ejemplo, la expedición de una ley tributaria implica que el proyecto legislativo sea presentado ante la Cámara de Representantes, la cual tiene la competencia de conocer el proyecto desde el inicio.

Durante el proceso de traducción de los objetivos de las políticas a documentos legales, estos cambian, tanto por el lenguaje utilizado como por las ideas introducidas por el agente encargado de la traducción. En el caso de las normas, el legislativo desempeña un papel significativo en convertir una política en una ley de la república. El conjunto de normas expedidas, entonces, refleja lo que se persigue con las políticas

públicas, pero con cierto grado de refracción producido por los actos de traducción e interpretación en el marco de “estructuras legales, reglas de legitimación y razonamiento”³⁵.

La formulación de políticas macroeconómicas pretende solucionar problemas concretos; sin embargo, las soluciones diseñadas pueden ser rechazadas por la sociedad, a pesar de que satisfagan los criterios de la teoría económica. Así, la traducción de los objetivos macroeconómicos debe ajustarse al trámite y a la facultad normativa de las entidades del Estado, y blindarse para soportar los ataques interpretativos del control judicial.

Como se analizó más arriba, en el caso de la Ley 2284 del 2023, esta no se blindó adecuadamente contra los ataques interpretativos del control judicial. En efecto, el incumplimiento de las normas de procedimiento impidió que la Corte Constitucional avalara la norma para que fuera incluida en el ordenamiento jurídico colombiano. Este tipo de mecanismos no son los únicos necesarios para que los objetivos de política pública sean aceptados por los diferentes agentes del Estado. También se requiere que los argumentos sean socialmente válidos, lo que puede llevarse a cabo mediante su ajuste a la lógica legal.

Esta lógica indica qué es un buen argumento y qué no lo es. Ello se conecta con las prácticas de poder en la determinación de los argumentos de los ganadores y de los perdedores³⁶. Son ganadores quienes exponen los argumentos para que una política pública se traduzca o ejecute en un sentido o en otro; son perdedores

35 Bruno Meyerhof, “The Art of Law and Macroeconomics”, *University of Pittsburg Law Review* 74, n.º 2 (2012): 136-143.

36 *Ibid.*

quienes hayan argumentado en sentido contrario. La refracción se produce porque los ganadores podrían imponer una interpretación normativa ajena a la de los diseñadores de las políticas públicas.

Las políticas y las normas que las traducen son interpretables, y la interpretación se realiza desde contextos específicos. Por ejemplo, no es igual la forma en que el ejecutivo interpretó el impuesto mínimo alternativo nacional (IMAN) y el impuesto mínimo alternativo simple (IMAS), a la manera como lo hizo la Corte Constitucional. La hermenéutica se sumerge en contextos sociales, económicos y políticos determinados por una ideología que centra el debate entre los alcances y límites del ejercicio del poder.

A manera de síntesis, la implementación de políticas públicas solo de manera ideal está basada en reglas. El funcionamiento de las reglas no está plenamente identificado³⁷. El marco legal impone obstáculos que desvían en diferentes niveles los objetivos de las políticas³⁸. Estas características son impuestas por el carácter interpretable del derecho.

Mediante el AMD, al introducir el marco normativo como variable endógena a los modelos macroeconómicos, podrán contemplarse los postulados de la teoría jurídica, lo que permitirá poner sobre la mesa las consideraciones sobre la viabilidad o no de los objetivos macroeconómicos cuando se sumergen en sistemas jurídicos determinados.

La expedición normativa y el control judicial sobre las normas responden a ideas sobre la legalidad y la legitimidad de sus objetivos. Para que una norma

37 Ludwig Wittgenstein, *Investigaciones filosóficas* (Buenos Aires: Alianza, 2017).

38 Meyerhof, "The Art of Law", 136-143.

jurídica se acepte no basta con que su expedición siga los procedimientos (legalidad), sino que requiere que sus fines sean percibidos como deseables (legitimidad)³⁹. Los jueces aportan significativamente a la legitimidad normativa al determinar si una norma se ajusta o no al acuerdo colectivo (Constitución)⁴⁰.

En este sentido, lo que queda por revisar es cuáles son los criterios de legalidad y legitimidad que los jueces están implementando. Como se demostrará a continuación, la coordinación y armonización de todas las ramas del poder público es un mandato constitucional, cuyo alcance cobija todas las actividades del Estado. Esto implica que no debe haber una separación entre lo que le corresponde hacer al ejecutivo y lo que le corresponde hacer a la rama judicial. Así, es equivocado afirmar que a la Corte Constitucional le corresponde velar por el desarrollo del Estado social de derecho, entendido como el desarrollo de los derechos y prerrogativas de los asociados, mientras que al Gobierno le corresponde demostrar el impacto económico de las decisiones de los jueces para que estos se retracten de sus decisiones.

En las siguientes páginas, entonces, presentamos un estudio de caso en el cual se comprueba el giro argumentativo que la Corte Constitucional se vio obligada a realizar de la Sentencia C-492 del 2015 al Auto 233 del 2016. Para esto, señalaremos los elementos en que la reflexión constitucional del Estado social de derecho y la garantía de sus derechos debe estar conectada con los supuestos que los hacen posible; es decir, los aspectos macroeconómicos.

39 *Ibid.*

40 Mauricio Pérez Salazar, "Una aproximación a la teoría económica del derecho constitucional", *Revista de Derecho del Estado*, n.º 20 (2007): 3-18.

Estudio de caso: Sentencia C-492 del 2015 y Auto 233 del 2016

Dos son las hipótesis iniciales de este estudio de caso. En primer lugar, las líneas hermenéuticas del ejecutivo y del legislativo no necesariamente coinciden con aquellas judiciales. Segundo, ninguna interpretación es superior a la otra, sino que deben complementarse dependiendo del momento histórico y económico. Como concluiremos con nuestro estudio de caso, lo que se afirma en las dos hipótesis no es un capricho de los autores, por el contrario, responden a un mandato constitucional. En efecto, se mostrará de qué manera la lectura de los artículos 113, 334, 350 y 366 ordena que todas las ramas del poder público cumplan sus obligaciones de manera armónica y coordinada. Comoquiera que la economía es un objeto de estudio por el cual debe velar el Estado como un todo, no es procedente que cada rama del poder realice consideraciones parciales, pues debe responder a las condiciones sociales, económicas y políticas en conjunto, de manera sintética.

El contexto

Existen varias formas de determinación del impuesto sobre la renta, uno de ellos responde al sistema ordinario. Para determinar la renta líquida se descuentan de los ingresos, aquellos expresamente exceptuados, los costos, las devoluciones, las rebajas y los descuentos⁴¹. El 25 % de las rentas laborales constituye renta

41 E.T., art. 26.

exenta para los empleados⁴². La Corte Constitucional y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) propusieron un interesante debate sobre dicha exención. Un extremo velaba por la garantía de los derechos fundamentales; el otro, por la estabilidad macroeconómica.

En el 2012, el Gobierno propuso nuevos sistemas para determinar el impuesto sobre la renta mediante lo que se conoció como IMAN e IMAS. El ejecutivo quiso establecer un pago mínimo del impuesto para que la suma de deducciones no condujera a una declaración en cero de aquellos con capacidad de contribuir.

La Corte Constitucional declaró condicionalmente exequibles los sistemas⁴³. Su análisis se basó en una ponderación entre la potestad tributaria del Congreso y el derecho al mínimo vital de las personas. Frente a esta decisión, el MHCP propuso el incidente de impacto fiscal contemplado en la Ley 1695 del 2013. El Ministerio consideró que la decisión generaba efectos fiscales indeseables, dada la realidad económica del país. Los precios internacionales del producto de mayor exportación (petróleo) se encontraban en sus mínimos históricos, por lo que se reducía sustancialmente el ingreso presupuestado y podía verse afectado el gasto público.

La Corte Constitucional declaró procedente el incidente y, en consecuencia, difirió los efectos de la Sentencia C-492 del 2015. El numeral 2.^º del fallo del 2015 estableció que, a partir del 2016, les era permitido a los trabajadores sustraer las rentas de trabajo exentas una vez detraídos del valor total de los pagos laborales recibidos por el trabajador los conceptos permitidos en

42 E.T., art. 206, numeral 10.

43 C. Const., Sent. C-492, ago. 5/15. M. P. María Victoria Calle Correa.

el artículo 332 del E. T. Con base en el Auto del 2016, la Corte Constitucional estableció que la disposición anterior sería aplicable solo a partir del año fiscal 2017.

Para llegar a la conclusión del 2016, la Corte Constitucional se alejó de las consideraciones sobre el mínimo vital (tema central en la Sentencia C-492 del 2015), y centró la discusión en temas de orden puramente macroeconómicos, que habían sido dejados de lado en el fallo del 2015. El giro hermenéutico que se percibe desde la sentencia al auto fue producto de una discusión acalorada dentro del alto tribunal, por lo que sobresale el elevado número de aclaraciones y salvamentos de voto.

Con este estudio de caso se identifican las líneas argumentativas del ejecutivo y del legislativo en relación con el IMAN y el IMAS. La idea que argumentamos es que las decisiones entre las diferentes ramas del poder público son heterogéneas y en ocasiones se reducen a una visión parcial del texto constitucional. Así, mientras que la rama judicial hace énfasis en los derechos fundamentales, el ejecutivo lo hace desde la óptica de las políticas públicas macroeconómicas.

La Sentencia C-492 del 2015

La Corte Constitucional resolvió en la Sentencia C-492 del 2015 la demanda de inconstitucionalidad contra el artículo 10 de la Ley 1607 del 2012, mediante el cual se crearon el IMAN y el IMAS. Para esto, resolvió los siguientes problemas jurídicos:

¿Vulnera el legislador el principio de irrenunciabilidad de los beneficios mínimos establecidos en normas laborales [...] al incorporar dentro de la base gravable del impuesto mínimo de renta de los empleados los

ingresos que provienen de las relaciones de trabajo, sin admitir como regla aminoraciones estructurales a este respecto?

¿Puede el legislador, en un marco constitucional que garantiza el derecho a un trabajo en condiciones dignas y justas [...], incluir en la base gravable del impuesto mínimo de renta de los empleados ingresos provenientes de relaciones laborales que antes se encontraban necesariamente exentos?

La Corte Constitucional respondió afirmativamente al primer problema jurídico. La *ratio decidendi* estableció que para que un sistema tributario vulnere el principio de irrenunciabilidad de los beneficios mínimos establecidos en normas laborales debe satisfacer tres condiciones: primero, que el sistema grave beneficios laborales; segundo, que esos beneficios sean considerados irrenunciables, y tercero, que el sistema estimule, permita o genere una obligación para que el empleado renuncie a un beneficio del empleador. La Corte Constitucional concluyó que el IMAN y el IMAS satisfacían las primeras dos condiciones, pero no la tercera.

El segundo problema jurídico también se respondió de forma afirmativa, lo que permitió declarar exequible de manera condicionada el artículo demandado. La Corte Constitucional formuló que, en la determinación de la renta líquida alternativa mediante los sistemas IMAN e IMAS, debía deducirse el 25 % de los ingresos, según el numeral 10.^º del artículo 206 del Estatuto Tributario.

En la *ratio decidendi* se determinó que los derechos económicos, sociales y culturales imponen límites a la libertad de configuración tributaria del Estado, pues esta no puede retroceder en las garantías ya consolidadas, salvo que se satisfagan las siguientes condiciones: primero, que exista suficiente deliberación

democrática dentro del Congreso, y segundo, que los argumentos expuestos justifiquen de manera suficiente la regresión. A juicio de la Corte, la primera condición no se cumplió, pues no fue abordada en ninguna de las etapas del proceso legislativo. Dado que no se tiene la primera condición, por vacuidad, tampoco se satisfacía la segunda.

Las consideraciones de la Corte Constitucional pueden agruparse en tres categorías:

1. El marco doctrinal constitucional: el Estado social de derecho⁴⁴ y los principios de legalidad, equidad y eficiencia tributarias⁴⁵.
2. Los derechos y deberes de los ciudadanos: beneficios laborales mínimos e irrenunciables⁴⁶; el trabajo en condiciones dignas⁴⁷; la igualdad entendida como mínimo vital⁴⁸; la no regresividad en derechos económicos, sociales y culturales (DESC)⁴⁹; los contenidos en acuerdos internacionales debidamente ratificados, y, como deber, el contribuir en la financiación de los gastos del Estado⁵⁰.
3. El derecho del Estado a imponer tributos⁵¹ siempre que respete (deber) el carácter no confiscatorio del sistema impositivo⁵².

44 C. P., art. 1.^º

45 C. P., art. 95, num. 9, y art. 363.

46 C. P., art. 53.

47 C. P., art. 35.

48 C. P., art. 13.

49 C. P., art. 93.

50 C. P., art. 95, num. 5.^º

51 C. P., art. 150, num. 11; art. 150, num. 12, y art. 338.

52 C. P., art. 34.

Del anterior recuento normativo llaman la atención dos temas. Por una parte, la desproporción entre derechos y deberes de los ciudadanos, ya que mientras que el grupo de derechos considerados por la Corte es diverso, al ciudadano se le impone una única obligación, la de contribuir con las finanzas de la nación. Esta obligación, al mismo tiempo, es reconocida como una prerrogativa estatal, pues el Estado tiene el derecho a imponer tributos, aunque esta facultad no es absoluta porque debe respetar principios como la legalidad y la equidad tributaria, así como el carácter no confiscatorio del sistema impositivo.

Por otra parte, la comprensión del Estado social de derecho debe incluir, además del cumplimiento de los objetivos del Estado, la provisión de bienes y servicios; la finalidad redistributiva de los impuestos, y los objetivos macroeconómicos de las decisiones estatales.

El Auto 233 del 2016

Al resolver el incidente del impacto fiscal propuesto por el MHCP, la Corte Constitucional concluyó que la Sentencia C-492 del 2015 vulneraba el mandato de sostenibilidad fiscal, por lo que modificó sus efectos para que fueran aplicables a partir del 2017.

El MHCP, al sustentar el incidente en el impacto macroeconómico del fallo mediante una evaluación empírica de los formularios de declaración del impuesto sobre la renta durante el año 2013, sostuvo que el recaudo fiscal se reducía en 335 000 millones de pesos aproximadamente (234 000 millones de pesos por el IMAS y 101 000 millones de pesos por el IMAN), lo cual incrementaba los costos de fiscalización y control tributario. Las tesis del MHCP fueron las siguientes:

1. Se afecta el cumplimiento de la regla fiscal y su inobservancia puede impactar negativamente la actividad de los sectores productivos.
2. La desaceleración económica y la reducción de los precios del petróleo impacta de manera significativa el recaudo fiscal.
3. Para reducir el impacto fiscal anterior se incrementa el control sobre la evasión y el contrabando, y se reduce el presupuesto de gasto de órganos estatales en un 1 %.
4. Es necesario reducir el gasto público para afrontar los efectos de la sentencia, pues “el espacio para financiar nuevos choques es muy limitado, lo que pone en riesgo la satisfacción [de] los objetivos sociales del Estado”⁵³.

El propósito de introducir el IMAN y el IMAS, según el MHCP, era “corregir una situación de anormalidad en la regulación del impuesto de renta, en virtud de la cual la tarifa efectiva promedio de tributación era básicamente la misma para contribuyentes con niveles muy desiguales de ingreso”⁵⁴; así, existían dos intereses macroeconómicos con estos sistemas alternativos para calcular el impuesto. Por una parte, aumentar el recaudo tributario de manera que se gozara de un nivel sostenible de las finanzas públicas, y, por otra, regular la eficiencia tributaria, en la medida en que el impuesto fuera recaudado sin que se erosionara la base gravable.

La argumentación de la Corte en el auto que resolvió el incidente se caracterizó por un marcado interés en el funcionamiento macroeconómico y, contrario a la

53 C. Const., Auto 233, jun. 1/16. M. P. Luis Guillermo Gue rrero Pérez.

54 *Ibid.*

Sentencia C-492, dejó de lado las consideraciones sobre derechos fundamentales, que fueron el eje motivador de la sentencia del 2015. Así, el equilibrio de las finanzas públicas sirve para la satisfacción de necesidades básicas insatisfechas en salud, educación, saneamiento ambiental y agua potable⁵⁵.

Además, aseguró que el incidente de impacto fiscal pretende la armonización entre las diferentes ramas del poder público con miras a salvaguardar el criterio de sostenibilidad fiscal⁵⁶, al identificarlo como “uno de los condicionamientos que rigen la intervención del Estado en la economía”⁵⁷ que garantiza la capacidad económica y coadyuva a los objetivos del Estado social de derecho⁵⁸.

En síntesis, lo que la Corte Constitucional propuso es que los objetivos económicos desempeñan un papel instrumental, que no son fines en sí mismos, sino que deben pensarse con vistas a un fin superior (la realización del Estado social de derecho), mediante la concreción de derechos constitucionales. Entonces, la articulación de las garantías fundamentales, como la vida, la igualdad, el mínimo vital, las condiciones de trabajo justas, entre otras, requieren un sustrato económico sano, el cual provee el Estado como un todo, mediante la facultad que tiene para intervenir en la economía.

De lo anterior se desprende que el funcionamiento de la economía es responsabilidad del Estado en su integridad y que la sostenibilidad fiscal orienta el funcionamiento de todas las ramas del poder público,

55 C. P., arts. 350 y 366.

56 C. P., art. 113.

57 C. Const., Auto 233, jun. 1/16. M. P. Luis Guillermo Gue-rrero Pérez.

58 C. P., art. 334.

incluyendo la judicial. Esta última deberá propender por el desarrollo de un ambiente económico productivo y competitivo.

Así, las condiciones macroeconómicas, como se argumentó⁵⁹, contribuyen a la existencia del mercado y de escenarios dignos y justos para la existencia humana.

La Corte Constitucional sostuvo que “le asiste razón al Gobierno nacional cuando [...] explica que la procedencia del IIP [incidente de impacto fiscal] se encuentra en ‘evitar’ alteraciones serias de la sostenibilidad fiscal”⁶⁰. Sin embargo, le atribuye al ente gubernamental la carga probatoria en temas económicos, pues sostiene que, en virtud del carácter orientador de la sostenibilidad fiscal, las “autoridades judiciales no están obligadas a realizar un estudio detallado sobre el impacto fiscal de las decisiones”⁶¹. Esto puede generar dos tipos de posiciones.

Una de estas es que la posición de la Corte es contradictoria. En primer lugar, porque del carácter orientador de la sostenibilidad fiscal para el funcionamiento de los órganos del Estado no se deduce que la carga probatoria recaiga exclusivamente sobre los órganos gubernamentales. En segundo lugar, porque a pesar de que la Corte deba tener en cuenta la sostenibilidad fiscal como línea orientadora de sus decisiones, en la Sentencia C-492 del 2015 olvidó cualquier consideración de orden fiscal y solo las tuvo en cuenta en la solución del incidente. Por eso es posible concluir que

59 Ramírez, “Fear and Social Capitalism”; Ramírez, “The Law and Macroeconomics”.

60 C. Const., Auto 233, jun. 1/16. M. P. Luis Guillermo Gue rrero Pérez.

61 *Ibid.*

olvidó la sostenibilidad fiscal como herramienta orientadora de sus decisiones.

La otra postura, y contrario a lo que ya se expuso, afirma que no existe una posición ideológica de la Corte que difiera respecto de la del ejecutivo. Como es claro, la Corte Constitucional, en el Auto 233, desplegó consideraciones económicas que prescinden de modelos liberales o alternativos, y se concentró en el tema macroeconómico. Puede afirmarse que no existe un paradigma diferente entre Corte y Gobierno, sino que cada rama hace evidente un sesgo interpretativo de la carta política. La lectura judicial propende por los derechos fundamentales a cualquier costo, y la del ejecutivo, por una racionalización del gasto que contribuya a una mejora económica de largo plazo.

Conclusiones y líneas futuras de investigación

El funcionamiento del Estado depende del trabajo armónico y coordinado de las diferentes ramas del poder público. Aunque constitucionalmente cada una tiene unas funciones asignadas, lo cierto es que estas deben propender por el adecuado funcionamiento de la sociedad. Si bien los derechos fundamentales son un eje central en la carta política de 1991, no es el único, pues tiene que conversar con otros ejes inscritos en la misma Constitución. Por ejemplo, con el desarrollo económico, mediante la promoción de la libre empresa; así como con el adecuado recaudo fiscal para la garantía de los derechos de las personas.

Tradicionalmente, la discusión sobre las potestades del Estado y las garantías de los asociados se ha centrado en que el primero no se extralimite en el uso de sus facultades de manera que se vulneren los derechos de los segundos. Sin embargo, en ocasiones, parece

necesario que el Estado asuma actitudes un poco más ácidas frente a la percepción de las personas, sobre todo si se trata de exorcizar situaciones en las cuales la sociedad puede irse a pique, como es el caso de las crisis económicas.

En este sentido, es necesario introducir consideraciones de justicia macroeconómica en las decisiones judiciales. El estudio de caso permite identificar que dichas reflexiones son fundamentales para la correcta administración de justicia; lo anterior por cuanto, en la sentencia analizada, la Corte olvidó las reflexiones macroeconómicas que solo se tuvieron en cuenta en el análisis del incidente del impacto fiscal propuesto por el Gobierno, momento en el cual la Corte Constitucional concluyó que su decisión era, si no equivocada, inoportuna, dado el momento económico que atravesaba el país.

Una crisis social o económica requiere acciones inmediatas. La falta de consideraciones económicas en las decisiones judiciales son la consecuencia de una interpretación errada de la Constitución, según la cual la gestión de la salud económica es responsabilidad del Gobierno y no de los jueces. El estudio de caso permite concluir que dicha responsabilidad es compartida por todos los órganos del Estado, lo que incluye a la rama judicial.

El ordenamiento jurídico colombiano cuenta con elementos para la adecuada implementación del AMD como herramienta de estudio de la política pública. Dos de estos son el marco fiscal de mediano plazo y las exigencias del cumplimiento de la regla fiscal. Estos permitirían analizar si las decisiones estatales son procedentes dado un estado económico particular. Por ejemplo, si una reforma pensional o laboral tiene impactos macroeconómicos de acuerdo con los dos instrumentos anteriores. Ello permitiría responder

preguntas tales como: ¿qué tipo de reforma se requiere dado el nivel de endeudamiento público actual?, ¿dada una reforma particular, qué condiciones macroeconómicas deberían darse para que la nueva ley promueva el crecimiento económico o, por lo menos, su estabilidad? Aunque estas reflexiones no fueron objeto de estudio en el presente apartado, consideramos de gran importancia incluirlas en futuras líneas de investigación para establecer los límites y alcances del AMD.

El gran desafío para que la rama judicial enfrente adecuadamente momentos económicos específicos es contar con conocimientos en macroeconomía. No es una tarea fácil. La administración de justicia tiene problemas de talento humano (la cantidad es insuficiente para atender asuntos ordinarios y constitucionales); sufre de una gran demanda que se traduce en alta congestión, y parecería inocuo sugerir que ahora adquiera conocimientos diferentes al derecho.

Pese a lo anterior, el diálogo interdisciplinario permite la mejor formulación y aplicación de políticas públicas. La decisión de sus tensiones debe seguir la misma línea argumentativa.

Referencias

- Alviar, Helena. “¿Quién paga o debe pagar por los costos del Estado social de derecho?”. *Revista de Derecho Público* 22, (2009): 3-17.
- Arango, Rodolfo. “El valor de la coherencia y el precedente constitucional”. En *Interpretar y argumentar: nuevas perspectivas para el derecho*, editado por Ricardo Gil Zuluaga, 29-42. Medellín: Librería Jurídica Sánchez, 2006.
- C. Const., Auto 233, jun. 1/16. M. P. Luis Guillermo Guerrero Pérez.

- C. Const., Sent. C-293, may. 12/20. M. P. Gloria Stella Ortiz Delgado y Cristina Pardo Schlesinger.
- C. Const., Sent. C-315, abr. 9/08. M. P. Jaime Córdoba Triviño.
- C. Const., Sent. C-424, oct. 18/23. M. P. José Fernando Reyes Cuartas.
- C. Const., Sent. C-492, ago. 5/15. M. P. María Victoria Calle Correa.
- C. Const., Sent. C-776, sep. 9/03. M. P. Manuel José Cepeda Espinosa.
- C. N., 1991.
- Calabresi, Guido. "Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts". *The Yale Law Journal* 70, n.º 4 (1961): 499-553.
- Cooter, Robert y Thomas Ullen. *Derecho y economía*. Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica, 1998.
- D. 1609/2015.
- D. 770/2021.
- D. 771/2021.
- D. L. 568/2020.
- Donohue III, John y Peter Siegelman. "Law and Macroeconomics: Employment Discrimination Litigation Over the Business Cycle". *University of Southern California Law Review* 66, (1993): 709-765.
- E. T.
- Giraldo Ángel, Jaime. *La hermenéutica jurídica*. Bogotá: Universidad del Rosario, 1997.
- Humes, Jeremy. "Macroeconomic Analysis of the Law: The Missing Piece of the Law and Economics Puzzle". *Whasburn L. J.* 42, (2004): 957-985.
- Kelman, Mark. "Could Lawyers Stop Recessions? Speculations on Law and Macroeconomics". *Stanford Law Review* 45, n.º 5 (1993): 1215-1310.
- L. 1695/2013.
- L. 2284/2023.
- L. 819/2003.

- Listokin, Yair. "A Theoretical Framework for Law and Economics". *American Law and Economic Review* 21, n.º 1 (2019): 46-80. <http://dx.doi.org/10.1093/aler/ahy011>
- Listokin, Yair. *Law and Macroeconomics: Legal Remedies for Recessions*. Cambridge: Harvard University Press, 2019.
- Listokin, Yair. "Law and Macroeconomics: The Law and Economics of Recessions". *Yale J. on Reg.* 34, (2017). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2828352>
- Lozano, Eleonora. "Hacia un nuevo enfoque del análisis económico del derecho". En *Teoría y puesta en práctica del análisis económico del derecho colombiano*, editado por Eleonora Lozano, 5-64. Bogotá: Universidad de los Andes, 2016.
- Mankiw, Gregory. *Macroeconomía*. Barcelona: Antoni Bosch, 2006.
- Mannheim, Karl. *Ideología y utopía: introducción a la sociología del conocimiento*. Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica, 2004.
- Meyerhof, Bruno. "Macroeconomic Analysis of Law versus Law and Macroeconomics". *Journal of Law and Contemporary Problems* 83, n.º 1 (2020): 181-194.
- Meyerhof, Bruno. "The Art of Law and Macroeconomics". *University of Pittsburg Law Review* 74, n.º 2 (2012): 136-143.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Comunicado del 29/11/2023, "Reforma a la salud en 2024 tendrá un costo de \$929 mil millones".
- Pérez Salazar, Mauricio. "Una aproximación a la teoría económica del derecho constitucional". *Revista de Derecho del Estado*, n.º 20 (2007): 3-18.
- Posner, Ricard. *El análisis económico del derecho*. Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica, 2000.
- Ramírez, Steven. "Fear and Social Capitalism: The Law and Macroeconomics of Investor Confidence". *Washburn L. J.* 31, n.º 42 (2002): 515-572.
- Ramírez, Steven. "The Law and Macroeconomics of New Deal at 70". *Md. L. Rev.* 62, (2003): 515-573.

- Strahilevitz, L. "Unilateral Relinquishment of Property". En *Research Handbook of Economics of Property Law*, editado por K. Ayote y H. Smith, 125-147. Cheltenham: Edwar Elan Publishing, 2011.
- Valencia, Gloria. *Junta Directiva del Banco de la Repùblica: grandes episodios en 30 años de historia*. Bogotá: Planeta, 2023.
- Wittgenstein, Ludwig. *Investigaciones filosóficas*. Buenos Aires: Alianza, 2017.

Introducción

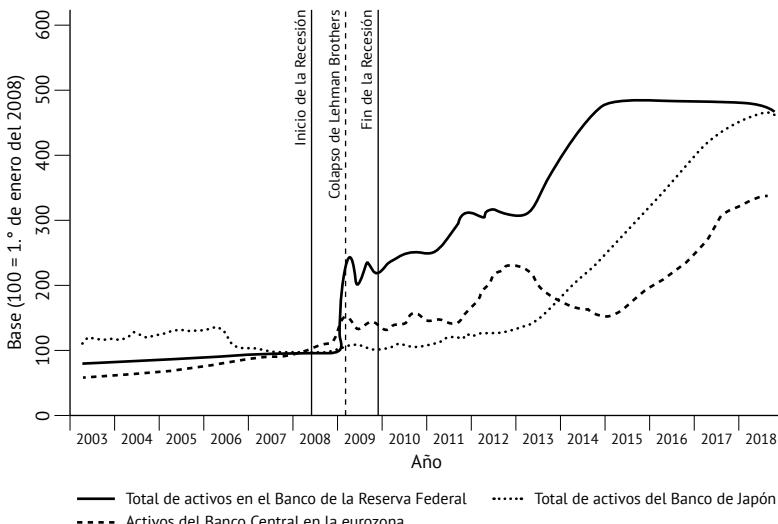
La Gran Recesión de fines de la década del 2000 significó una pérdida en la producción de incontables millones de dólares. Logró convulsionar el orden político de Europa y Estados Unidos que durante mucho tiempo se mantuvo en calma. En muchos de esos países se siguen presentando tasas bajas de crecimiento y un alto nivel de desempleo. Incluso en los países con altas tasas de crecimiento los diseñadores de políticas macroeconómicas están preocupados por lo que pasará cuando llegue la próxima recesión, pues, aunque existe un gran consenso sobre las causas de la Gran Recesión, carecen todavía de las herramientas para enfrentar una posible depresión.

La causa principal de la Gran Recesión, según instituciones de política macroeconómica, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o la Reserva Federal de Estados Unidos, fue una inadecuada “demanda agregada”. El gasto del sector privado colapsó en los inicios de la crisis financiera del 2008 y le tomó casi una década recuperar los niveles anteriores. Con un desproporcionado ahorro y con muy poco gasto, las empresas no podían vender los bienes y servicios producidos, lo que detuvo la economía.

Para estimular la demanda agregada, los diseñadores de políticas públicas cuentan con instrumentos macroeconómicos convencionales, como las políticas monetaria o fiscal. A pesar de que existían buenas razones para creer que la política monetaria sería ineficiente, se convirtió en la primera respuesta para enfrentar la Gran Recesión. Los bancos centrales implementaron de manera agresiva políticas monetarias expansivas durante la crisis, lo que aumentó la oferta monetaria en sumas sin precedentes para disminuir las tasas de interés (véase la gráfica 1). Estas políticas probablemente evitaron que la Gran Recesión, generada por “la peor crisis financiera en la historia mundial, incluyendo la Gran Depresión”¹ causara mucho más daño del que al final produjo. Sin embargo, la expansión monetaria sin precedentes generó un miedo permanente a las burbujas del mercado financiero. E incluso esta campaña monetaria de “estupor y temblor” falló en estimular la economía, lo que se necesitaba para evitar los incalculables daños que produjo la Gran Recesión. Para muchos, esta falla no fue una sorpresa. El “límite inferior igual a cero” de las tasas de interés constriñó la efectividad de una de las más agresivas políticas monetarias. Ya que las tasas de interés no pueden disminuir por debajo de su límite natural de cero, no hubo muchos estímulos disponibles generados por las políticas monetarias. Como observó *Economics* a finales del 2016, “los bancos centrales han

1 Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* (Washington, D. C.: U. S. Government Printing Office, 2011), 354. [Nota del traductor: esta y las demás citas directas son traducción propia.]

Gráfica 1. Activos del Banco Central durante y después de la Gran Recesión



Nota: después de un amplio periodo de estabilidad antes del 2008, los activos de los bancos centrales se incrementaron explosivamente en respuesta a la Gran Recesión.

Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, "All Federal Reserve Banks: Total Assets" [WALCL], FRED, Reserva Federal del Banco de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>; Banco Central Europeo, "Central Bank Assets for Euro Area (11-19 Countries)" [ECBASSETS], FRED, Reserva Federal del Banco de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/ECBASSETS>; Banco de Japón, "Bank of Japan: Total Assets for Japan" [JPNASSETS], FRED, Reserva Federal del Banco de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/JPNASSETS>; Banco de Inglaterra, "Bank of England Balance Sheet - Total Assets in the United Kingdom" [BOEBSTAUKA], FRED, Reserva Federal del Banco de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/BOEBSTAUKA>

estado haciendo su mejor esfuerzo para hacer crecer la demanda. Ahora, ellos necesitan ayuda”².

2 “The Low-Rate World”, *Economist*, 24 de septiembre del 2016, <https://www.economist.com/news/leaders/21707533-central-banks-have-been-doing-their-best-pep-up-demand-now-they-need-help-low-rate-world>

Mientras que las políticas monetarias fueron vigorosas, los estímulos fiscales discretionales —que requieren la aprobación legislativa de leyes que incrementen el gasto gubernamental y reduzcan los impuestos en aras de aumentar la demanda agregada—, después de una expansión fuerte inicial, no fueron puestos a prueba. La pasividad política a nivel federal en Estados Unidos, las restricciones constitucionales a la deuda en cada uno de los estados del país y de la Unión Europea, así como las preocupaciones acerca de la excesiva deuda del Gobierno en muchos países, hicieron que los estímulos fiscales discretionales nunca fueran oportunos para compensar el decrecimiento de la demanda generada por la crisis financiera del 2008. En efecto, muchos Gobiernos redujeron el gasto público durante la Gran Recesión, ya que los ingresos fiscales inesperadamente bajos hicieron que los países tuvieran que apretarse el cinturón.

Con una política monetaria impotente y una política fiscal adormilada, muchas de las economías alrededor del mundo enfrentaron una cuestión urgente: “¿Estamos preparados para la próxima recesión?”³. La gran incertidumbre sobre cómo responder a esta pregunta se hace evidente por lo poco convincentes que resultaron ser las medidas anteriores y que ahora son ampliamente discutidas. Los diseñadores de políticas públicas como Ben Bernanke, anterior director de la

3 Adopto esta cuestión a partir del título y del resumen de una conferencia de Brookings Institution del 2016. Véase David Wessel, Wendy Edelberg, Ben Spielberg, Phillip Swagel, Richard Clarida, John Faust, Louise Sheiner y Jared Bernstein, “Are We Ready for the Next Recession?” (panel, Brookings Institution, 21 de marzo del 2016), <https://www.brookings.edu/events/are-we-ready-for-the-next-recession>

Reserva Federal de Estados Unidos, y Mario Draghi, director del Banco Central Europeo, han considerado, en caso de que las condiciones económicas se deterioren en el futuro, la posibilidad de generar una distribución de “dinero helicóptero”, para la cual el banco central imprimiría más dinero y lo enviaría directamente a los ciudadanos⁴. Y en la eurozona, el FMI ha presionado para que se cree una institución tributaria “centralizada” con el fin de “amortiguar los *shocks* económicos”, defendiendo una expansión fundamental del mandato de la Unión Europea para una mejor política macroeconómica⁵.

El derecho y la Gran Recesión

En este libro propongo una herramienta de política macroeconómica alternativa: el derecho. Es cierto que el derecho es parte ya de las políticas monetaria

- 4 Véase Ben S. Bernanke, “What Tools Does the Fed Have Left? Part 3: Helicopter Money”, Brookings Institution, 11 de abril del 2016, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/04/11/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/>. El director Draghi llamó al dinero helicóptero “un muy interesante concepto” en el 2016. Véase Mari Draghi y Vítor Constâncio, “Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)” (conferencia de prensa, Banco Central Europeo, 10 de marzo del 2016), <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160310.en.html>
- 5 Por ejemplo, el FMI presionó a la eurozona para que “conserviera una capacidad fiscal central”. Véase Andreas Adriano, “Euro Area: IMF Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission”, *Fondo Monetario Internacional*, 15 de junio del 2017, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/06/15/ms061517-euro-area-staff-concluding-statement-of-the-2017-article-iv-mission>

y fiscal, pero se ha prestado muy poca atención a los efectos del derecho sobre el éxito o el fracaso de las políticas macroeconómicas cuando las tasas de interés de corto plazo están en el límite inferior igual a cero. También argumentaré que los novedosos instrumentos legales —y los usos novedosos de los instrumentos legales existentes— estimulan la demanda agregada cuando las políticas monetarias no son efectivas. Todo esto lo agrupo bajo la sombrilla de la “política legal expansiva”. Y, por último, traigo a colación la atención que el derecho le presta al diseño de instituciones, conocido como *diseño institucional*, para influir en las existentes herramientas macroeconómicas de las políticas monetaria y fiscal.

La Gran Recesión hizo evidentes los efectos del derecho sobre la política fiscal. Recuérdese, por ejemplo, las decenas de miles de millones de dólares que el Congreso de Estados Unidos destinó en el 2009 a proyectos de infraestructura “inmediatos y de rápido retorno”. El objetivo era reemplazar rápidamente la vacilante demanda privada por gasto público, mediante la formulación de una nueva ley. Sin embargo, las leyes, la regulación y la burocracia obstaculizaron esos esfuerzos para aumentar rápidamente el gasto. En alusión a las fallas del Gobierno de Estados Unidos en su intento de agilizar el gasto en infraestructura, el presidente Obama concluyó que “no hay algo como un proyecto inmediato y de rápido retorno”. El derecho —expresión que se usará en adelante como una abreviación para normas, leyes, regulaciones y administración— estimuló la inversión directamente por medio de la aprobación de un paquete de estímulos fiscales, pero luego se interpuso en su propio camino.

Además de facilitar las políticas monetaria y fiscal, el derecho también altera la demanda agregada sin necesidad de requerir de las políticas anteriores. Por

ejemplo, cuando un proyecto de construcción es aprobado, los gastos en el corto plazo se incrementan. Una decisión legal, por tanto, modifica el gasto sin ningún cambio en la política fiscal o monetaria. En una escala más grande (casi 400 000 millones de dólares en el 2015 en Estados Unidos), la regulación de las empresas de electricidad pública también afecta la demanda agregada⁶. Si los reguladores de las empresas de servicios públicos aprueban un incremento de la tasa de ganancia de estas empresas, entonces los consumidores tienen menos dinero para gastar, mientras que los accionistas tienen más. Si los consumidores gastan un poco más de dinero que el que gastan los accionistas (lo que casi siempre sucede), las decisiones de los reguladores de las empresas de servicios públicos afectan la demanda agregada. La aprobación de tasas de ganancia más altas disminuye el gasto, mientras que mantener las tasas bajas lo aumenta. Y, en la misma medida que la regulación de los servicios públicos afecta la demanda agregada, así lo hacen otras decisiones legales.

Argumento que, en circunstancias extremas, el derecho debería promover el gasto. Si la política monetaria expansiva está constreñida por tasas de interés de corto plazo iguales a cero y si la política fiscal expansiva está limitada por razones constitucionales, estancamiento político o miedo a una deuda pública excesiva, la política legal expansiva, tal como la regulación de los servicios públicos, que mantiene precios bajos

6 “Electricity Data Browser: Revenue from Retail Sales of Electricity, Annual”, U. S. Energy Information Administration, <https://www.eia.gov/electricity/data/browser/#/topic/6?agg=0,1&geo=vvvvvvvvvvvvo&endsec=vg&freq=A&start=2001&end=2015&ctype=linechart<ype=pin&rtype=s&pin=&rse=0&maptyle=0>

en recesiones, y la condonación de la deuda privada (mediante las leyes de insolvencia), ofrece una tercera vía para estimular la demanda agregada. Discutiré en detalle ambas opciones y otras más.

Aunque en la actualidad el derecho no forma parte del paquete de herramientas macroeconómicas de Estados Unidos, no hay razón para que no pueda considerarse una herramienta adicional. Durante la Gran Depresión de los años treinta, los diseñadores de políticas públicas confiaron en instrumentos tales como la Agencia Nacional de Recuperación, que reguló la industria, y la Agencia Federal de Vivienda, que reguló el mercado financiero local de vivienda, para estabilizar la economía. Asimismo, el régimen macroeconómico internacional posterior a la Segunda Guerra Mundial, Bretton Woods, se basó en la premisa de que los controles legales restringían el flujo del capital por fuera de las fronteras nacionales. Y, por último, durante la inflación de la década de 1970, el Gobierno de Estados Unidos implementó un control de precios. Aunque estas intervenciones legales no fueron siempre exitosas, es sorprendente que ahora se asuma que no pueden funcionar nunca y, de esta manera, jamás se consideren las opciones de las políticas legales. Se han abandonado lo que solían ser herramientas integrales de la política macro⁷.

En otras áreas de las políticas públicas, el derecho y la regulación usualmente sustituyen el gasto

7 La mayoría de mis ejemplos son de Estados Unidos por la simple razón de que conozco mejor las políticas económicas y legales estadounidenses. Pero muchos de los principios establecidos en este trabajo pueden aplicarse en cualquier jurisdicción, y también discuto una gran variedad de otros contextos, como la política pública en la eurozona.

gubernamental y la tributación; no son solo herramientas para prevenir crímenes. Como la política fiscal, el derecho mitiga “externalidades” perjudiciales. Por ejemplo, las emisiones de carbono pueden reducirse por medio de un impuesto al carbono (política fiscal) o mediante la regulación ambiental (derecho). Cuando la administración Obama no pudo aprobar un plan integral que regulara las emisiones de dióxido de carbono, se optó por acciones regulatorias agresivas de acuerdo con el Plan de Energía Limpia. Y, de nuevo, como hace la política fiscal, el derecho provee bienes públicos. El Gobierno puede estimular el crecimiento económico destinando fondos a la investigación científica (política fiscal) o fomentando el potencial de ganancias mediante las patentes y los derechos de autor (derecho). Si los objetivos de la tributación y el gasto incluyen estímulos en situaciones de tasas de interés igual a cero, así mismo deberían comportarse los objetivos del derecho, el cual usualmente es un sustituto de la política fiscal.

Tan solo porque el derecho puede promover o impedir el gasto y afectar el ciclo económico no significa que siempre debería utilizarse de esa manera. Para evaluar una política legal expansiva o contractiva se necesita comparar los pros y los contras del uso del derecho para los fines macroeconómicos, en comparación con aquellas alternativas habituales de la macroeconomía, sobre todo las políticas monetaria y fiscal. En este libro sostengo que el derecho ofrece un importante instrumento de política macroeconómica. Como resultado, deben considerarse las políticas legales expansivas únicamente cuando los estímulos monetarios y fiscales son insuficientes. Incluso entonces, los reguladores, los jueces y los administradores deberían estimular la demanda agregada solo cuando tengan los poderes discretionales para hacerlo. No pueden cambiar el derecho para promover el gasto, solo pueden usar a

buen juicio las facultades que ya tengan a su disposición. El Congreso, por el contrario, goza de un alcance más amplio para lograr políticas legales expansivas.

Infortunadamente, las limitaciones a las políticas monetaria o fiscal que sean efectivas pueden convertirse en acciones comunes en el futuro. Con tasas de interés que se reducen a los más bajos niveles históricos, incluso después de un periodo prolongado de expansión, las investigaciones recientes estiman que el límite inferior igual a cero puede constreñir futuros intentos de estimular la política monetaria casi en un 40 % de las veces⁸. Asimismo, las restricciones constitucionales a la deuda, el estancamiento político y los miedos en torno al incremento de la deuda pública hacen que las expectativas de los estímulos fiscales discretionales sean aún menos realistas.

Al comparar la política legal expansiva con la política fiscal y monetaria, en este texto se hace una simbiosis entre derecho y macroeconomía, con lo cual se complementa la perspectiva microeconómica que dominó el campo académico del “derecho y economía” durante el medio siglo anterior. El “derecho y economía” argumenta que el derecho debería usarse para maximizar el tamaño de la torta microeconómica. Sin embargo, ha ignorado los efectos del derecho sobre la demanda agregada y ha dejado la prevención de las recesiones a las políticas fiscal y monetaria. La búsqueda desesperada por nuevas herramientas para las políticas macroeconómicas indica que esta división de trabajo no es una medida razonable.

8 Michael Kiley y John Roberts, “Monetary Policy in a Low Interest Rate World” (borrador de la conferencia Brookings Papers on Economic Activity, 23 y 24 de marzo del 2017), https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/03/5_kileyroberts.pdf

Derecho y macroeconomía está pensado para los diseñadores de políticas públicas económicas, los economistas, los abogados y cualquiera que esté interesado en políticas públicas. Los economistas y los diseñadores de políticas públicas que buscan nuevas herramientas para estimular las economías deprimidas encontrarán en el derecho un prometedor instrumento de política macroeconómica. Los economistas podrían también encontrar nuevas formas de examinar las virtudes y los inconvenientes de las políticas monetaria y fiscal desde una perspectiva de diseño institucional. Los abogados pueden descubrir aquí una nueva base para evaluar las normas y la regulación: además de preguntarse si una ley es solo justa, administrable o microeconómicamente eficiente, deberían considerar cuáles son los efectos de la ley sobre el ambiente macroeconómico. Una decisión que es correcta cuando la economía es saludable puede ser mala cuando las tasas de interés están en cero. Argumentaré que una u otra decisión debería ser diferente, porque el contexto macroeconómico también es diferente. El campo del derecho y macroeconomía, de esta manera, lleva al derecho a un acuciante problema social que hasta ahora ha estado fuera de su alcance, a saber: la restricción impuesta a las economías estancadas por una inadecuada demanda agregada.

La discusión que presento aquí sobre cada uno de los vínculos entre derecho y macroeconomía no es exhaustiva. No discuto la relación entre derecho y finanzas o entre derechos de propiedad y crecimiento económico, relaciones que consideran los efectos de la tradición y las instituciones legales sobre el resultado macroeconómico de largo plazo, tal como el producto interno bruto (PIB) y la valuación de las acciones del mercado. Estos estudios son de importancia capital. Sin embargo, como gran parte del campo del derecho

y economía, estos estudios se enfocan en el papel que desempeña del derecho en la expansión de la capacidad productiva de una economía (el lado de la oferta) más que en el que desempeña en el gasto (el lado de la demanda). En este libro, por el contrario, el enfoque está en el lado de la demanda: específicamente, cómo el derecho puede estimular la demanda para mitigar las recesiones cuando la política monetaria es insuficiente.

Tampoco enfatizo en la regulación financiera. Sin duda, una mejor regulación reduce la probabilidad de una crisis en esta área, con efectos macroeconómicos perdurables. Pero todo este tipo de regulación ha sido explorada ampliamente por abogados y economistas. Además, incluso la mejor regulación financiera está condenada a fallos periódicos. Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff identificaron ocho episodios separados de crisis bancarias globales entre 1990 y el 2008, y sugieren que podría no haber forma de evitar tales eventos⁹. A la luz de esto, el derecho debe ofrecer respuestas tanto en el momento en el que las crisis ya han golpeado, como en el momento en que aún no lo han hecho para prevenirlas por medio de una regulación profiláctica.

En efecto, no hay un mejor tiempo para requerir más del derecho. La sombra de la Gran Recesión aún recae sobre la economía global, ya sea en la forma de un lento crecimiento, incluso en países que ostensiblemente se han recuperado, o en la forma de tasas de interés excepcionalmente bajas a lo largo del mundo industrializado. Con tasas tan bajas, habrá poco espacio para las políticas monetarias cuando el próximo

9 Véase Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton: Princeton University Press, 2009), 205, figura 13.1.

decrecimiento golpee de manera inevitable. Y la falta de una respuesta fiscal decisiva para la Gran Recesión demostró que la política fiscal es un sustituto muy poco fiable de la política monetaria. Es por tanto crucial que se comprenda cómo el derecho puede ser una herramienta más efectiva para disminuir la desaceleración.

Plan del libro

La primera parte examina las políticas fiscal y monetaria desde la perspectiva legal. En el capítulo 1 presento una revisión de la macroeconomía keynesiana y de la macroeconomía neokeynesiana para lectores poco familiarizados con estos estudios. En breve, explico cómo el incremento o la reducción temporal en el gasto altera ligeramente la producción, pero al mismo tiempo induce cambios en las tasas de interés y, al final, en los precios. Estos cambios graduales en las tasas de interés y los precios hacen que la economía retorne a su nivel de producción “natural”, determinado por factores de la oferta. (Los lectores interesados en un tratamiento formal simple –el modelo de inversión y ahorro, y de liquidez y dinero [IS/LM, por sus siglas en inglés]– del aspecto discutido en este y los siguientes capítulos pueden consultar los apéndices).

El capítulo 2 examina la política fiscal cuando las tasas de interés están por encima de cero. Explico por qué los estímulos fiscales, obtenidos por medio de bajos impuestos y alto gasto, incrementan la demanda agregada mientras que la contracción fiscal la disminuye. La política fiscal “discrecional” es una herramienta a disposición del Parlamento y normalmente es vista como un instrumento de estabilización poco efectivo. En particular, requerir de la acción legislativa significa

que el Estado se moverá muy lentamente como para compensar de forma oportuna las fluctuaciones de la demanda agregada. Discuto el atractivo de usar políticas fiscales “automáticas”, en contraste con la política fiscal discrecional, para estabilizar una economía en recesión. Con la política fiscal automática, los déficits se incrementan rápidamente cuando los ingresos caen, y se contraen velozmente cuando los ingresos crecen sin necesitar la acción legislativa y sin tener que enfrentar los desafíos políticos que esto demanda.

Para la perspectiva macroeconómica convencional de la política fiscal automática, la cual solo se enfoca en el gasto gubernamental y en el ingreso tributario, agrego un tercer instrumento de política fiscal: los gastos tributarios. Estos son subsidios estatales que se otorgan por medio del código tributario. Un ejemplo de un gasto tributario es la deducción sobre las obras de beneficencia consagrada en el código de impuesto sobre la renta de Estados Unidos. Esta deducción reduce el ingreso objeto de impuesto por cada dólar que los contribuyentes entregan como donación. La decisión estatal de subsidiar las donaciones de caridad hace que el donante asuma un impuesto más bajo después de haber realizado ciertas obras de beneficencia, aun cuando el ingreso del donante efectivamente no se haya reducido. En el 2016, los gastos tributarios en Estados Unidos fueron aproximadamente de 1,5 billones de dólares, 7,9 % del PIB (más que el gasto discrecional en rubros distintos a la defensa).

A diferencia de los programas convencionales de impuesto y gasto, en los que se concentran los macroeconomistas, los gastos tributarios tienden a ser automáticamente desestabilizadores. Un buen ejemplo de los efectos desestabilizadores automáticos del gasto tributario es que el impuesto sobre la renta pagado a los estados de Estados Unidos puede deducirse (ahora

de manera limitada) del ingreso susceptible de renta federal. Este gasto tributario se convierte en un verdadero subsidio federal para los contribuyentes, que se reconoce por el hecho de pagar el impuesto sobre la renta en los estados y –de forma indirecta– también para el gasto público financiado por el impuesto sobre la renta estatal. Un dólar extra en gasto estatal financiado por el impuesto estatal requiere que los residentes del estado renuncien a menos de un dólar después del impuesto, porque el dólar pagado como impuesto en los estados es deducible del ingreso federal.

La carga del impuesto estatal sube cuando el ingreso aumenta durante los auges (disminuyendo los déficits) y baja durante las recesiones (incrementando los déficits). El impuesto estatal, por tanto, estabiliza automáticamente la economía, como han observado ya los macroeconomistas. Pero el gasto tributario generado por el impuesto estatal –el subsidio federal por el pago del impuesto a los estados– desestabiliza la economía. Si los pagos del impuesto estatal suben en los auges y caen en las recesiones, entonces el subsidio federal efectivo por medio del costo fiscal también aumenta en los auges y cae en las recesiones. Esto desestabiliza la economía al reducir un subsidio gubernamental en una recesión e incrementar el subsidio cuando el ingreso es alto.

El efecto desestabilizador de las deducciones al impuesto federal por el pago de los impuestos estatales, así como otros gastos tributarios, es cuantitativamente importante. Recientes estimaciones empíricas sugieren que el gasto tributario elimina de forma dramática las características estabilizadoras del impuesto de Estados Unidos¹⁰. Sin embargo, estos efectos des-

10 Hauthi Kingi y Kyle Rozema, *The Effect of Tax Expenditures*

estabilizadores generados por el gasto tributario han sido poco estudiados por los macroeconomistas, quienes por lo general omiten analizar formas alternativas de políticas fiscales, como es el gasto tributario. Dadas sus características desestabilizadoras se necesita ya sea reducir la dependencia sobre esos gastos o expedir leyes que limiten sus propiedades desestabilizadoras. Concluyo el capítulo 2 describiendo las propiedades desestabilizadoras de otros importantes –aunque desconocidos– instrumentos de política fiscal, tales como los programas de subvenciones compartidas y algunos de seguridad social.

El capítulo 3 examina la política monetaria cuando las tasas de interés están por encima de cero. La política monetaria expansiva estimula el gasto haciendo más abundante el dinero y reduciendo las tasas de interés, mientras que la política contractiva inhibe el gasto aumentando las tasas de interés. Todas las democracias occidentales delegan la autoridad sobre la política monetaria a bancos centrales independientes y a expertos.

La política monetaria ofrece una poderosa herramienta para mitigar los efectos económicos de los cambios en la demanda agregada. Sin embargo, a lo largo del capítulo 3 se observará que muchas jurisdicciones pueden perder el control sobre la política monetaria. Los estados de Estados Unidos, así como los de las naciones de la eurozona, no pueden gozar de los beneficios de la política monetaria en aras de facilitar el mercado y la integración política. En este capítulo pregunto por qué una jurisdicción cualquiera renunciaría a una herramienta macroeconómica

on Automatic Stabilizers: Methods and Evidence, *Journal of Empirical Legal Studies* 14, n.º 3 (2017): 548-568.

tan poderosa como esta, descrita como el “único juego [macroeconómico] en la zona” en el título de un reciente libro sobre macroeconomía¹¹. Explico que la “trinidad imposible” de la macroeconomía internacional les ofrece a los Gobiernos una compleja elección. Estas jurisdicciones pueden promover el mercado por medio de una moneda compartida o una moneda fija o promover la estabilidad macroeconómica reteniendo el control sobre la política monetaria, pero no ambas.

Lo anterior es cierto, a menos que la jurisdicción establezca controles al capital —la tercera persona de la trinidad imposible—. Con controles al capital, las jurisdicciones aprueban leyes para impedir el movimiento de capital fuera de las fronteras, hasta el punto de negar la ejecución de un contrato que, en principio, sería válido, si la tal ejecución configura una violación del control de capitales del país. El control de capitales complica el derecho, pero permite a las jurisdicciones obtener los beneficios de la promoción del comercio y de fijar las tasas de cambio, sin renunciar al control sobre la política monetaria. El uso del control de capitales para permitir que las tasas de cambio permanezcan estables y que exista flexibilidad monetaria es un buen ejemplo de la posibilidad del derecho y macroeconomía: al exigir más al derecho, los regímenes con control de capitales, como el régimen de Bretton Woods de 1944-1971, producen mejores resultados macroeconómicos.

En el capítulo 3 también comparo la política fiscal y la monetaria como herramientas de política macroeconómica. Explico por qué los economistas prefieren

11 Mohamed El Arian, *The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse* (Nueva York: Random House, 2017).

la política monetaria sobre la política fiscal discrecional para estimular o inhibir las economías cuando las tasas de interés están por encima de cero. De acuerdo con esto, la política monetaria es efectiva porque la implementa el banco central, un banco experto, hábil y capaz de responder de manera efectiva a las fluctuaciones de la demanda. La política fiscal, por el contrario, implica un cuerpo legislativo constituido por políticos cuyas respuestas son lentas en comparación con las rápidas fluctuaciones de la demanda agregada. Sin embargo, cuando la política monetaria deja de ser una opción, la política fiscal se vuelve la herramienta de política macroeconómica de primera mano.

El capítulo 4 hace énfasis en los altos costos de las trampas de liquidez, en las cuales las tasas de interés de corto plazo están constreñidas por el límite inferior igual a cero. En una trampa de liquidez, el gasto no alcanza a cubrir la capacidad de producción de la economía. Una reducción de las tasas de interés no puede ayudar a retornar rápidamente la economía a sus niveles naturales de producción porque las tasas de interés no pueden ir (más) abajo de cero. Sin que pueda darse una reducción adicional de las tasas de interés que induzca a los prestatarios a gastar el exceso de ahorros, la producción cae por debajo de la capacidad y el desempleo aumenta.

Ya que en este caso la producción no está limitada por la capacidad, sino por el límite inferior igual a cero, las políticas económicas que incrementan la capacidad no aumentan la producción. Por el contrario, una falta de demanda limita la producción. Las políticas que incrementan la demanda agregada, por tanto, aumentarían también la producción durante una trampa de liquidez.

La Gran Recesión fue en sí misma una trampa de liquidez, con tasas de interés de corto plazo cercanas a

cero por más de cinco años. Los costos de la Gran Recesión excedieron casi todas las predicciones. No solo fue un hundimiento de la producción a corto plazo, sino que además las tasas de crecimiento a largo plazo resultaron demasiado bajas. Este problema es conocido como *histéresis*, problema por el cual una depresión de corto plazo lleva a una declinación de largo plazo de las tasas de crecimiento de la economía. El ejemplo más sencillo de histéresis se dio en el mercado laboral. El desempleo de largo plazo causa que las habilidades laborales desmejoren; después de que las personas han estado desempleadas por un año o más, la posibilidad de que los desempleados vuelvan a trabajar de nuevo cae dramáticamente. Así, un deterioro de corto plazo en la economía puede tener efectos negativos a largo plazo.

Aún más, los efectos de las trampas de liquidez no se reducen al mercado laboral. Ya que los costos son compartidos de manera desigual, el grueso de desempleados sufre duramente, pero cada trabajador considerado individualmente experimenta pocas pérdidas, las trampas de liquidez pueden generar una convulsión política. Las economías lentas ofrecen espacios propicios para los políticos que buscan anular los órdenes político y económico establecidos, incluso si aquellos son más productivos que el reemplazo que se propone¹². En el Reino Unido, los votantes eligieron el Brexit, rechazando la permanencia de Inglaterra en la integración económica con la Unión Europea (mutuamente beneficiosa). En Estados Unidos los votantes eligieron a

12 Para una explicación detallada de cómo el populismo prosperó a partir de la crisis financiera del 2008 y de la Gran Recesión, véase Adam Tooze, *Crashed: How A Decade of Financial Crises Changed the World* (Nueva York: Viking Press, 2018).

Donald Trump para la presidencia, aun cuando Trump promovió políticas económicas y sociales tales como el proteccionismo del mercado, el cual rechazaba tanto la ortodoxia bipartidista como la sabiduría económica convencional. Aunque la Gran Recesión no es la única causa de estas convulsiones políticas, casi de manera cierta las hizo más probables. Dadas las posibles pérdidas generadas por esas oleadas de indignación popular, los costos causados por intereses políticos durante las trampas de liquidez pueden empequeñecer aun sus efectos multimillonarios directos.

La trampa de liquidez no fue lo único importante durante la Gran Recesión ni durante otras recesiones o depresiones prolongadas. El capítulo 5 presenta otros dos aspectos que también son relevantes. Como la trampa de liquidez, el *estancamiento secular* hace hincapié en el problema del límite inferior igual a cero de las tasas de interés. Sin embargo, el estancamiento secular enfatiza en la posibilidad de que la demanda agregada inadecuada persista por una generación completa, mucho más de lo que los macroeconomistas creen que duran las trampas de liquidez. El *superciclo de la deuda* también fue relevante durante la Gran Recesión. Este destaca el papel desempeñado por los prestatarios insolventes y por un sector financiero perpetuamente insolvente como detonantes de una depresión de la demanda agregada. Argumento que lo que contó en la Gran Recesión tenía relativamente pequeñas implicaciones para la política legal expansiva, porque, por sobre cada una de las cosas que importaban, el problema real era una inadecuada demanda agregada que podía ser dirigida por intervenciones legales, entre otro tipo de políticas. Como resultado, uso los términos *límite inferior igual a cero* y *trampa de liquidez* como sinónimos para recesiones prolongadas, aun cuando algunos macroeconomistas prefieren resaltar otras causas de las peores recesiones.

Ya que las trampas de liquidez son tan peligrosas, los diseñadores de políticas públicas macroeconómicas intentan evitarlas por todos los medios y salir de ellas rápidamente una vez que han comenzado. En el capítulo 5 examino qué tan buenas son las políticas monetaria y fiscal para mitigar las trampas de liquidez. Señalo defectos serios en cada una de estas.

El principal instrumento de estímulo de la política monetaria –reducir las tasas de interés para estimular la toma de préstamos para invertir y consumir– se vuelve impotente en una trampa de liquidez. Las tasas de interés no pueden disminuir por debajo de cero porque en caso de ser negativas las personas cambiarían sus activos financieros por efectivo que rinde a tasas de interés cero. Como resultado, las opciones de la política macroeconómica en el límite inferior igual a cero se restringen a las *políticas monetarias no convencionales* y a la política fiscal expansiva. Las políticas monetarias no convencionales fueron amplia y agresivamente desplegadas durante la Gran Recesión, pero resultaron insuficientes para estimular la demanda agregada. Además, tales políticas confieren un poder sin precedentes a los bancos centrales, tal como enfatizó Paul Tucker en un importante trabajo del 2018^[13]. En efecto, las políticas monetarias no convencionales del Banco Central Europeo violaron la más simple interpretación del Tratado de Maastricht, por el cual se creó la eurozona. (La Corte Europea de Justicia al final autorizó las políticas, mediante una estrecha interpretación de la ley que yo critiqué pero que ahora apoyo). Si la política monetaria no convencional es contraproducente –y los riesgos

13 Para una exploración reciente e importante de los riesgos asociados con el excesivo poder de los bancos centrales véase Paul Tucker, *Unelected Power* (Princeton: Princeton University Press, 2018).

siempre serán grandes—, entonces la independencia y el poder de los bancos centrales, características celosamente salvaguardadas y consideradas invaluables, estarán en riesgo. Para evitar esas controversiales políticas en el futuro, los diseñadores de políticas públicas deberán presentar otras alternativas.

Lo que sucede es que muchos estudios empíricos y teóricos han demostrado la efectividad de los estímulos fiscales expansivos —tanto automáticos como discretionales— para hacer frente a la Gran Recesión. Pero el simple hecho de que la política fiscal expansiva pueda ser efectiva en una trampa de liquidez no remedia las fallas institucionales inherentes de las políticas fiscales. La política fiscal automática aumenta la demanda —los déficits gubernamentales alcanzados en muchas naciones desde el 2009 al 2015— pero no lo suficiente para controlar una depresión del tamaño de la Gran Recesión. La expansión fiscal discrecional puede ser más agresiva y a la medida de la depresión, pero la política fiscal discrecional está sujeta a restricciones constitucionales, a los caprichos de los legisladores y a los miedos en torno a la deuda pública que socavan el crecimiento económico y la estabilidad social. Así, después de una ronda inicial de estímulos fiscales discretionales en el interregno inmediato a la crisis financiera, muchas naciones industrializadas asumieron políticas de austeridad para reducir los déficits y la carga de la deuda, a pesar de que había evidencia considerable en relación con el hecho de que los estímulos fiscales eran efectivos para estimular la economía.

La política macroeconómica falló en su intento de detener la Gran Recesión. En este contexto no es sorprendente que algunos defiendan el uso de políticas radicales, tales como el dinero helicóptero, para enfrentar futuras trampas de liquidez. Con este vacío de política pública en la base, el capítulo 6 considera

las reformas institucionales para mejorar los diseños fiscales. Argumento que si en las carreras de Derecho –de donde los políticos normalmente se gradúan– enseñaran algo de macroeconomía, ello ayudaría a asegurar que los Estados acepten políticas fiscales apropiadas. No podemos sorprendernos de que los legisladores no tomen acciones cuando las tasas de interés están en cero, pues nunca se les ha enseñado acerca de la urgencia de activar estímulos fiscales en el límite inferior igual a cero.

También apoyo la abolición de las restricciones al déficit fiscal. En vez de requerir que los presupuesto estén balanceados cada año, argumento que las jurisdicciones deberían considerar cíclicamente las restricciones al déficit de manera ajustada. Esto requiere cero déficits cuando las economías están operando a su capacidad, pero cuando el desempleo y la producción caen, debería permitirse algo de déficit en el gasto. Estos déficits deberían estar balanceados por superávits generados durante los años de bonanza. También defiendo los instrumentos fiscales basados en reglas. Los Estados deberían emitir normas que ordenen que si las tasas de interés están en cero y las tasas de desempleo son altas, las tarifas tributarias deberían ser bajas y el gasto gubernamental alto. Por último, estudio la creación de una agencia independiente para la política fiscal de estabilización: el equivalente fiscal de un banco central. Aunque me agrada mucho esta idea, soy escéptico en que una agencia de tal naturaleza goce algún día de legitimidad democrática, porque la política fiscal es vista como algo que forma parte integral de las ramas del poder público más de lo que lo es la política monetaria. Propongo, como alternativa más plausible, una Oficina de Coordinación de la Política Fiscal que forme parte del Gobierno. Esta oficina aseguraría que se fuera sensible a los cambios

macroeconómicos mediante la concienciación, para que se les preste atención de manera consistente a dichos cambios a lo largo del tiempo. En muchos países, oficinas como estas, por ejemplo, la Oficina de Información y Temas Regulatorios (OIRA, por sus siglas en inglés) en Estados Unidos, asegura que diversos actores estatales apliquen medidas consistentes en cuestiones de política microeconómica. Una oficina similar para temas macroeconómicos facilitaría los estímulos fiscales sin amenazar la legitimidad democrática.

Para concluir la primera parte, el capítulo 7 identifica oportunidades de estímulos fiscales regulatorios que se han pasado por alto. Las agencias de recaudación de impuestos, como el Servicio de Impuestos Internos (IRS, por sus siglas en inglés) en Estados Unidos, hacen de manera implícita la política fiscal. Cuando el IRS interpreta las normas del impuesto sobre la renta de tal forma que disminuyen los ingresos tributarios, estimula la demanda agregada. En el límite inferior igual a cero, el IRS debería ejercer su política a discreción en favor de las sentencias que estimulen la economía mediante la reducción del recaudo de impuestos. Otras agencias gubernamentales también desempeñan un importante papel en el gasto público. Si una agencia implementa un programa de gasto con fondos ilimitados (tales como Medicare o Medicaid) de manera más agresiva, la demanda se estimulará. Ya que los estímulos fiscales son extremadamente útiles en el límite inferior igual a cero, las agencias deberían favorecer gastos más agresivos de los que permiten en tiempos económicamente ordinarios.

El capítulo 7 también discute los principios para favorecer los estímulos mediante las agencias regulatorias. Primero, las agencias deberían estimular la economía únicamente dentro de los márgenes de su competencia. Ellas no pueden violar las leyes en el

intento de perseguir los estímulos; solo deben hacer uso de sus facultades legales. Segundo, los estímulos fiscales regulatorios necesitan coordinación. Mediante el establecimiento de una oficina de política fiscal de vigilancia, el Gobierno aseguraría que las agencias usen de manera completamente consistente medidas con las cuales se intente estimular la economía.

El estímulo fiscal en el límite inferior igual a cero goza de un amplio apoyo por parte de los economistas, aun cuando el uso de políticas fiscales para propósitos macroeconómicos complica el logro de otros fines de la política fiscal, como la provisión de “bienes públicos” (educación) o la redistribución de la riqueza de los más ricos hacia los más necesitados en aras de una sociedad más justa. El consenso en favor de la política fiscal expansiva en el límite inferior igual a cero indica que deberían tolerarse políticas para mitigar ineficiencias macroeconómicas, aunque podrían no ser ideales desde la perspectiva financiera pública microeconómica.

Si este consenso se aplica a la política fiscal, entonces debería considerarse algo similar con respecto al derecho. Como la política fiscal, el derecho se preocupa de la asignación y redistribución de bienes y servicios en su persecución de una sociedad más justa. Si deseamos sacrificar algunos objetivos de política fiscal para mejorar la política macroeconómica, entonces debería al menos considerarse el sacrificio de algunos objetivos tradicionales del ámbito legal para alcanzar el mismo fin.

Mientras la primera parte ofrece un análisis legal e institucional de las herramientas tradicionales de política macroeconómica, la segunda parte examina los efectos macroeconómicos del derecho. Me centro en muchos ejemplos, incluyendo el debate sobre la aprobación del oleoducto Keystone, las agencias regulatorias del New Deal y el control de precios

establecido por el Congreso y el presidente Nixon en 1971.

El capítulo 8 se enfoca en el profundo debate sobre el oleoducto Keystone. Muestro qué tan diferente hubiera sido si los políticos y los reguladores hubieran considerado condiciones macroeconómicas al momento de tomar decisiones. La construcción del oleoducto Keystone, propuesto en el 2009, al final fue prohibido por el Departamento de Estado de Obama sobre la base de que su construcción no era de “interés nacional”. Los republicanos afirmaban que aprobar la construcción del Keystone crearía puestos de trabajo –un elemento clásico de interés nacional–, pero el presidente Obama respondió que “no hay evidencia de que eso sea cierto”¹⁴. Ninguno de los dos partidos estaba en lo correcto. Ambas afirmaciones dependían del estado del ciclo económico, aun cuando ellos lo afirmaron como verdades inmodificables.

La construcción del Keystone hubiera empleado de manera directa a 42 000 personas. En una economía que producía a su capacidad (como pasó cuando el Keystone recibió la aprobación del gobierno Trump en el 2017), esos puestos de trabajo hubieran significado poco para el desempleo en general porque los posibles trabajadores de la construcción del Keystone podrían emplearse en otros cargos. Sin embargo, cuando el Departamento de Estado pospuso el proyecto en el 2010-2011 y cuando lo rechazó en el 2013, la economía producía por debajo de su capacidad. La demanda limitaba la producción y la política monetaria no podía estimular la demanda agregada a causa

14 “Interview with President Obama”, *New York Times*, 27 de julio del 2017, <https://www.nytimes.com/2013/07/28/interview-with-president-obama.html>

del límite inferior igual a cero. El incremento de la demanda hubiera incrementado el empleo. Si el Keystone hubiera sido aprobado en el 2011, la construcción hubiera puesto a producir mano de obra subutilizada y capital sin requerir gasto gubernamental. El derecho —en la forma de regulación aprobatoria del Keystone— no hubiera simplemente trasladado gasto de una fuente a otra, hubiera aumentado la producción. El desempleo en Estados Unidos hubiera decrecido en corto tiempo y los efectos de histéresis se hubieran evitado en el largo plazo. El Keystone podría no haber estado entre el interés nacional por otras razones, aun en el 2011, pero el Departamento de Estado fue apático a considerar los efectos macroeconómicos en la evaluación del proyecto.

Aunque aplicar una perspectiva macroeconómica del derecho hubiera sido benéfica para el proyecto Keystone, también se hubieran presentado inconvenientes. Los costos y las complicaciones se exploran en el capítulo 9. El proyecto Keystone es un caso en el cual priorizar algunos objetivos macroeconómicos implicaba sacrificar otros; en concreto, la protección del medio ambiente. Agregar factores adicionales a las decisiones legales hace también que el derecho sea más complicado: es difícil saber de qué manera el Departamento de Estado debería haber balanceado la promesa de más demanda agregada en el límite inferior igual a cero con otras consideraciones de interés nacional.

Sin embargo, estos costos y complicaciones, aunque relevantes, no deberían exagerarse. En el caso del proyecto Keystone, la política legal expansiva hubiera sido inadecuada con baja calidad medioambiental. La aprobación del oleoducto podría haber estado condicionada al logro de un nivel de seguridad más riguroso, los costos adicionales también hubieran impulsado el gasto. Además, los costos adicionales por

la complejidad del proceso de toma de decisiones parecen marginales cuando el regulador ya está aplicando un estándar abierto, como el “interés nacional”. No es como si agregar las consideraciones macro a la política complicara lo que de otra manera fuera un análisis sencillo de regulación.

Más aún, otras debilidades institucionales hacen que el derecho sea torpe como instrumento de políticas macro. Como señalé, los reguladores, los administradores y los políticos carecen de experticia macroeconómica. Pueden, por esto, juzgar de manera equivocada el estado del ciclo económico y favorecer la creación de puestos de trabajo, incluso cuando estos estímulos no sean adecuados, como cuando el proyecto Keystone fue aprobado por la administración Trump en el 2017. Asimismo, muchos proyectos que requieren aprobación legal se implementan después de una larga espera, haciendo inútil el derecho para las políticas macro. Por último, si el derecho varía con el ciclo económico, jueces y litigantes oportunistas podrían justificar políticas equivocadas sobre la macroeconomía.

Estas son preocupaciones válidas, pero se aconseja moderación en el uso del derecho para fines macroeconómicos –no manteniendo el *statu quo* en relación con las políticas monetaria y fiscal—. Debería considerarse el derecho una herramienta macroeconómica únicamente después de que otras opciones resulten insuficientes.

Los estímulos fiscales son la herramienta más poderosa cuando las tasas de interés de corto plazo están muy cerca a cero, por cuatro razones. Primero, la política monetaria no es efectiva en el límite inferior igual a cero. Segundo, que las tasas de interés estén en cero, históricamente, ha sido una fuerte señal de que la demanda agregada es inadecuada. Tercero, los períodos de demandada agregada inadecuada junto

con tasas de interés iguales a cero tienden a ser duraderos en el tiempo, reduciendo la preocupación por lentas aplicaciones de muchas políticas legales. Y cuarto, cuando las tasas de interés de corto plazo están en cero son fácilmente observables, incluso por personas que no sean expertas. Los legisladores, los reguladores y los jueces deberían considerar seriamente políticas legales expansivas en el límite inferior igual a cero.

Es esencial tener un plan para el límite inferior igual a cero. Las más recientes investigaciones predicen que la política monetaria de Estados Unidos estará impedida por el límite inferior igual a cero al menos en un 40 % del tiempo en el futuro¹⁵. Además, las tasas de interés en Estados Unidos son más altas que en otros países industrializados, sugiriendo que el límite inferior igual a cero frecuentemente limitará la política monetaria en la mayoría de los países desarrollados, como sucedió en Japón por más de treinta años.

El límite inferior igual a cero no es el único contexto apropiado para la política legal expansiva. Según la teoría del superciclo de la deuda de las recesiones profundas, la política legal expansiva puede sustituir un sistema financiero quebrado, haciendo que en estos casos las economías se recuperen. La política legal expansiva ofrece un recurso para las recesiones profundas que siguen después de las crisis financieras y para el incremento de las burbujas de los activos, aun si las tasas de interés de corto plazo son superiores a cero. Por otro lado, la política legal expansiva ofrece opciones a jurisdicciones deprimidas que carecen de control sobre la política monetaria en una zona con unificación de moneda. Si al percibirse una economía saludable en otras partes de la zona con unificación de moneda y la

15 Kiley y Roberts, "Monetary Policy".

política monetaria en una jurisdicción deprimida está suficientemente apretada, la política legal expansiva ofrece un instrumento de estímulo adicional.

En alguno de estos tres contextos la política legal expansiva debería contemplarse. Pero las consideraciones macroeconómicas tienen que sustentar decisiones legales solo cuando la decisión incremente el gasto y cuando la decisión macroeconómicamente deseable requiera sacrificios menores en torno a otros objetivos, como la equidad. La política monetaria expansiva está, de este modo, en mejor posición respecto de las decisiones legales cuando los méritos están equilibrados, excluyendo consideraciones macroeconómicas, y cuando un resultado aumente más el gasto en comparación con otro resultado.

Aunque el uso juicioso de la política legal expansiva incurra en importantes costos, estos deberían asumirse porque el daño de las crisis sostenidas en el tiempo es aún más grande. Es bueno hacer un sacrificio para mitigar las trampas de liquidez y las profundas recessiones que siguen a las crisis financieras. En efecto, los diseñadores de políticas públicas toman la misma decisión cuando aplican los estímulos fiscales en esos contextos, gasto excesivo, según estándares habituales, con la esperanza de que las economías moribundas reaccionen. Debe pensarse el derecho como otra política macroeconómica defectuosa que tiene fuerzas institucionales y debilidades diferentes a las que tienen las políticas monetaria y fiscal. Al mismo tiempo, el derecho puede ser la mejor herramienta que se tiene para estimular la economía, incluso si se desease que hubiere mejores alternativas.

El capítulo 10 revisa ejemplos históricos típicos del uso del derecho para el logro de metas macroeconómicas. La temprana respuesta a la Gran Depresión en Estados Unidos, denominada New Deal, se apoyó

fuertemente en el derecho, más que en la política fiscal, para estimular una economía deprimida. (La política monetaria, en la forma de la finalización del patrón oro, fue otro factor). En efecto, Keynes mismo criticó las leyes aprobadas durante los cien primeros días de la presidencia de Franklin Delano Roosevelt por su énfasis en la regulación y no en los estímulos fiscales. La más reconocida política firmada durante los famosos “cien días” de Roosevelt fue la Ley de Recuperación Industrial (NIRA, por sus siglas en inglés) y no la finalización del patrón oro. La NIRA creó una agencia regulatoria encargada de incrementar el gasto mediante la eliminación de la expectativa de deflación, permitiéndoles a las empresas y a los trabajadores confabularse para incrementar los precios. (Con la deflación, una tasa de interés de cero junto al hecho de que las personas atesorarían el dinero haría positivos los retornos “reales”, ya que con el efectivo se comprarían más bienes en un año de los que se pueden comprar ahora. Al finalizar la deflación, se disminuye el retorno real –medido en bienes– por la tenencia de efectivo, motivando el gasto). Aunque la NIRA luego fue declarada inconstitucional por la Corte Suprema de Estados Unidos, su aprobación e implementación inicial logró dar paso a un mecanismo para finalizar la deflación.

A pesar de que no estuvo guiado por una sofistica- da teoría macroeconómica, el prematuro experimento del New Deal, de usar el derecho para alcanzar fines macroeconómicos, tuvo un éxito considerable. La eco- nomía de Estados Unidos funcionó muy bien entre 1933 y 1937. La recesión de 1937-1938, que puso fin al crecimiento del periodo anterior y prolongó la Gran Depresión, fue causada por la contracción fiscal y la presión de la política monetaria, y no por una falla de la política legal expansiva. Si la política legal expansiva se concreta en estimular el gasto privado de manera

directa más que en implementarse mediante el sistema de precios, debería esperarse incluso una mayor efectividad en el futuro.

Estados Unidos de nuevo volvió al derecho en su siguiente combate contra la inestabilidad macroeconómica: la gran inflación de 1970. Para frenar la inflación, el Congreso autorizó y el presidente Nixon implementó un control de precios dirigido por una agencia gubernamental. El plan funcionó en el corto plazo, pero al final falló, e hizo que aparecieran largas filas en las estaciones de servicio y en las tiendas de abarrotes sin control de inflación. Argumentó que, en este caso, únicamente los costos instituciones resultaron grandes. El control de precios impuso daños a la economía que resultaron extremos, más que marginales. La mitigación de estos costos demandó niveles imposibles de experticia económica y de información. Es también importante tener en mente que fue impuesto más por razones políticas que por razones económicas, cuando otras opciones de políticas macro estaban disponibles, como la política monetaria de contracción.

Como otras herramientas macro, aun el control de precios tiene su lugar. Aquí el ejemplo que se presenta es Grecia. En el curso de una desastrosa recesión durante el 2010, Grecia debía haber establecido una deflación obligatoria del 10 % sobre todos los bienes y sobre la mayoría de los contratos de deuda¹⁶. La mejor opción para mitigar la depresión griega hubiera sido

16 Para sugerencias relacionadas véanse Laurence Kotlikoff, citado en “Are Wage and Price Controls a Solutions for Greece”, *Marginal Revolution*, 10 de febrero del 2010, <https://marginalrevolution.com/marginalrevolution/2010/02/is-this-a-solution-for-greece.html>; Emmanuel Farhi, Gita Gopinath y Oleg Itskhoki, “Fiscal Devaluations”, *Review of Economic Studies* 81, n.º 2 (2014): 725-760.

devaluar su moneda. Haciendo esto el mercado laboral griego se hubiera vuelto más competitivo a nivel internacional, mediante el abaratamiento de los bienes y servicios en relación con los costos de productos similares en países vecinos. Como miembro de la eurozona, sin embargo, Grecia no podía devaluar su moneda; por el contrario, los salarios griegos y otros precios debieron caer en términos absolutos. Como lo predijo Milton Friedman, este ajuste interno de precios impuso costos mucho más altos en términos de desempleo y pérdidas de producción que los que imponía la devaluación de la moneda. Argumento que, para mitigar estos costos, Grecia debió haber implementado un paquete de control de precios y otras medidas legales que emularan la devaluación de la moneda.

En el capítulo 11 ofrezco ejemplos concretos de política legal expansiva. Cada ejemplo estimula de manera significativa el gasto, cae dentro del dominio de los reguladores y de los jueces, y puede ser implementado sin esperas irrazonables de tiempo.

Primero, se explora la regulación de los servicios públicos como un instrumento de política legal expansiva. Muchos servicios públicos son monopolios naturales y los administradores gubernamentales regulan el precio. Hoy, la regulación de las tarifas de los servicios públicos ignora el ciclo económico. Por el contrario, los reguladores se concentran en mantener los precios tan bajos como sea posible para asegurar una tasa de retorno del mercado. Pero el nivel de retorno garantizado tiene un efecto perverso, pues conlleva precios más altos en las crisis y más bajos en los auges. Esto se debe a que muchos de los costos de los servicios públicos —como la construcción y mantenimiento de las plantas de energía y las redes de distribución— son fijos. Cuando la demanda cae en una crisis, las empresas de servicios públicos venden menos servicios para

equilibrar sus mayores costos y, por tanto, necesitan incrementar los precios para obtener su tasa de retorno. En un auge, por el contrario, las empresas de servicios públicos equilibran sus precios por medio de más producción y bajos precios, y aun así obtienen una tasa de retorno de mercado.

No solo este tipo de regulación termina por agotar a los consumidores en tiempos difíciles, sino que también tiene efectos perjudiciales sobre la demanda agregada. En el límite inferior igual a cero, los consumidores luchan con ingresos reducidos. Mientras tanto, las empresas de servicios públicos prefieren mantener el capital más que gastarlo en inversiones de producción para las cuales hay muy poca demanda. Así, cuando los reguladores aprueban altos precios para compensar las reducciones de la demanda en las crisis, la demanda agregada cae, porque la reducción de gastos de los consumidores es mayor que la reducción de gastos de las empresas de servicios públicos mientras que sus accionistas incrementan los suyos.

Argumento que la regulación de los servicios públicos, por tanto, debería rechazar incrementos en la tasa de retorno en el límite inferior igual a cero y, por el contrario, insisto en la reducción de las tasas de retorno. Los reguladores deberían también evaluar los planes de inversión de las empresas de servicios públicos. Cuanto más planea invertir la empresa de servicios públicos, más receptivos deberían ser los reguladores para incrementar la tasa de retorno. Ya sea la reducción de las tarifas o el incremento en la inversión de las empresas de servicios públicos lo que aumente la demanda agregada, es justo lo que se necesita para aumentar la producción y el empleo en el límite inferior igual a cero.

Los reguladores de las empresas de servicios públicos simplemente insisten en reducir las tarifas durante

las crisis. Para proveer una buena tasa de retorno sobre el capital y para asegurar una inversión continua en servicios regulados, los reguladores deberían permitir tarifas y retornos más altos cuando las tasas de interés y de desempleo sean normales. En efecto, el retorno promedio de las empresas de los servicios públicos necesitaría incrementarse, porque estaría más en armonía con el resto del mercado. De hecho, las regulaciones de las empresas de servicios públicos que son contracíclicas trasladan los riesgos del ciclo económico de los consumidores a los inversionistas.

Seguido de lo anterior, retorno a una herramienta de política legal que nos retrotrae al menos a Hammurabi, el uso de la modificación de la deuda durante las contracciones económicas. La condonación de deudas o su modificación estimula la demanda agregada porque los deudores y los acreedores tienen diferentes propensiones al gasto. Los deudores gastan —es por lo que son deudores— y los acreedores ahorran. Si la economía sufre por una escasez de gasto, una transferencia de los deudores a los acreedores aumenta el gasto y estimula la economía. Algunos autores, como Atif Mian y Amir Sufi, han argumentado que, a raíz de la Gran Recesión, Estados Unidos y otros países necesitaron un rango de nuevas directrices de condonación de deudas¹⁷. Me concentro en un tipo de condonación de deudas que no requiere acción legislativa adicional y argumento que las leyes de insolvencia existentes proveen un alcance considerablemente suficiente para la reestructuración de deudas que se requiere.

17 Atif Mian y Amir Sufi, *House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again* (Chicago: University of Chicago Press, 2014).

La insolvencia pretende balancear las necesidades de los deudores por un nuevo comienzo con las pretensiones de los acreedores al pago. El balance es difícil de definir y por tanto involucra una gran cantidad de discrecionalidad. Por ejemplo, por lo general los créditos federales para estudiantes no son condonados, salvo que el prestatario pueda demostrar que el pago generará “dificultades excesivas”. Argumento que, en el límite inferior igual a cero, los jueces deberían ejercer la discreción que se les garantiza para ofrecer más condonación de deudas de las que harían en tiempos normales. Un estándar de dificultades excesivas que varía en el tiempo es realista, es más difícil para los deudores pagar sus deudas cuando el desempleo es alto y los ingresos bajos. Las condiciones macroeconómicas también indican cuándo los objetivos sociales de un nuevo comienzo son especialmente importantes. En el límite inferior igual a cero, el gasto desencadenado por el alivio de créditos educativos beneficiaría al deudor y a la comunidad que lo rodea. La condonación de deudas puede dañar los mercados de crédito privado, pero esto tiene menos importancia cuando el Gobierno es el prestamista o el garante. En tales casos, una declaración de insolvencia actúa como una política fiscal dirigida por medio del sistema legal.

Pero los jueces no deben limitarse a sí mismos para liberar las deudas debidas por el Gobierno. Los procedimientos de insolvencia para liberar las deudas privadas ofrecen, además, oportunidades para la política legal expansiva. Los jueces ejercen una considerable discreción en todos los aspectos del proceso de insolvencia. De hecho, los investigadores muestran que la cantidad de alivios de deuda otorgados en cualquier caso varía bastante dependiendo del juez que conoce

del caso¹⁸. Si los jueces de insolvencia ejercen su discreción por la liberalización de la deuda en el límite inferior igual a cero más que en otros momentos del ciclo económico, podrían estimular la demanda agregada sin interrumpir el mercado de crédito.

Por último, hago hincapié en la importancia de los remedios judiciales para estimular la demanda agregada. Los jueces no solamente reivindican derechos legales, al decidir quiénes ganan y quiénes pierden en un caso, ellos también establecen recursos, en la forma en que los intereses del ganador son protegidos. Estas elecciones tienen importantes implicaciones para la demanda agregada. Considérese un caso en el que los residentes desafían un proyecto de construcción en su vecindario argumentando que según la ley extracontractual ese desarrollo interfiere con su derecho al “disfrute tranquilo” de su propiedad. Asúmase que los vecinos están en lo correcto de acuerdo con el derecho. ¿Qué solución debería aplicar el juez? ¿Podría el juez emitir una orden judicial previniendo al desarrollador del proyecto para que no construya hasta que los vecinos acepten una propuesta revisada, o debería el juez permitir que el desarrollo siga adelante y que el desarrollador compense a los vecinos por los daños causados?

Argumento que, en el límite inferior igual a cero, los jueces deberían favorecer la reparación de perjuicios. En ese caso, los constructores construirían y gastarían en trabajadores y capital que, de otra manera, podrían resultar desperdiciados. Siguiendo la orden judicial, *contrario sensu*, los constructores deberían garantizar

18 Véase Will Dobbie y Jae Song, “Debt Relief and Debtor Outcomes: Measuring the Effects of Consumer Bankruptcy Protection”, *American Economic Review* 105, n.º 3 (2015): 1272-1311.

que todos los vecinos autoricen la construcción antes de que el desarrollador pueda seguir adelante con su proyecto. Por lo menos, conseguir los permisos retrataría el proyecto, de manera que las oportunidades de trabajo y capital se tornarían escasas. Y a menos que el constructor sea un negociador experto, habrá una orden judicial que detendrá la construcción indefinidamente.

La reparación de daños, entonces, incrementa la demanda agregada en relación con la orden judicial. En cualquier momento, inclinarse por la reparación de daños sobre las órdenes judiciales en el límite inferior igual a cero favorecería la demanda agregada, mientras que, al mismo tiempo, garantizaría que los derechos de los demandantes sean protegidos.

La regulación de los servicios públicos, las leyes de insolvencia y el derecho de la reparación de perjuicios son apenas unos ejemplos de política legal expansiva. Otras áreas del derecho tienen importantes consecuencias para la disciplina macroeconómica. Infortunadamente, cubrir todas esas áreas es una tarea que sobrepasa el alcance de este libro. Mediante la exposición de algunos ejemplos sobresalientes de política legal expansiva espero inspirar el desarrollo de otras herramientas para mitigar las crisis.

Aún si el lector piensa que la política legal expansiva no es digna de atención, entonces deseo, al menos, que esta aproximación entre el derecho y la macroeconomía ofrezca una perspectiva nueva y fructífera sobre el derecho, la política monetaria y la política fiscal. En breve, espero que para cuando la próxima recesión empiece, el derecho ya esté preparado para hacerle frente.

Primera parte

**Derecho, política fiscal
y política monetaria**

1

La macroeconomía sin trampas de liquidez

En este capítulo esbozo la explicación keynesiana de la manera en que se determina la producción económica, y del porqué esa producción fluctúa a través del tiempo. Esta explicación establece la línea de base para la revisión crítica de las instituciones que crean las políticas macroeconómicas que siguen.

Imagine que la economía es un único negocio, como un restaurante. No hay inversión en la economía; el restaurante usa trabajo y una cantidad fija de capital para producir y servir almuerzos. Ya que el restaurante es el único empleador en la economía, los trabajadores son al mismo tiempo sus clientes, quienes compran almuerzos cuando están de descanso. Estas compras las realizan con el dinero que les paga el mismo restaurante. Los trabajadores pueden ahorrar su dinero manteniendo el efectivo o pueden prestarlo, a cambio del cobro de un interés, a aquellos trabajadores que deseen comprar más almuerzos de los que normalmente compran. El restaurante gana dinero por la venta de almuerzos. Paga ese dinero a sus trabajadores y usa el dinero excedente para prestarlo o para mantener alguna reserva en efectivo.

El restaurante tiene capacidad limitada. Si todas las mesas están llenas al mismo tiempo, no puede producir más; la economía del restaurante ha alcanzado su “potencial de producción”. Asimismo, los precios en el restaurante son fijos en el corto plazo. Los precios no pueden cambiar rápidamente en respuesta a un repentino incremento o decrecimiento de la demanda de almuerzos. La producción diaria del restaurante está determinada por el mínimo entre el potencial de producción y la demanda de almuerzos. Si la demanda cae por debajo de la capacidad, entonces el restaurante solo sirve tantos almuerzos como los que son ordenados, aun cuando podría servir más.

Asumiendo que los precios son fijos y que la producción es variable, la macroeconomía sería un desarrollo de la microeconomía y, por implicación, del análisis económico del derecho, que acepta que los precios se ajustan constantemente de tal manera que el restaurante produce a su capacidad a todo momento. En la economía clásica, la fluctuación en la producción del restaurante surge únicamente por las modificaciones de la habilidad del restaurante para producir almuerzos. En el marco de la economía clásica, asumir que los precios son flexibles significa que el restaurante nunca puede estar vacío.

Ahora puede agregarse a esta simplificada “economía” un Gobierno y un banco central. El Gobierno obtiene dinero mediante el cobro de impuestos a los trabajadores y al restaurante, tomando prestado de los trabajadores que ganen más de lo que gastan en almuerzos e impuestos, o imprimiendo dinero. El Gobierno también gasta en almuerzos, el único producto de la economía. Mientras el Gobierno controla las tarifas impositivas y toma prestado, el banco central, que es independiente del Gobierno, controla la oferta de dinero. Tanto el banco central como

el Gobierno buscan maximizar la producción total de almuerzos mientras evitan que se hagan filas a la espera de algún almuerzo por el exceso de demanda.

Cuando la demanda de almuerzos cae y el restaurante produce menos, se despiden trabajadores. El desempleo aumenta y la producción cae por debajo de su capacidad. El trabajo y el capital se inutilizan en vez de ser usados para producir almuerzos. En este punto, la economía del restaurante está en recesión, con una demanda inadecuada que lleva al desperdicio de recursos. La economía sufre por una “brecha de producción” igual a la diferencia entre el número de almuerzos realmente producido y la producción potencial.

Cuando la demanda sube, el restaurante emplea a más personas por más tiempo. El desempleo decrece. Una vez la producción total alcanza su capacidad, pueden surgir filas fuera del restaurante. Los auges causados por el exceso de demanda agregada imponen costos, ya que las filas constituyen formas de derroche. Y en el largo plazo, los auges causan una costosa inflación porque el restaurante incrementa los precios para aumentar sus ganancias y evitar el surgimiento de filas. A su vez, los trabajadores, enfrentados a los altos costos de los almuerzos, demandan mayores salarios. En el corto plazo, sin embargo, el precio es fijo.

Como resultado, tanto el exceso como la inadecuación de la demanda agregada de almuerzos impone pesados costos económicos, los cuales deben ser mitigados por una adecuada política macroeconómica. Sin embargo, si la política macro solo intenta evitar las fluctuaciones, entonces fallará. En general, aquí se asume que la política macroeconómica no cambia la capacidad de producción.

Felizmente, los auges y las crisis son temporales en la economía del restaurante porque las tasas de

interés equilibran las economías en auge o en caída. Si la demanda de almuerzos cae, los ahorros se incrementan. Esto reduce las tasas de interés. Con tasas de interés bajas, los prestatarios incrementan su solicitud de préstamos y los ahorradores sacan menos. Tanto prestatarios como prestamistas compran más platos en respuesta al descenso de las tasas de interés. Si las tasas de interés caen lo suficiente, la demanda nuevamente iguala la capacidad. Del mismo modo, el incremento en las tasas de interés que acompaña el exceso de demanda se equilibra con la capacidad. Como resultado, los cambios en las tasas de interés miden la sensibilidad de la economía a los cambios de la demanda agregada.

Fluctuaciones en la economía del restaurante

¿Qué causa los cambios en la demanda? Una infinidad de factores, pero normalmente los denominados *shocks* pueden ser los responsables. Una temporada de buen clima puede aumentar la demanda de almuerzos, lo que produce un aumento en el optimismo por el futuro de la economía. De acuerdo con la macroeconomía keynesiana, el cambio total en la producción de almuerzos puede exceder el cambio inicial en la demanda de almuerzos causada por el *shock* a causa del efecto “multiplicador”. Por ejemplo, si los trabajadores obtienen un menor pago, porque sirven menos almuerzos a causa de una temporada de mal tiempo, los trabajadores, a su vez, comprarán menos almuerzos en el restaurante. El *shock* inicial causado por el mal tiempo puede multiplicar una disminución mayor de la producción.

El tamaño de la fluctuación depende del tamaño del *shock* inicial en la demanda agregada (por ejemplo, qué tan malo sea el tiempo climático y qué tan sensible sea la compra de almuerzos a este cambio), también del

tamaño del efecto multiplicador (por ejemplo, si el restaurante despidió trabajadores en respuesta al decrecimiento inicial en la compra de almuerzos) o de si otras fuentes de gasto en sustitutos contribuyen a la declinación. Aun con el efecto multiplicador, reducciones temporales de la demanda no deberían causar decrecimientos sostenidos. Cuando el mal tiempo finaliza, la demanda de almuerzos debería retornar a niveles normales y la recesión debería estar cerca a su fin.

Algunas fricciones financieras que se agregan al modelo

Tradicionalmente, los keynesianos atribuyen a causas psicológicas las caídas prolongadas en la demanda agregada: “espíritus animales”¹⁹, opiniones o pánico. Los espíritus animales –los instintos y las emociones que guían el proceso de toma de decisiones– podrían generar que un pequeño y temporal decrecimiento en la demanda agregada se convierta en uno largo y sostenido. Minsky, Main y Sufi, y Geneakopolus, entre otros, han presentado algunas explicaciones más precisas acerca de cómo llegan las crisis²⁰. En lugar de implicar simples *shocks* en la demanda, las crisis prolongadas involucran efectos de apalancamiento y fricciones financieras que trabajan de la mano.

19 John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (Londres: Macmillan, 1936): 161-162.

20 Véanse Hyman Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy* (Nueva York: McGraw Hill Professional, 2008); Mian y Sufi, *House of Debt*; John Geneakopolous, “The Leverage Cycle”, en *NBER Macroeconomics Annual 2009*, editado por Daron Acemoglu, Kenneth Rogoff, y Michael Woodford (Chicago: National Bureau of Economic Research, 2010), 1-65.

Para ilustrar los efectos de apalancamiento, supóngase que la economía del restaurante configura dos tipos de participantes: ahorradores y gastadores. Los ahorradores consumen menos de lo que gastan, mientras que los gastadores consumen más. Los ahorradores les prestan dinero a los gastadores por medio de intermediarios financieros como los bancos. La economía también hace que ciertos tipos de activos, como una casa, puedan usarse como subyacentes para los préstamos. La capacidad de los gastadores para adquirir préstamos depende del valor de sus subyacentes; los intermediarios financieros son reacios a prestarles dinero a los gastadores que no tienen ningún subyacente que asegure el pago. Si un gastador tiene una valiosa casa, este, usando su casa como subyacente, puede tomar más dinero prestado.

Ahora supóngase que la economía es golpeada por un evento negativo, como un tiempo atmosférico inclemente. Muy pocas personas compran almuerzos y algunos empleados del restaurante son despedidos. El efecto multiplicador significa que la producción de almuerzos cae más de lo que la caída inicial en la demanda sugiere que debería hacerlo. Sin embargo, la caída en la demanda no para allí. Algunos nuevos desempleados son gastadores que han acumulado deudas por medio de préstamos hipotecarios. Los gastadores desempleados incumplen con el pago de sus deudas, y los intermediarios financieros responden haciendo efectivo el subyacente para asegurar sus créditos. Los intermediarios entonces venden el subyacente, normalmente a precios de remate. Por tanto, el valor de los activos usados como subyacentes cae. Ahora, con el valor del subyacente disminuido, los gastadores que están aún empleados se vuelven reacios a tomar prestado y se aprietan el cinturón, reducen su

gasto en almuerzos. El efecto de apalancamiento es un círculo vicioso o una reacción negativa²¹.

Las *fricciones financieras* –impedimentos del mercado de colocación de préstamos causados por la información asimétrica entre tomadores y colocadores– también propagan los *shocks* negativos iniciales de la demanda. Un ejemplo es el valor reducido de los activos. Cuando los activos de una firma financiera pierden valor, como cuando son alcanzados por el efecto de apalancamiento, se reduce la habilidad de la firma para suscribir transacciones financieras. Ante la menor cantidad de suscripción de transacciones, la firma canaliza menos recursos de los ahorradores a los gastadores. Algo similar a esto puede pasarle a un sistema financiero en su totalidad, haciendo que los ahorradores guarden sus ahorros y que los gastadores sean incapaces de tomar prestado. Con menos préstamos, hay menos gasto: el consumo de almuerzos cae, lo que reduce la producción y aumenta el desempleo, y el impago de préstamos también crece. Este incremento en las tasas de impago exacerba el efecto de apalancamiento ya descrito. Con los valores de los activos en el piso, como resultado de los remates hipotecarios, otras firmas financieras se vuelven insostenibles, exacerbando las fricciones financieras y complicando el efecto de apalancamiento. La reacción negativa empieza de nuevo.

21 La proporción entre la deuda y el valor del subyacente se llama la razón de apalancamiento. La fluctuación de esta tasa de apalancamiento por medio del ciclo económico se llama ciclos de apalancamiento. Para más detalles sobre los ciclos del apalancamiento véase Geneakopolous, “The Leverage Cycle”; Mian y Sufi, *House of Debt*.

Potencial de producción, inflación y efectos de largo plazo generados por los *shocks* en la demanda

Después de la fluctuación inicial en la producción recientemente descrita, los ajustes en las tasas de interés, cuando están por encima de cero, equilibran de nuevo la demanda agregada de almuerzos con el potencial de producción de estos. Si cada trabajador quiere consumir menos almuerzos porque el tiempo atmosférico es malo, entonces la tasa de interés decrece. Esto hace que el consumo de almuerzos sea hoy más atractivo, y hace que el ahorro para la compra de almuerzos de mañana sea menos atractivo de lo que suele ser, incrementando la demanda de almuerzos de hoy. La producción por debajo del potencial debería, por tanto, ser un fenómeno temporal cuando las tasas de interés están por encima de cero. Cuando las tasas de interés pueden ajustarse, el “equilibrio” de la economía ocurre ya que la producción iguala la capacidad.

Aunque los precios permanecen fijos en el corto plazo, si el periodo es lo suficientemente largo, al final los precios se ajustarán. El ajuste de precios permite que la producción vuelva a su capacidad, aun si el interés nominal no puede ajustarse. Si la demanda de almuerzos está por debajo de la capacidad del restaurante por un largo tiempo, el restaurante terminará bajando sus precios para hacer uso de su capacidad de reserva. Sabiendo que los precios de los almuerzos son más bajos hoy de lo que serán mañana, los trabajadores consumirán más almuerzos hoy. El restaurante seguirá bajando los precios hasta que la demanda de almuerzos haga que la producción vuelva a su máxima capacidad²².

22 En una economía con un único bien –almuerzos– los efectos

En el largo plazo, la inflación —cambio en el nivel general de precios— está determinada por dos factores: la inflación esperada y la producción en relación con la capacidad²³. Si la producción está por debajo de la capacidad, entonces la inflación se queda corta en relación con la expectativa inflacionaria. Ahora, si la producción está por encima de la capacidad, entonces la inflación excede las expectativas. Este modelo hace que los precios respondan lentamente a las fluctuaciones de la producción. La inflación no puede ajustarse suficientemente rápido como para prevenir las fluctuaciones de la producción, pero la inflación sí responde a las fluctuaciones de la producción como se esperaría.

La flexibilidad del precio —en la cual este proceso de ajuste de precios sucede rápidamente— reduce lo que está en juego en los cambios de la demanda agregada. En efecto, si los precios se ajustan rápidamente,

de un cambio en el precio difieren de la intuición usual. En la economía ordinaria con muchos bienes, el decrecimiento del precio de un bien hace que el bien sea más barato que los demás bienes. Los consumidores cambian el consumo de ciertos bienes por el bien más barato, cuya demanda aumenta. En la economía del restaurante, sin embargo, no ocurre esto. Si el precio de los almuerzos aumenta, no hay un proceso de sustitución por otros bienes, porque los almuerzos son el único bien de la economía. Por el contrario, el cambio de precios funciona como los cambios en la oferta monetaria o las tasas de interés. Si los precios bajan hoy, pero vuelven a subir mañana, entonces la compra de almuerzos hoy se vuelve relativamente más barata en términos de los almuerzos de mañana, tanto como una baja (o aun negativa) tasa de interés hace que los almuerzos sean más baratos hoy en relación con el precio de mañana. La caída de los niveles de precios aumenta la verdadera oferta monetaria (el valor nominal del dinero dividido por el nivel de precios). Una cantidad nominal dada de dinero facilita más transacciones cuando los precios son bajos.

23 Aquí se asume que la oferta monetaria es constante.

no hay necesidad de preocuparse por los *shocks* en la demanda, ya que son controlados con prontitud. Pero la duración de la Gran Recesión y de las recientes crisis, como la Gran Depresión, indican que los precios no se ajustan tan rápido después de todo.

El comportamiento de los precios en un mercado que resulta familiar para muchos abogados indica cuánto tiempo puede tomar un ajuste. En el 2006, que fue un periodo de auge en el mercado legal, grandes firmas jurídicas incrementaron a 160 000 dólares los salarios de los asociados de primer año, quienes tuvieron una alta demanda. Entonces, durante la Gran Recesión, el mercado legal cambió. La demanda de servicios legales cayó, especialmente porque aumentaron los clientes reacios a pagar por abogados inexpertos. La demanda de asociados de primer año en las firmas se hundió, siguiendo las preferencias de los clientes. La oferta de futuros asociados de primer año —por lo general graduados de las mejores facultades de Derecho— permaneció relativamente constante, ya que los nuevos graduados no pudieron prever, tres años antes, cuando se matricularon, la crisis que se vendría.

Si los precios hubieran sido flexibles —la asunción implícita del análisis económico del derecho y de la economía— entonces los asociados de primer año hubieran visto sus salarios caer en picado rápidamente, y el desequilibrio entre oferta y demanda de abogados recién graduados se hubiera resuelto rápidamente. En realidad, los salarios de los asociados de primer año en las grandes firmas se mantuvieron estables a lo largo de la recesión. En vez de bajar los salarios, las firmas cortaron drásticamente el número de asociados que habían contratado. Muchos nuevos graduados tomaron trabajos de bajo salario o no pudieron encontrar un nuevo empleo. Como el mercado legal eventualmente se recuperó, los salarios de los asociados de primer

año permanecieron en 160 000 dólares, pero las firmas intensificaron la contratación, con un ritmo que en el 2015 recobró los niveles del 2007^[24].

El caso de la política macroeconómica estabilizadora –monetaria, fiscal o legal– depende de la duración del “corto plazo”. Si a los precios les toma un largo tiempo ajustarse, como sugirió el mercado de asociados de firmas legales, entonces el corto plazo es más relevante y el caso para la política macroeconómica de estabilización más fuerte. De acuerdo con la experiencia, los precios son asimétricamente flexibles. Esto significa que los precios –y particularmente los salarios, el precio del trabajo– son mucho más propensos a aumentar que a decrecer²⁵. Esto implica una asimetría adicional con respecto a la velocidad del ajuste de los *shocks* de la demanda. Cuando la demanda se incrementa, puede esperarse que los precios suban relativamente rápido para acercar la producción a su potencial. Sin embargo, cuando la demanda decrece, el proceso de ajuste del precio se moverá más lentamente para llevar la producción al potencial. Los argumentos para usar medidas de política activa –como la política monetaria, la política fiscal o el derecho– con el fin de mitigar decrecimientos en la producción son por tanto más fuertes que los argumentos para emplear medidas para mitigar el incremento en la producción.

24 Para una descripción de la quietud de los salarios de los asociados de primer año véase David Goldman, “Big Time Lawyers Get First Pay Raise in Nearly a Decade”, CNN, 7 de junio del 2016, <https://money.cnn.com/2016/06/07/news/companies/lawyers-pay/index.html>

25 Véase Truman Bewley, *Why Wages Don't Fall During a Recession* (Cambridge: Harvard University Press, 2002).

2

El derecho y la política fiscal cuando las tasas de interés están por encima de cero

Los Parlamentos implementan políticas fiscales mediante la aprobación de leyes. Y las políticas fiscales afectan las condiciones macroeconómicas. Infortunadamente, allí es donde el traslape entre el derecho y macroeconomía de las políticas fiscales usualmente termina en vez de comenzar. (Esto es una descripción optimista, el libro que empleo para dar la clase de Introducción al Impuesto Federal sobre la Renta a estudiantes de Derecho ni siquiera menciona la estabilización macroeconómica como un objetivo de la política fiscal). En este capítulo exploró, desde la perspectiva de los abogados, las políticas fiscales de estabilización sin considerar las trampas de liquidez; lo hago mediante un enfoque en las instituciones por las cuales se implementa la política fiscal. Además de identificar los pros y los contras de la política fiscal de estabilización como un asunto general, hago énfasis en el elemento central de la política fiscal —el papel de los “gastos tributarios” (subsidios gubernamentales suministrados mediante el código tributario más que

por gasto directo)—, cuyas características legales son ignoradas por los macroeconomistas y cuyos efectos macroeconómicos son, por lo general, omitidos por los abogados. Explico por qué los gastos tributarios tienen efectos económicos procíclicos inesperados. También intento dilucidar los caracteres desestabilizadores del diseño de otros programas, como el de los fondos de seguro de desempleo.

Los economistas distinguen dos formas de políticas fiscales estabilizadoras de la economía. Los *estabilizadores automáticos de política fiscal* eliminan las fluctuaciones de la demanda agregada sin necesidad de recurrir a reformas legales²⁶. Ciertos apartes del código tributario y ciertos programas de gasto gubernamental son ejemplos notables de esos estabilizadores. Durante las recesiones, sirven para aumentar el gasto gubernamental y disminuir las cargas tributarias. Durante los auges, automáticamente disminuyen el gasto e incrementan los ingresos públicos. El impuesto sobre la renta, por ejemplo, actúa como un estabilizador automático al aumentar el ingreso público durante los auges (cuando el ingreso aumenta) y al reducirlo en los déficits (cuando el ingreso cae). Los impuestos a la propiedad, por el contrario, no cambian de manera directa como respuesta a las fluctuaciones del ciclo económico en la producción y el ingreso, y, así, no estabilizan automáticamente la economía²⁷.

- 26 Para una discusión de texto sobre estabilizadores económicos véase N. Gregory Mankiw, *Principles of Economics*, 7.^a ed. (Nashville: South-Western College Publishers, 2014), 292-294, 446-448.
- 27 Si los precios de la propiedad estuvieran perfectamente correlacionados con el ingreso, y si los impuestos sobre la propiedad permanecieran constantes respecto a los cambios en la valoración de la propiedad, entonces el impuesto

Las *políticas fiscales discretionales*, por el contrario, implican cambios legales. Enfrentados con una demanda agregada débil, los Parlamentos pueden disminuir las tarifas del impuesto sobre la renta o incrementar la generosidad de los beneficios públicos para impulsar el gasto privado, o pueden directamente incrementar el gasto invirtiendo en proyectos públicos. Cuando la demanda agregada se recupera, los Parlamentos aumentan las tarifas del impuesto a la renta y disminuyen el gasto gubernamental para pagar las deudas en las cuales se incurrió con la aprobación de estímulos durante la recesión.

Política fiscal discrecional

La política fiscal discrecional en la economía del restaurante

Supóngase que la economía del restaurante ha caído en una severa recesión. Al inicio, la reducción temporal de la demanda de almuerzos debida al mal tiempo atmosférico se exacerbó por los efectos de apalancamiento y fricciones financieras. La demanda de almuerzos cayó significativamente y junto con ella cayó la producción de almuerzos.

En respuesta, el Estado podría implementar políticas públicas discretionales para estimular la demanda

al patrimonio también funcionaría como un estabilizador automático. Sin embargo, el precio de las viviendas no está plenamente relacionado con el ingreso. Véase Joshua Aizenman, Yothin Jinjarak y Huanhuan Zheng, "Real Estate Valuations and Economic Growth: The Cost of Housing Cycle", *VoxEU*, 24 de octubre del 2016, <http://voxeu.org/article/housing-cycle-real-estate-valuations-and-economic-growth>

agregada mediante la compra directa de almuerzos al restaurante²⁸. El Estado aumenta su compra de almuerzos en respuesta a la caída de la demanda. Con más almuerzos comprados por el Estado, la producción aumenta. La política fiscal expansiva, por tanto, aumenta la producción y elimina la caída de la demanda causada por el mal tiempo y la subsecuente recesión.

Alternativamente, el Estado puede disminuir la tributación para estimular de forma favorable la demanda de almuerzos durante el mal tiempo atmosférico. Cuando los trabajadores, quienes también son consumidores, pagan menos impuestos, pueden tener más ingreso disponible. Los trabajadores pueden usar algo de este ingreso adicional para comprar más almuerzos, aumentando la producción.

Si se sabe (1) el tamaño de la caída de la demanda de almuerzos causada por el mal clima, (2) el consecuente

28 ¿Cómo puede el Estado financiar estas compras? Mediante préstamos (en la política fiscal). Los bonos del gobierno son el último activo seguro. Así, los ahorradores que son reacios a poner su dinero en instituciones financieras inestables le prestarían al Gobierno. Durante las crisis financieras, los *spreads* entre las tasas de interés de los bonos del gobierno y las tasas de interés disponibles en las instituciones financieras se hace mucho más amplio que en situaciones normales. Antes de la crisis financiera, de enero del 2004 a marzo del 2007, el *spread* entre los papeles comerciales de noventa días de las instituciones financieras y los bonos del tesoro de Estados Unidos a noventa días era en promedio de 0,18 % y jamás excedió el 0,48 %. En octubre del 2008 (durante la crisis financiera), el *spread* entre los papeles comerciales a noventa días y los del tesoro también a noventa días se amplió a 3,24 %; más de seis veces el *spread* más amplio de antes de la crisis y veinte veces más que el *spread* promedio. Véase Board of Governors of Federal Reserve System, Data Download Program - H.15 Selected Interest Rate (daily), <https://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H15>

efecto multiplicador de este *shock* sobre todos los almuerzos demandados y (3) los efectos multiplicadores de un incremento directo en el gasto del Gobierno o una reducción tributaria sobre la demanda de platos, entonces una política fiscal discrecional bien implementada puede eliminar las recesiones. Cualquier incremento o decrecimiento en la demanda agregada puede equilibrarse mediante un cambio contra compensatorio en el gasto público o la tributación.

Instituciones encargadas de crear la política fiscal

Los Parlamentos y las constituciones fijan las políticas fiscales. Esto refleja el papel central que la política fiscal asume en las democracias.

La Constitución de Estados Unidos, por ejemplo, ordena que “todas las normas que aumenten el ingreso público deben originarse en la Cámara de Representantes”. James Madison describió el propósito de esta norma en los *Federalist Papers* (58) como sigue:

La Cámara de Representantes no solo puede rechazar, sino que también puede, por sí misma, proponer los requisitos suplementarios para el apoyo del Gobierno. En pocas palabras, dispone del tesoro [...]. Este poder sobre el tesoro puede, de hecho, ser visto como la más completa y poderosa arma con la cual cualquier constitución puede dotar a los representantes directos del pueblo para obtener la reparación de cada queja y para llevar a la práctica cada medida que sea justa y saludable.

Aunque los Parlamentos hacen políticas fiscales, su habilidad para usarlas como estabilizadores económicos

en respuesta a las fluctuaciones macroeconómicas por lo general está sujeta a restricciones constitucionales.

Muchos cuerpos gubernamentales de Estados Unidos, incluyendo los estados, las municipalidades y las entidades de propósito especial, como los distritos de agua y alcantarillado, se adhieren a los requerimientos de *presupuesto balanceado*. Estos requerimientos obligan a la jurisdicción a balancear su presupuesto o a tener un superávit anual. La exigencia de presupuesto balanceado impide que los políticos gasten demasiado en el presente, dejando a los políticos sin herramientas financieras en el futuro. Algún tipo de requisito de presupuesto balanceado se aplica en 45 de los 50 estados en Estados Unidos²⁹.

Hoy en día, el presupuesto federal de Estados Unidos no tiene restricciones de presupuesto balanceado sobre la emisión de deuda; sin embargo, normalmente sí existe un constreñimiento al déficit en el gasto. Y la flexibilidad constitucional del presupuesto federal puede estar próximo a cambiar. En Estados Unidos, 28 estados (en el 2018) habían aprobado leyes solicitando una convención constitucional con el fin de ratificar una reforma para requerir que el Gobierno federal balanceara su presupuesto anual³⁰. Si seis estados adicionales aprueban resoluciones similares, se constituirá una convención con el propósito de imponer límites sobre los déficits presupuestales.

La Unión Europea impone restricciones de política fiscal sobre sus miembros, restricciones que son

29 Véase National Conference of State Legislators, "State Balanced Budget Requirements", <https://www.ncsl.org/research/fiscal-policy/state-balanced-budget-requirements.aspx>

30 Véase Balanced Budget Amendment Task Force, 2017 Campaign Report, <http://bba4usa.org/report>

menos fuertes que las autoimpuestas por los estados de Estados Unidos. El artículo 126 del tratado de la Unión Europea (Tratado de Maastricht) estipula que “los Estados miembros deben evitar déficits gubernamentales excesivos”³¹. Diferente a los estados de Estados Unidos, los miembros de la Unión Europea pueden tener déficits presupuestales, siempre que los déficits sean inferiores al 3 %. Más aún, se permiten déficits presupuestales mayores a 3 % durante “crisis económicas severas”, permitiendo a los Estados miembros mantener alguna flexibilidad macroeconómica³².

Los defectos de la política fiscal discrecional

Mientras que la política fiscal discrecional promete eliminar el ciclo económico, las verdaderas instituciones de la política fiscal no pueden alcanzar este ideal imposible. Los legisladores padecen de un conocimiento imperfecto, así como también de una imperfecta habilidad para implementar la política fiscal. Una vez que se aprecien estos defectos, se tornará más claro por qué es importante considerar una y otra vez otras herramientas de estabilización macroeconómica, como aquellas que ofrece la aproximación desde el derecho y macroeconomía.

31 Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, art. 26, 5 de septiembre del 2008, 2008 O. J. (C. 115) 99.

32 Véase Council Regulation (EC) n.º 1467/97, 1997 O. J. (L209) 6-11, resumido en “The Corrective Arm: The Excessive Deficit Procedure”, EUR-Lex, 22 de febrero del 2016, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:l25020#amdingact>

Reformas a los presupuestos balanceados

Los requerimientos para que el presupuesto esté balanceado evitan políticas fiscales discretionales de estabilización. Algunos de estos requerimientos son ampliamente reconocidos como desestabilizadores automáticos³³. Los ingresos públicos derivados de los impuestos sobre la renta y a las ventas se reducen inevitablemente durante las recesiones. Si el gasto público solo debe hacerse con base en los ingresos —como ordenan los requerimientos de presupuesto balanceado—, entonces el gasto público también debe reducirse durante las recesiones. Un decrecimiento de este gasto reduce la demanda agregada y exacerbía el problema de la inadecuada demanda. Los requerimientos de presupuesto balanceado, por tanto, desestabilizan automáticamente la economía.

Una explicación teórica para las reformas de los presupuestos balanceados en los niveles estatales y municipales de Estados Unidos asegura que el problema tiene que ver con los efectos secundarios. Los estímulos generados por la política se difunden a través de las regiones³⁴. Cuando un puesto de trabajo se crea a costa de presupuesto público en un pequeño estado de Estados Unidos, como Rhode Island, el nuevo funcionario compra servicios adicionales que son producidos ya sea localmente o en un estado vecino, pero también compra bienes que pueden producirse en otras regiones o en otros países. Como resultado, el estímulo de la política fiscal en Rhode Island estimula

33 Véase, por ejemplo, Paul Krugman, “Fifty Herbert Hives”, *New York Times*, 28 de diciembre del 2008.

34 Alan Auerbach y Yuriy Gorodnichenko, “Output Spillovers from Fiscal Policy”, *American Economic Review* 103, n.º 3 (2013): 141-146.

la demanda en otras jurisdicciones, tanto cercanas como lejanas. Pero mientras el estímulo a la demanda se extiende fuera del estado, los costos se mantienen en el área doméstica. Únicamente los contribuyentes de Rhode Island financian la ley de estímulos.

Esta combinación de beneficios difusos y costos localizados reduce los incentivos de Rhode Island para asumir estímulos fiscales. Sabiendo esto, Rhode Island puede concluir que los beneficios de los estímulos fiscales no son dignos de los costos y adoptar una reforma encaminada a balancear el presupuesto. Y aun si las jurisdicciones como Rhode Island no impiden todos los estímulos financiados mediante déficits, sus incentivos para perseguir estímulos serán reducidos, en la medida en que asumen todos los costos, cuando obtienen solo algunos de los beneficios.

Una forma para reducir el alcance de este problema es hacer política macroeconómica hasta el más amplio nivel posible. Por ejemplo, al suscribir una política fiscal a nivel federal, Estados Unidos gestiona ampliamente para internalizar los costos y beneficios de los estímulos. Cuando el Gobierno federal gasta más, la mayoría del incremento en la demanda agregada permanece en Estados Unidos y no se dispersa tanto hacia otros países, porque el intercambio mercantil constituye una porción relativamente pequeña de la economía del país.

Pero, además, no se debe exagerar el problema de la dispersión de la demanda como si se aplicara a jurisdicciones más pequeñas, como los estados de Estados Unidos. Durante la Gran Recesión, muchos estudios examinaron los efectos del gasto extra del Gobierno federal de Estados Unidos en un estado particular y compararon la respuesta en el empleo en ese estado con estados similares que no se beneficiaron en la misma medida de los estímulos del gasto federal.

Aunque los programas de estímulos bajo estudio no eran idénticos a los programas estatales de estímulos, porque las deudas asociadas con el gasto federal no estaban localizadas de la misma forma que las deudas asociadas con el gasto estatal, estos estudios ofrecen una perspectiva del tamaño de los efectos directos del gasto público dentro de un estado en relación con los efectos subsidiarios en otros estados. Si los estímulos a la demanda se difunden ampliamente, estos estudios deberían haber encontrado pequeños efectos en el gasto adicional en los estados estudiados. Esto es, si un dólar adicional de gasto en Rhode Island incrementara significativamente el gasto en otros estados, deberían verse incrementos relativamente pequeños en la producción de Rhode Island como resultado de un dólar adicional gastado en Rhode Island. Estos estudios encontraron grandes efectos en los estados³⁵. Así, con un gran efecto dentro del estado, habrá fuertes incentivos para que los estados persigan estímulos fiscales aun cuando algunos de los estímulos beneficien a los residentes de otros estados. Como resultado, el argumento contra las políticas de estímulos en jurisdicciones

35 Gabriel Chodorow-Reich, "Geographic Cross-Sectional Fiscal Spending Multipliers: What Have We Learned?", NBER Working Paper n.º 23 577, julio del 2017; Emi Nakamura y Jon Steinsson, "Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from U. S. Regions", *American Economic Review* 103, n.º 3 (2014): 753; Daniel Shoag, "Using State pension Shocks to Estimate Fiscal Multipliers since the Great Recession", *American Economic Review* 13, n.º 3 (2013): 121-124; Gabriel Chodorow-Reich, Laura Feiveson, Zachary Liscow y William Guy Woolston, "Does State Fiscal Relief during Recessions Increase Employment? Evidence from American Recovery and Reinvestment Act", *American Economic Journal: Economic Policy* 4, n.º 3 (2012): 118.

pequeñas, en favor de programas ampliamente basados en estímulos, puede ser exagerado.

Los requerimientos de presupuestos balanceados proveen la explicación más simple a la falla de las políticas discretionales para estabilizar la economía, como se describió al inicio del capítulo. Asimismo, la política fiscal discrecional tiene muchos otros defectos que la hacen una herramienta imperfecta para la estabilización, aun en jurisdicciones que no descartan la estabilización fiscal mediante requerimientos de presupuesto balanceado.

Falta de experticia

Obtener el derecho a diseñar políticas fiscales expansivas, a cualquier nivel estatal, requiere experticia y acceso a información de alta calidad. El Estado necesita conocer cuánta demanda privada ha caído. Si se subestima, entonces no elevará el gasto en la medida suficiente para compensar la reducción de la demanda. Si la sobreestima, la economía estará estimulada más de lo necesario, causando una producción por encima de la capacidad, subiendo de este modo la inflación. En realidad, los expertos aún consideran muy difícil predecir los efectos de los *shocks* de la demanda. Y si los expertos tienen problemas evaluando las condiciones macroeconómicas, puede esperarse que la comprensión de los políticos sea mucho más oscura y que sus decisiones estén todavía más alejadas de las que verdaderamente se requieren.

Aun si los Parlamentos saben en qué medida ha cambiado la demanda, deberían calcular adecuadamente su respuesta fiscal. El incremento en el gasto público o el decrecimiento en los impuestos debería ser justo el necesario para compensar el decrecimiento

inicial del gasto, después de contabilizar los efectos multiplicadores del gasto público sobre la producción.

El multiplicador del gasto público es el cambio en la producción causado por una unidad de incremento en el gasto. Si la decisión del Estado de comprar un almuerzo aumenta la producción del restaurante por un almuerzo, entonces el multiplicador del gasto público será uno.

El conocimiento del multiplicador del gasto público requiere experticia. En teoría, hay muchas razones por las cuales el multiplicador puede ser más o menos que uno. Por ejemplo, el almuerzo extra producido puede inducir al restaurante a pagar más en salarios. A su vez, los trabajadores usarán sus salarios extra para comprar aún más almuerzos. Bajo esta condición, el multiplicador es mayor a uno. Alternativamente, si el restaurante está a su capacidad, entonces un almuerzo comprado por el Gobierno puede simplemente desplazar el almuerzo comprado por un ciudadano privado. En ese caso, el multiplicador del gasto público sería cero. Y si los trabajadores anticipan el incremento de los impuestos para repagar la deuda asociada con el almuerzo comprado por el Estado, ello podría reducir su propia compra en consecuencia, reduciendo, también, el multiplicador.

Estimaciones empíricas del tamaño del multiplicador del gasto público varían ampliamente (véase el capítulo 5 para una discusión más detallada). Los estimados dependen del modelo económico usado, así como también de la técnica empírica elegida³⁶. Adi-

36 Véase Eric M. Leeper, Nora Traum y Todd B. Walker, "Clearing up the Fiscal Multiplier Morass", *American Economic Review* 107, n.º 8 (2017): 2409-2454. Este artículo ayudó a explicar las disparidades en las estimaciones del multiplicador mediante la observación de que muchas de esas

cional al variado resultado de los estudios, las estimaciones del multiplicador varían entre diferentes programas. Ya que cada programa de gasto y cada programa tributario es diferente, los efectos del multiplicador de un programa particular serán inciertos aun si el Parlamento conoce el efecto multiplicador del problema del programa de gasto público. El multiplicador correcto estimado para un conjunto de condiciones económicas y tipos de intervención estatal será inaplicable en otros contextos.

El uso de la correcta estimación del multiplicador del gasto público es crítico para buenas políticas. Si un programa de gasto público con un efecto multiplicador de 2 es aprobado y el multiplicador ideal en esas condiciones es de 0,6, entonces la política estatal resultará inadecuada. Si el verdadero multiplicador es 2 cuando el multiplicador esperado es 0,6, entonces la respuesta será excesiva. La revisión bibliográfica requiere considerable experticia macroeconómica, pero probablemente los Parlamentos están lejos de poseer esa experticia.

Desfase en las respuestas

Crear buenas políticas fiscales demanda no solo un gran acopio de información sino también una acción ágil. Pero ¡qué lástima!, la intervención fiscal inevitablemente se retrasa respecto a los problemas que

disparidades fueron el resultado de diferentes suposiciones acerca del comportamiento de las respuestas a las prácticas tributarias del Estado. Cuando los autores utilizaron una aproximación empírica bayesiana que puso menos peso en las suposiciones relacionadas con la información, encontraron un multiplicador de 1,4.

la provocan³⁷. Primero, los Parlamentos deben persuadirse de que un *shock* en la demanda agregada ha ocurrido, lo cual requiere algún tipo de evaluación de bases de datos, lo que demanda tiempo. Además, diseñar una respuesta toma aún más tiempo. Los parlamentarios deben escribir, debatir, corregir y aprobar una ley que cambie la política fiscal para compensar los efectos del *shock*. Este proceso suele ser tortuoso y lo hacen más difícil ciertas circunstancias de división partidista. Todo esto implica más demoras, que se complementan rápidamente con el tiempo de implementación de la política. E incluso después de que la ley se implementa, puede pasar más tiempo antes de que los efectos multiplicadores de un incremento o un decrecimiento en el gasto se sientan.

Si el desfase de las respuestas es lo suficientemente largo, entonces la política fiscal discrecional puede convertirse en una política inefectiva o aun contraproducente³⁸. Por ejemplo, en respuesta a la explosión de la burbuja de las puntocom y la consecuente recesión, Estados Unidos aprobó un recorte significativo de los impuestos en el 2001. Pero el recorte tributario no se puso en marcha plenamente sino hasta el 2003, cuando Estados Unidos estimuló una economía que ya había adquirido un saludable crecimiento de la demanda agregada, intensificando las presiones inflacionarias.

Nada de esto significa que la política fiscal discrecional invariablemente llegue demasiado tarde como para ser útil. Cuando el proceso legislativo es relativamente ágil, como en el sistema parlamentario, es

³⁷ Véase “Policy Lags”, *Economic's View*, 5 de diciembre del 2008, <http://economitsview.typepad.com/economits-view/2008/12/policy-lags.html>

³⁸ John B. Taylor, “Reassessing Discretionary Fiscal Policy”, *Journal of Economic Perspectives* 14, n.º 3 (2000): 21-36.

más factible que los efectos de la política fiscal lleguen a tiempo. En Estados Unidos –donde el camino de aprobación legislativa está lleno de obstáculos, como las trabas para la votación de proyectos, las reglas de límites y el veto presidencial, y donde la división partidista es lo común– es más difícil de que le vaya bien a la política fiscal discrecional³⁹. Los argumentos en contra de la política fiscal discrecional, por tanto, aplican con mayor fuerza en Estados Unidos que en democracias parlamentarias, como las del Reino Unido y Canadá, donde hay menos riesgo de una división política y una acción estatal lenta.

Aunque los economistas consideran que estos desfases son inevitables, en realidad provienen de instituciones, leyes y regulaciones que podrían comportarse de manera diferente. ¿Se recuerda aquellos proyectos de Obama sobre estímulos de gran calado? Estos no se retardaron por una misteriosa y extraña fuerza. Más bien, de acuerdo con la Oficina de Contabilidad del Gobierno de Estados Unidos, se retrasaron por requerimientos legales y regulatorios. Por ejemplo, una regulación federal mandaba que los proyectos de estímulos pagaran “salarios preferentes” (*prevailing wages*) determinados por el Departamento del Trabajo. Pero, en algunos casos, como en los proyectos de climatización, pensados para recortar el uso de energía, el tema de los salarios preferentes fue olvidado. Como resultado, el gasto llegó tarde ya que el Departamento del Trabajo requirió tiempo para los cálculos⁴⁰. Otras regu-

39 Véase William N. Eskridge Jr., “Vetogates, Chevron, Pre-emption”, *Notre Dame Law Review* 83, (2008): 1441.

40 Véase United States Government Accountability Office, “GAO-10-383: Recovery Act – Project Selection and Stars Are Influence by Certain Federal Requirements and Other Factors”, 18 de febrero del 2020.

laciones, tales como las disposiciones de “compra estadounidense” (*Buy American*) en el proyecto de Ley de Estímulos y de Requisitos de Preservación Histórica, retrasaron muchos proyectos de construcción. Después de que el proceso de aprobación regulatoria fuera finalmente racionalizado en el 2011, “algunos destinatarios reportaron que fueron climatizadas más casas en un mes que lo que habían previamente hecho en un año”⁴¹.

Estas leyes y regulaciones no son inherentemente problemáticas; de hecho, sirven a importantes fines. En tiempos ordinarios, puede considerarse razonablemente que los desfases prolongados en la implementación sean aceptables a la luz de los beneficios de los salarios preferentes, la preservación histórica y otras regulaciones. Sin embargo, en tiempos no ordinarios, los estímulos se necesitan de manera urgente. En la segunda parte argumentaré que las prácticas ordinarias requieren cambiar para acortar los desfases en la implementación de la política fiscal.

Prioridades alternativas para la política fiscal

Los obstáculos ya presentados harán difíciles las políticas fiscales efectivas aun si ese fuera el principal objetivo de la política. Pero la política fiscal tradicionalmente tiene tres objetivos: captar recursos para suprir bienes públicos, redistribuir recursos de los ricos hacia los pobres y estabilizar la economía⁴².

41 United States Government Accountability Office, “GAO-12-195: Recover Act – Progress and Challenges in Spending Weatherization Funds”, 16 de diciembre del 2011, 22.

42 Richard A. Musgrave, *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy* (Nueva York: McGraw-Hill, 1959).

Cuando se usa la política fiscal para estabilizar la economía, se sacrifican algunos de los otros objetivos.

Considérese que, en una recesión, el recorte tributario puede proveer estímulos fiscales de gran valor, pero estos también comprometen los otros objetivos de la política fiscal. Bajos impuestos sobre la renta benefician más a los ricos que a los pobres, porque los ricos pagan una más alta proporción de sus ingresos en impuestos. Favorecer el recorte tributario sobre los fundamentos de estabilización mina, por tanto, los objetivos de la redistribución. Y si el recorte tributario perdura después de la recesión, los bienes públicos, tales como la defensa o la educación, se desfinanciarán, en la medida en que los ingresos públicos habrán decrecido permanentemente. Para evitar estos indeseables resultados, los Parlamentos pueden abstenerse de estimular la economía mediante un recorte tributario, aun cuando esté macroeconómicamente garantizado.

Oportunismo político

El objetivo de la estabilización, además, complica el ya desafiante proceso de hacer políticas fiscales. Esto crea oportunidades para que los políticos tomen alguna ventaja. Pueden explotar los objetivos de estabilización para desarrollar políticas que serían inalcanzables si los otros congresistas y el público conocieran las verdaderas razones detrás de las políticas propuestas.

Por ejemplo, algunos políticos buscan bajar los impuestos porque creen que los ricos ya pagan demasiado. La mayoría del pueblo disiente de esto. De manera ordinaria, el disenso popular previene a los políticos de impulsar la reducción de los tributos. En una recesión, sin embargo, los políticos pueden promover la baja de impuestos como un instrumento de

estímulo más que como un cambio en la distribución de la riqueza. Aunque los objetivos de los políticos no son realmente los estímulos, defienden los recortes fiscales ya que saben que, una vez el recorte se haya aprobado, será muy difícil retractarse. La introducción de la estabilización dentro de la política fiscal, por tanto, agrega un grado de libertad para que los políticos minen otros objetivos de las políticas.

Los políticos también pueden usar los estímulos fiscales para mejorar sus chances de ser reelegidos, un fenómeno conocido como el ciclo del negocio político. Poco antes de una elección, los políticos interesados apoyan políticas de estímulos a la demanda que ordinarily no apoyarían, tales como la reducción de los impuestos y el incremento del gasto. En el corto plazo, la expansión tributaria estimula la economía. Esto beneficia a los candidatos que desean reelegirse, a quienes los votantes normalmente evalúan de acuerdo con el estado de sus propias finanzas. En el largo plazo, sin embargo, tales políticas lideran unos largos déficits y no hacen nada para promover la estabilización. En consecuencia, la economía sufre⁴³.

43 James Buchanan y Richard Wagner explican que “la aplicación de los preceptos keynesianos dentro de una democracia política, sin embargo, por lo general requeriría de políticas que tomen acciones que reduzcan sus proyecciones de supervivencia. ¿Deberíamos entonces sorprendernos de que las instituciones políticas democráticas keynesianas produzcan respuesta de política pública contrarias a aquellas que surgirían de una aplicación idealizada de las normas en ausencia de retroalimentación política?”. James Buchanan y Richard Wagner, *The Collected Works of James M. Buchanan: Democracy in Deficit: The Political Legacy of John Keynes*, vol. 8 (Indianápolis: Liberty Fund, 2000), 7. Nótese, sin embargo, que, como concluyó Allan Drazen, “hay mucho menos evidencia convincente de la que tanto los modelos teóricos y el sentido común

El miedo al oportunismo político ofrece una de las mejores explicaciones para la prevalencia de las restricciones constitucionales al déficit. Si no puede confiarse en los políticos para que produzcan las mejores políticas fiscales en busca del crecimiento a largo plazo, entonces puede decidirse constreñir su habilidad para que no usen el déficit financiero en lo absoluto.

Los riesgos de una deuda excesiva

Los estímulos de la política fiscal incrementan los déficits públicos y la deuda. En niveles excesivos de deuda, el déficit en el gasto puede no estimular la demanda realmente. Como el director del Departamento de Asuntos Fiscales del FMI sintetizó en el 2016, “Una vez que los mercados perciben la deuda del Gobierno como inestable, puede resultar en un incremento en las tasas de interés y en la depreciación de las tasas de cambio. En otros casos, a los países se les puede [...] simplemente retirar el acceso al mercado”⁴⁴. Para los países con alta deuda, la deuda producida por la financiación de los estímulos no es una opción, tal como le pasó a

acerca de la prevalencia de la ‘economía del año de elección’ sugeriría [...] hay un significativo desacuerdo de si hay manipulación oportunista [de la economía] que pueda observarse en la información macro”. Allan Drazen, “The Political Business Cycle after 25 Years”, en *NBER Macroeconomics Annual 2000*, editado por Ben Bernanke y Kenneth Rogoff (Chicago: National Bureau of Economics Research, 2000), 75-117.

44 Victor Gaspar, “Fiscal Policy for the Twenty-First Century”, en *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, editado por Olivier Blanchard, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff, y Laurence Summers (Cambridge: MIT Press, 2016), 165-177.

Grecia durante la Gran Recesión. Y algunos países que podrían aplicar estímulos fiscales estarán cautelosos de hacerlo agresivamente, para que los niveles de la deuda no se incrementen hasta el punto de que causen pánico en el mercado, al estilo de Grecia.

Equilibrio entre los costos y los beneficios de la política fiscal discrecional

La política fiscal discrecional promete estabilizar la economía cuando los *shocks* a la demanda agregada hacen que la producción se desvíe de su potencial. Cuando la economía se recalienta, los Gobiernos pueden ejecutar excedentes para prevenir la inflación y otros comportamientos ineficientes, como las largas filas. Cuando la demanda es insuficiente, los Estados pueden subir el gasto y bajar los impuestos, incrementando la demanda para compensar los *shocks*. Las políticas fiscales de estímulos permiten que la economía continúe produciendo a su capacidad en vez de que se pierdan producción y trabajos debido a una reducción de la demanda agregada.

Mientras que las políticas fiscales perfectas prometen mitigar permanentemente los ciclos económicos, la realidad es muy diferente. En las democracias, el Congreso controla las políticas fiscales a causa del papel esencial de estas dentro del Estado. Y el Congreso está mal adaptado para estabilizar la economía mediante políticas fiscales, una difícil tarea aun para el más ágil y experto diseñador de políticas públicas. Asimismo, la política monetaria (discutida en el capítulo 3) ofrece un instrumento alternativo de estabilización que no sufre de muchos de los defectos de los que sí padece la política fiscal. Hacia la década de 1990, muchos economistas, por tanto, “rechazaron la política fiscal discrecional”

dirigida hacia la demanda agregada como una herramienta de estabilización”⁴⁵. No sorprendió entonces que los requerimientos de presupuestos balanceados, los cuales excluyen políticas fiscales de estabilización, crecieran desaforadamente durante este periodo⁴⁶.

En los últimos tiempos, el consenso contra la política fiscal discrecional dentro de la disciplina económica no está basada en ninguna teoría económica; un hecho que importa en nuestra discusión sobre derecho y macroeconomía. Además, el argumento depende del marco institucional de la política fiscal: los economistas rechazan las políticas fiscales discretionales cuando las tasas de interés son superiores a cero porque las instituciones de política monetaria son más manejables que las políticas fiscales. Este argumento necesita contribuciones de institucionalistas en derecho, políticas públicas y ciencia política, así como de economistas, como se discute en el capítulo 3.

-
- 45 J. Bradford DeLong y Laurence Summers, “Fiscal Policy in a Depressed Economy”, en *Brookings Papers on Economic Activity: Springs 2012*, editado por David Romer y Justin Wolfers (Washington, D. C.: Brookings Institution, 2012), 233-297.
- 46 Por ejemplo, el Congreso de Estados Unidos consideró proponer una reforma de presupuesto balanceado a nivel federal en 1997 y en el 2011. Véase Richard Kogan, “Constitutional Balanced Budget Amendment Poses Serious Risks”, Center on Budget and Policy Priorities, 16 de marzo del 2018, <https://www.cbpp.org/research/constitutional-balanced-budget-amendment-poses-serious-risks>. Alemania aprobó una ley de presupuesto balanceado, el *Schuldenbremse*, en el 2019. Véase Basic Law for the Federal Republic of Germany, art. 109 (3).

La política fiscal automática: el papel desempeñado por los gastos tributarios, la Ley del Trabajo y Recorte de Impuestos del 2017, las subvenciones compartidas y los programas de seguridad estatal

Si la estabilización fiscal discrecional está plagada de problemas institucionales, ¿qué sucede con la política fiscal automática? Recuérdese que la política fiscal automática no requiere acción legislativa. El impuesto sobre la renta es un ejemplo. Cuando la demanda es débil y el ingreso bajo, se recaudan menos ingresos mediante este impuesto. Así, la demanda alta es parcialmente compensada por un recaudo alto, generado por el impuesto sobre el ingreso, y la demanda baja se compensa con un bajo recaudo. Esta estabilización ocurre automáticamente; las leyes de impuestos sobre la renta no requieren modificaciones para servir a los propósitos de estabilización. Algunos programas de gasto público también estabilizan la economía automáticamente. Por ejemplo, sin ningún cambio en las leyes, los gastos en programas de medios de subsistencia, como Medicaid o el programa de asistencia de suplemento nutricional (SNAP, por sus siglas en inglés), se incrementan cuando el ingreso se reduce y más personas se vuelven elegibles para los beneficios. De manera similar, los subsidios de desempleo se incrementan durante las crisis porque el nivel de desempleo aumenta.

Las críticas a la política fiscal discrecional no se aplican a su pariente automática. Los estabilizadores automáticos no requieren experticia para su implementación. Simplemente no necesitan elecciones de política pública. Los estabilizadores automáticos no padecen de amplios períodos de desface en su implementación, porque surten efecto de manera directa a partir de los cambios en la economía. Los estabilizadores

económicos también se adaptan al tamaño de los *shocks* en la economía. Si el impuesto sobre la renta es de 40 %, el 40 % de cualquier efecto negativo o positivo sobre el ingreso debido a *shocks* en la demanda obtiene compensación con el impuesto, sin ninguna necesidad de calibración. Para los políticos también es difícil usar los estabilizadores automáticos de manera oportunista. Ya que los estabilizadores automáticos se aplican a lo largo del ciclo económico, no incrementan la posibilidad de reelección. Mientras que un impuesto sobre la renta con caracteres estabilizadores contribuye a las oportunidades reeleccionistas de los políticos mediante la mitigación de las recesiones, también afecta sus oportunidades de reelección mediante la mitigación de los auges.

Sin embargo, aunque los estabilizadores automáticos pueden ser útiles y no tienen muchas de las debilidades de los estabilizadores discrecionales, no son fáciles de crear. Como el economista jefe del FMI observó en el 2015, “la mayoría de los países permite que los estabilizadores automáticos eviten las fluctuaciones en la demanda, pero tales estabilizadores nunca fueron diseñados con la estabilización en mente. ¿Pueden mejorarse, y por qué ha habido tan poca reflexión sobre ellos?”⁴⁷. En

47 Véase Olivier Blanchard, “Contours of Macroeconomic Policy in the Future”, *IMFBlog*, 2 de abril del 2015, <http://blog-imfdirect.ifm.org/2015/04/02/contours-of-macroeconomic-policy-in-the-future/>. Para artículos recientes en los que se intenta comprender a profundidad y mejorar las propiedades de estabilización automática de la política fiscal véanse Alisdair McKay y Ricardo Reis, “The Role of Automatic Stabilizers in the U. S. Business Cycle”, *Econometrica* 86, (2016): 141-194; Pascal Michaillat y Emmanuel Saez, “The Optimal Use of Government Purchases for Macroeconomic Stabilization”, NBER Working Paper n.º 21322 (julio del 2015).

particular, los detalles institucionales de los estabilizadores automáticos han recibido muy poca atención.

El impuesto a la renta como estabilizador automático: el papel desempeñado por los gastos tributarios

El argumento según el cual el impuesto sobre la renta estabiliza automáticamente la economía se basa en un modelo bastante simple. Este modelo asume que el ingreso está fácilmente definido y gravado. También asume que los sistemas de impuesto sobre la renta tienen solo un objetivo: incrementar el ingreso público. Los abogados tributarios, a diferencia de los macroeconomistas, saben que los sistemas tributarios reales sobre la renta enfrentan insuperables dificultades para definir lo que es el ingreso y para gravarlo satisfactoriamente. Los abogados también saben que los códigos tributarios tienen muchos objetivos además de la generación de ingresos públicos. En Estados Unidos, el código tributario subsidia comportamientos deseables, como la beneficencia, la generación de empleo con seguro médico y el gasto de nivel estatal.

Sin embargo, los macroeconomistas no estudian cómo opera verdaderamente el código y los académicos del derecho ignoran ampliamente la disciplina macroeconómica, brindándoles a las personas muy poco conocimiento sobre la importancia de los elementos del código tributario y de los programas de gasto público, como los gastos tributarios, en relación con los efectos sobre la estabilidad económica⁴⁸.

48 Una importante excepción a este olvido de la macroeconomía dentro de la tributación es Jeff Strnad, "Some

Los gastos tributarios se definen como “pérdidas de ingresos públicos atribuidos a las provisiones de las leyes fiscales federales que permiten ciertas exclusiones, excepciones o deducciones del impuesto bruto o el cual provee un crédito especial, una tarifa tributaria especial o un diferimiento de la responsabilidad fiscal”⁴⁹. En otras palabras, reducen el ingreso público que sería captado según el modelo de código de los macroeconomistas. Importantes gastos tributarios incluyen los intereses sobre créditos hipotecarios y las deducciones por obras de beneficencia, las cuales reducen el ingreso gravable de los contribuyentes, disminuyendo la suma total que deben pagar.

Los gastos tributarios substituyen los costos públicos. El Comité Bicameral sobre Tributación de Estados Unidos explica que “las provisiones sobre los impuestos sobre la renta especiales se comprenden como costos tributarios porque pueden considerarse análogos a programas de desembolso directo, y los dos pueden verse como medios alternativos para lograr objetivos similares sobre políticas presupuestales”⁵⁰. Por ejemplo, en vez de proveer seguros de salud de forma directa, los Estados subsidian los programas de cuidado de

Macroeconomic Interactions with Tax Base Choice”, *SMU Law Review* 53, (2006): 171-199. El artículo de Strnad, sin embargo, alterna entre dos aproximaciones: macroeconomía keynesiana y clásica. Como resultado, no se concentra en los estabilizadores o desestabilizadores automáticos.

- 49 Congressional Budget and Impoundment Control Act of 1974, 2 U. S. C., sección 622 (3) (2006).
- 50 Staff of Joint Committee on Taxation, “JCX-15-11: Background Information on Tax Expenditure Analysis and Historical Survey on Tax Expenditure Estimate”, Joint Committee on Taxation, Congress of the United States, 9 de marzo del 2011, <http://www.jct.gov/publications.html?func=startdown&id=3740>

la salud mediante el estatuto tributario, excluyendo del impuesto sobre la renta el costo que el empleador asumió en el pago de esos seguros. En una pequeña escala, el Gobierno incentiva el uso de energía solar ofreciendo créditos tributarios a aquellos que instalen paneles solares. De manera alternativa, el Gobierno podría incentivar el uso de paneles solares mediante la compra de esos paneles y distribuyéndolos entre los ciudadanos.

Los gastos tributarios son una herramienta vital de la política pública. En el año fiscal del 2014, estos gastos redujeron los ingresos provenientes del impuesto federal sobre la renta de Estados Unidos por cerca de 1,1 billones de dólares, lo que equivale al 6,6 % del producto interno bruto (PIB). Esto constituye una gran cantidad de gasto implícito, casi el mismo que el gasto discrecional de todo Estados Unidos, lo que incluye todo el gasto gubernamental, con excepción de Medicare, Medicaid y el seguro social⁵¹. Los gastos tributarios son también importantes por fuera de Estados Unidos. Un reporte de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico del 2010 encontró que, en siete países miembros, el promedio de estos costos es del 5,1 % del PIB⁵². Canadá y el Reino Unido, entre otros, hacen más uso de los gastos tributarios como porcentaje del PIB que el mismo Estados Unidos⁵³.

51 “Policy Basics: Federal Tax Expenditures”, Center of Policy and Budget Priorities, 9 de abril del 2018, <http://www.cbpp.org/cms/index.cfm?fa=view&id=4055>

52 Véase Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, *Tax Expenditures in OECD Countries* (París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2012), 224, tabla II.29.

53 *Ibid.*; Comisión Europea, “Tax Expenditures in Direct Taxation in EU Member States”, *Occasional Papers* 207, (diciembre

Mientras que los macroeconomistas prestan gran atención a los efectos estabilizadores automáticos del impuesto sobre la renta y del gasto público, tienden a ignorar los efectos que los costos tributarios tienen sobre la demanda agregada. Ya que los gastos tributarios son un elemento esencial de la política fiscal, esta omisión es problemática. Constituye un costo adicional de la separación entre derecho y macroeconomía, lo cual es contraproducente. La mayoría de los costos tributarios de Estados Unidos –tal como la deducción de la seguridad social para el empleador– desestabiliza automáticamente la economía.

La mayoría de los Estados pagan o subsidian los costos del seguro médico. Mediante un programa directo de gasto, los Gobiernos pagan por el programa en sí mismo, como lo hace el servicio nacional de salud de Inglaterra. O también los Estados se lo reembolsan a los empleadores privados, como lo hace Estados Unidos con Medicare. En cada modelo, el ciclo del negocio no afecta el gasto gubernamental en seguro médico, ya que la demanda de servicios médicos no cambia a lo largo del ciclo económico⁵⁴.

del 2014), 9, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_papers/2014/pdf/ocp207_en.pdf

54 Si la demanda individual de servicios de salud cambia en el ciclo económico, entonces el gasto estatal sobre estos servicios puede responder al ciclo. Resulta interesante que se encuentre evidencia de que la morbilidad es débilmente procíclica (las personas mueren a tasas más altas durante los auge que durante las recesiones). Véase Christopher J. Ruhm, "Are Recessions Good for Your Health?", *Quarterly Journal of Economics* 115, n.º 2 (2000): 617. Al mismo tiempo, las personas consumen servicios médicos por más tiempo durante las recesiones. El impacto total de estos factores sobre la demanda de servicios médicos a lo largo del ciclo económico es aún indeterminado.

Otra forma de subsidiar los costos del seguro médico es por medio del estatuto tributario. En Estados Unidos, esto se logra mediante el Código de Rentas Internas, sección 105, que excluye de la renta los costos de la seguridad social pagada por los empleadores. En otras palabras, cuando un empleador paga parte de la seguridad social de sus empleados, la suma correspondiente a este pago no es objeto de impuesto sobre la renta. Por el contrario, si un empleador compensa a su empleado en efectivo, y el empleado adquiere un seguro médico con ese dinero, la compensación podría ser objeto de impuesto. En el 2014, el valor de este subsidio se estimó en 213 000 millones de dólares⁵⁵.

Pero la sección 105 desestabiliza la economía⁵⁶ porque el empleo es procíclico. En las recesiones, el desempleo aumenta, lo que significa que un número más pequeño de trabajadores se beneficia del subsidio implícito de la sección 105. Como resultado, los gastos del Gobierno subsidian menos durante las recesiones y subsidian más cuando la economía opera a su capacidad normal.

55 Véase Oficina de Administración y Presupuesto, *Fiscal Year 2014: Analytical Perspective – Budget of the U. S. Government* (Washington, D. C.: United States Government Publishing Office, 2013), 308, [https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BUDGET-2014-PER.pdf](https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BUDGET-2014-PER/pdf/BUDGET-2014-PER.pdf)

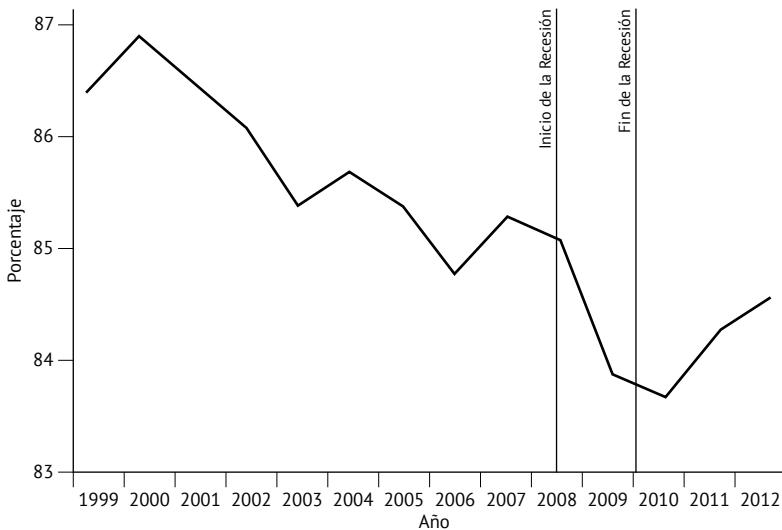
56 Esta discusión se desarrolla en algunos de mis trabajos iniciales. Véanse Yair Listokin, "Stabilizing the Economy Through the Income Tax Code", *Tax Notes* 123, (2009): 1575; Yair Listokin, "Equity, Efficiency, and Stability: The Importance of Macroeconomics for Evaluating Income Tax Policy", *Yale Journal on Regulation* 29, (2012): 45. Para un argumento relacionado véase Brian Galle y Jonathan Klick, "Stabilization and the Social Safety Net: The Alternative Minimum Tax as Counter-Cyclical Fiscal Stabilizer", *Stanford Law Review* 63, (2010): 187.

La gráfica 2 muestra cómo la cobertura de seguridad social en salud en Estados Unidos decreció de manera dramática durante la Gran Recesión antes de empezar a recuperarse (en parte debido a la Ley de Cuidado Asequible del 2009). Con pocas personas recibiendo cobertura en servicios de salud por parte de sus empleadores, Estados Unidos gastó menos en subsidiar a los empleadores que pagaban la seguridad social durante la Gran Recesión en comparación a como lo hacía antes de esta. Más aún, la gráfica 2 indica un retroceso en la cobertura de seguros médicos privados. Durante la Gran Recesión, muchos desempleados que antes tenían cobertura en salud privada adquirieron entonces Medicaid. La cobertura de seguros médicos privados, el único tipo de seguro que se beneficia de las exclusiones de la sección 105, disminuyó mucho más de lo que la gráfica 2 muestra.

Lo costos estimados de los beneficios de la sección 105, que corresponde al valor financiado por los empleadores para la seguridad social de sus empleados multiplicado por la tarifa impositiva que hubiera sido aplicada a ese “ingreso” en ausencia de la sección 105, provee evidencia adicional de que las exclusiones tributarias significan más gastos cuando la economía está sana y menos cuando la economía está deprimida. Al inicio de la Gran Recesión el costo estimado de la exclusión de la sección 105 declinó por primera vez, de cerca de 134 000 millones de dólares en el año fiscal 2007 decayó a 131 000 millones de dólares en el siguiente año⁵⁷. Esta disminución marcó una marcada

57 Véase Tax Expenditure Data, información disponible por medio del autor. Estos datos establecen reportes de la estimación final provista por la Oficina de Administración y Presupuesto en relación con el valor de los gastos tributarios en cada año particular. La estimación final

Gráfica 2. La participación de la población estadounidense con cobertura en seguros de salud cayó durante la Gran Recesión



Nota: la proporción de la población de Estados Unidos cubierta por seguros de salud y, de esta manera, beneficiaria de los subsidios para gastos tributarios en seguros de salud, cayó bruscamente al inicio de la Gran Recesión.

Fuente: U. S. Bureau of the Census, “Health Insurance Coverage: Coverage Rate in the United States (Discontinuado)” [USHICCOVPC], recuperado de FRED, Banco de la Reserva Federal de San Luis, <https://fred.Stolouisfed.org/series/USHICCOVPC>

probablemente es la más exacta porque no involucra proyecciones y porque se apoya enteramente en eventos pasados. Datos sobre el valor del gasto tributario en el año fiscal 2007, por ejemplo, se tomaron del informe de la Oficina de Administración y Presupuesto del 2009. Véase Oficina de Administración y Presupuesto, *Fiscal Year 2009: Analytical Perspectives – Budget of the U. S. Government* (Washington, D. C.: United States Government Publishing Office, 2008). Los datos deberían tratarse con algo de escepticismo, ya que mezcla una variedad de factores,

desviación de una tendencia de décadas de aumento rápido de los costos derivados de las exclusiones de la sección 105. Para el siguiente año, sin embargo, el valor de los costos retomó su tendencia de incremento habitual, alcanzando los 144 000 millones de dólares. En total, la tasa de incremento en el costo de los gastos tributarios durante la Gran Recesión estuvo muy por debajo de su tendencia durante el periodo anterior de crecimiento⁵⁸. Dado el impresionante aumento de la tasa de inflación del precio de la seguridad social durante este periodo⁵⁹, es casi seguro que el costo de la sección 105 se hubiera incrementado sustancialmente entre el 2007 y el 2009 en caso de no haberse presentado la Gran Recesión.

En total, la exclusión de los costos de los empleadores de la seguridad social del impuesto sobre la renta presenta un programa estatal extremadamente desestabilizador. Un programa de gasto directo que hiciera lo mismo —que redujera el gasto en seguridad social cuando el desempleo fuera más alto— sería casi inconcebible. Pero todavía se tiene un gasto implícito de 200 000 millones de dólares que hace justo eso.

tales como cambios en la tasa tributaria marginal y la elegibilidad para ciertos programas sociales, así como los efectos del ciclo económico.

- 58 Entre el 2004 y el 2006, el costo de las exclusiones aumentó en más del 20 %. El incremento del 2007-2009 en el costo de las exclusiones estuvo por debajo del 10 %, con los costos de los servicios médicos en aumento a lo largo de todo el periodo. Véase Oficina de Administración y Presupuesto, *Fiscal Year 2009*.
- 59 Véase, por ejemplo, Ann C. Foster y Craig J. Kreisler, Bureau of Labor Statistics, *Health Care Spending of U. S. Consumers, by Age: 1998, 2003, and 2008* (2010), <https://www.bls.gov/cex/anthology11/cxsanth4.pdf> (2010), http://www.bls.gov/opub/focus/volume_1_number8/cex_1_8.htm (última actualización).

El gasto tributario más grande de Estados Unidos desestabiliza la economía. Así mismo sucede con otros dos importantes gastos tributarios de Estados Unidos: la deducción de los intereses sobre préstamos hipotecarios y la deducción por obras de beneficencia. Cada uno les permite a los contribuyentes reducir su carga impositiva federal sobre el ingreso debido a que el Gobierno favorece el gasto en la adquisición de viviendas y en las obras de caridad. Kingi y Rozema usaron los datos sobre el nivel de gasto en la adquisición de vivienda para estimar que esos dos grandes gastos tributarios reducen las propiedades estabilizadoras automáticas del impuesto sobre la renta en 1,13 % (por la deducción de los intereses sobre créditos hipotecarios) y en 0,9 % (por las deducciones por obras de caridad), en comparación con una normativa sobre el impuesto sobre la renta que elimine los dos costos tributarios. En el 2016 la deducción de impuesto sobre los intereses por créditos hipotecarios le costó al erario 75 300 millones de dólares, y la deducción por obras de caridad, 57 000 millones de dólares. Si la deducción sobre los intereses pagados por créditos hipotecarios y la deducción por obras de caridad fueran costos tributarios en términos de sus efectos desestabilizadores, estos resultados sugerirían que los 1,5 billones de dólares acumulados en gastos tributarios en el 2016 habrían reducido las propiedades estabilizadoras del impuesto sobre la renta en más del 23 %⁶⁰.

60 Kingi y Rozema, "The Effect of Tax". Para llegar al número de 23 %, extrapolé los resultados de Kingi y Rozema. Si 132 300 millones de dólares (la suma de 75 300 millones y 57 000 millones de dólares) en gastos tributarios reducen las propiedades estabilizadoras automáticas en 2,03 %, entonces el total de 1,05 billones de dólares en gastos tributarios deberían reducir las propiedades estabilizadoras

La desestabilizadora Ley del Trabajo y Recorte de Impuestos del 2017

Hacia el final del 2017, los congresistas republicanos de Estados Unidos, con apoyo del presidente Trump, transformaron el código de impuesto sobre la renta mediante la aprobación de la Ley del Trabajo y Recorte de Impuestos (TCJA, por sus siglas en inglés). La TCJA limitó un importante gasto tributario, acotando la anterior deducción ilimitada por pagos tributarios de nivel estatal y local a un máximo de 10 000 dólares. Ya que los gastos tributarios desestabilizan la economía, lo que hizo la TCJA fue crearle un techo al gasto tributario para los pagos tributarios locales y estatales, y mejorar el efecto contracíclico del impuesto sobre la renta.

El resto de la ley, sin embargo, destrozó el impuesto sobre la renta como una fuerza contracíclica. Las reformas de la TCJA a la tributación sobre la renta de los negocios minaron particularmente las propiedades estabilizadoras automáticas del impuesto sobre la renta⁶¹.

Las empresas obtienen sus ingresos de las ganancias de los negocios. Las ganancias son iguales a la diferencia entre ingresos y egresos. Aunque los ingresos fluctúan de acuerdo con el ciclo del negocio, muchos egresos son fijos. En auges y en crisis, los negocios deben continuar pagando sus obligaciones sobre deudas, rentas y pensiones.

automáticas del código del impuesto sobre la renta en 23 %. $2,03\% / \$132,3 = x/\1500 . Esta resumida aproximación asume que gastos tributarios adicionales reducen las propiedades estabilizadoras en proporción a su valor.

⁶¹ Parte de este análisis se realizó en Yair Listokin, "The Republican Plan to Make the Next Recession Even Worse", *Tax Notes*, 11 de diciembre del 2007.

Esta combinación de ingresos variables y egresos fijos hace que las ganancias sean muy sensibles al ciclo económico. En tiempos de auge, los ingresos pueden exceder por un importante margen los egresos, produciendo grandes ganancias. En el 2007, por ejemplo, las empresas de Estados Unidos tuvieron ganancias por cerca de 1,05 billones de dólares (deductiendo las pérdidas). En recesiones, por el contrario, las ganancias caen mientras que muchos egresos permanecen estables, reduciendo bruscamente las ganancias. Hacia el 2009 (la época más dura de la Gran Recesión), las ganancias empresariales de Estados Unidos cayeron por debajo de 450 000 millones de dólares⁶². El ingreso total del país, por el contrario, declinó solo el 3,1 % desde el 2007 al 2009.

Debido a que se recaudó una proporción estable de un alto componente procíclico del ingreso, el impuesto sobre la renta empresarial recaudó ingresos significativos en auges y mucho menos en crisis. Es un gran estabilizador automático. En el 2007, por ejemplo, el impuesto sobre la renta empresarial de Estados Unidos excedió los 370 000 millones de dólares⁶³. Si Estados Unidos hubiera recaudado en el 2009 impuestos sobre la renta corporativa a la misma tasa efectiva que en el 2007, el recaudo por impuesto sobre la renta hubiera caído automáticamente a 160 000 millones de dólares. (En realidad, en el 2009 el recaudo fue de 140 000 millones de dólares, lo que refleja algunos recortes en la

62 Véase “Selected Financial Data on Business”, en Internal Revenue Services, “SOI Tax Stats – Integrated Business Data”, <https://www.irs.gov/statistics/soi-tax-stats-integrated-business/data>, tabla 1.

63 Véase “Receipts by Source: 1934-2002”, en Oficina de Administración y Presupuesto, “Historical Tables”, <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>, tabla 2.1.

tarifa efectiva del impuesto sobre la renta en ese año). El impuesto sobre la renta corporativa, así, proveyó un estímulo automático a la economía de Estados Unidos de cerca de 200 000 millones (representados en menos gastos tributarios) en el 2009, en relación con el 2007. En comparación, la Ley de Recuperación y Reinversión del 2009 (el más importante paquete de estímulos fiscales en Estados Unidos durante la Gran Recesión) disminuyó los impuestos por cerca de 100 000 millones de dólares en el año fiscal del 2009^[64].

La firma de la TCJA redujo la tasa impositiva de las empresas de 35 % a 21 %. Desde la perspectiva de la estabilización, este corte es un desastre. En la siguiente Gran Recesión, se disfrutará el beneficio de 200 000 millones de un paquete de estímulos automático^[65].

64 Véase United States Congress Joint Committee on Taxation, "Estimated Budget Effects of the Revenue Provisions Contained in the Conference Agreement for H. R. 1, The American Recovery and Reinvestment Tax Act of 2009", 12 de febrero del 2009, <http://www.jct.gov/x-19-09.pdf>

65 La dramática reducción de la tasa de ingreso corporativo es la mayor característica desestabilizadora de la Ley del Trabajo y Recorte de Impuestos, pero no es la única. La reducción de la tasa del ingreso de los negocios no constituidos formalmente como empresas, el cual, al igual que el ingreso corporativo, es altamente sensible al ciclo económico, tiene un efecto desestabilizar similar sobre la economía. Incluso un importante *incremento* tributario relacionado con la TJCA —la eliminación de las pérdidas operacionales netas acumuladas— debilitó las propiedades estabilizadoras del impuesto sobre la renta. La posibilidad de rodar las pérdidas de años anteriores aseguró que los ingresos públicos de Estados Unidos provenientes del impuesto sobre la renta corporativa se hundieran en comparación con el ingreso corporativo durante la Gran Recesión. Los rodamientos hicieron que las empresas con pérdidas anuales en el 2009 obtuvieran una devolución tributaria —esto es, un cheque al portador emitido por

Cualquier reducción de impuestos disminuye las propiedades estabilizadoras del impuesto sobre la renta. Pero los recortes a los impuestos corporativos reducen la estabilidad mucho más que otro recorte a cualquier impuesto sobre la renta. Ya que el ingreso corporativo fluctúa más de acuerdo con el ciclo económico que otros tipos de ingreso, es particularmente bueno como estabilizador automático. Aun si los ingresos disminuidos por causa de los recortes de las tarifas de los impuestos corporativos fueran compensados con el incremento de otros impuestos, la TCJA habrá minado una de las más importantes fuerzas de estabilización automática en la economía.

El debate sobre ambos costos tributarios en la TCJA ilustra el daño causado por la separación entre derecho y macroeconomía. Mientras que los abogados y los economistas han destinado sinnúmero de páginas a los gastos tributarios, han ignorado, sobre todo, los efectos de los gastos tributarios sobre la estabilidad. De manera similar, los abogados y economistas dijeron muchas cosas sobre los pros y contras de la TCJA del 2017, pero tanto unos como otros ignoraron los efectos macroeconómicos de la ley. Reconocer los efectos macroeconómicos de los gastos tributarios de la TCJA requiere una comprensión tanto de los matices del sistema

Estados Unidos— si pagaban el impuesto sobre la renta en el 2007 y el 2008. (Una expansión del régimen de rodamientos en el 2009 incrementó, además, los reembolsos asociados con los rodamientos, pero esta provisión temporal constituyó una política discrecional más que automática). Ya que los rembolsos llegaron al 2009, la estructura de rodamientos estimuló la economía al proveer efectivo a las empresas precisamente cuando más lo necesitaban. Sin los rodamientos, las empresas habrían debido esperar hasta futuros años para reclamar los beneficios tributarios asociados con el hecho de tener pérdidas en el 2009.

tributario como de las implicaciones macroeconómicas de esos matices. Pocos abogados o economistas tienen una combinación de habilidades suficiente como para hacerlo. Como resultado, los perniciosos efectos macroeconómicos de los elementos críticos de la política fiscal fueron ampliamente desatendidos.

Los programas de subvenciones compartidas como (des)estabilizadores automáticos: el caso de Medicaid

En contraste con los gastos tributarios, los programas estatales de gasto en medios de vida estabilizan la economía de manera automática. El gasto en ellos incrementa cuando la economía está en recesión. En teoría, esto debería incrementar la demanda y ayudar a recuperar la economía. Pero un análisis institucionalista realista de los programas de gasto estatal complica un poco esta historia.

Considérese Medicaid, que provee seguros de salud para las personas en condición de indigencia en Estados Unidos. Cuando el ingreso baja durante las recesiones, muchas más personas califican para el programa Medicaid, y el gasto público se incrementa proporcionalmente, compensando la disminución de la demanda que causa la caída del ingreso. ¿Correcto? De hecho, el gasto en Medicaid no es tan simple. No es solo el desembolso lo que importa, sino también la estructura del gasto; el tipo de cosas a las que el derecho y macroeconomía le prestan atención y que otros campos simplemente ignoran⁶⁶.

66 En un importante artículo, David Super analiza una amplia variedad de interacciones en el presupuesto federal en búsqueda de vínculos no esperados. Véase David A.

Medicaid es el más grande de muchos programas de Estados Unidos que reciben subvenciones compartidas federales. Es administrado a nivel estatal y financiado con recursos locales, estatales y federales. El Gobierno federal lo reembolsa a los estados a diversas tarifas, dependiendo de su ingreso per cápita; en total, cubre aproximadamente el 60 % del gasto de Medicaid⁶⁷. En el 2011, las subvenciones federales a los estados sumaron un total de 17 % del gasto federal de Estados Unidos y 4 % del PIB⁶⁸.

Los programas de ayuda compartidos, combinados con los requerimientos de balanceo presupuestal, reducen las propiedades estabilizadoras automáticas de Medicaid. La lógica sigue un curso que, por ahora, debe ser familiar. Durante la recesión, los ingresos de los estados disminuyen. Para mantener balanceando el presupuesto, los estados reducen el gasto para compensar el decrecimiento en los ingresos. Ya que los programas están parcialmente financiados por subvenciones compartidas federales, consumen una porción sustancial de la mayoría de los presupuestos estatales —Medicaid solamente contó con un “18,9 %

Super, “Rethinking Fiscal Federalism”, *Harvard Law Review* 118, (2005): 2544-2652. Aunque no describe el estabilizador automática que describo aquí, sí identifica otras consecuencias de este sistema de apoyo federal a los Gobiernos de los estados, que no suelen analizarse.

- 67 Véase Kaiser Family Foundation, *Federal and State Share of Medical Spending*, <https://www.kff.org/medicaid/state-indicator/federalstate-share-of-spending/?currentTimeframe=0&sortModel=%7B%22colId%22:%22Location%22,%22sort%22:%22asc%22%7D>
- 68 Congressional Budget Office, *Federal Grants to State and Local Governments* (2013), <https://www.cbo.gov/sites/default/files/113th-congress-2013-2014/reports/03-05-13federal-grantsonecol.pdf>

del gasto de los fondos estatales generales” en el 2013^[69]— y los estados con poco dinero por lo general no pueden evitar recortarlos. Pero entonces los estados pierden una porción de sus fondos subvencionados por el Gobierno federal, reduciendo el gasto federal en correspondencia con el gasto estatal. Así, la reducción en el gasto de los estados que necesitan leyes de balance presupuestal maximiza sus efectos sobre la reducción de los gastos federales en subvenciones compartidas, aun cuando el Gobierno federal enfrente requerimientos de presupuestos balanceados. Y el recorte llega entonces cuando de verdad se necesita.

Los programas federales de subvenciones compartidas para los estados y las localidades, por tanto, tienen un serio costo macroeconómico, el cual, a la fecha, no ha sido suficientemente apreciado. Desestabilizan de manera automática la economía en relación con los programas de gasto federal que no están vinculados al gasto del estado, e introducen las patologías del gasto del estado dentro del sistema federal de Estados Unidos. Para mejorar las propiedades estabilizadoras automáticas del gasto federal, el legislativo debería considerar la comutación de programas de gasto con subvenciones compartidas con programas de gasto con bloqueo de subvenciones, mientras la suma dada a los estados no se determine por el presupuesto del estado.

Los efectos desestabilizadores de los programas de ayuda compartidos también explican el énfasis en la ayuda no compartida a las localidades y a los estados en la Ley de Recuperación y Reinversión estadounidense del 2009 (ARRA, por sus siglas en inglés),

69 Medicaid and CHIP Payment and Access Commissions, “Medicaid’s Share of State Budget”, <https://www.macpac.gov/subtopic/medicaids-share-of-state-budget/>

también conocida como la Ley de Estímulos de Obama. La ARRA asignó cerca de 140 000 millones de dólares para ayudas directas a los estados⁷⁰. No solo permitió incrementar el gasto de los estados directamente, sino que también aumentó el gasto federal indirectamente al incrementar el gasto de subvenciones compartidas por el Gobierno federal. Como resultado, las ayudas de la ARRA para los estados tuvieron un efecto estimulante más grande de lo que se esperaba.

Los programas estatales de seguridad como estabilizadores y desestabilizadores automáticos: el Fondo de Seguro de la Administración Federal de Vivienda

Los programas de seguros gubernamentales estabilizan automáticamente la economía. La Agencia Nacional de Vivienda de Estados Unidos (FHA, por sus siglas en inglés), por ejemplo, asegura préstamos hipotecarios a cambio de primas de los prestatarios. Si un propietario asegurado incumple el pago de la hipoteca, la FHA le paga al banco. Cuando hay pocos incumplimientos, la FHA obtiene más ingresos por primas que egresos por los pagos que hace. Pero cuando los incumplimientos se multiplican durante las crisis, la FHA incurre en déficits. Si el fondo de reserva de la FHA fuera adicionado al presupuesto gubernamental, la combinación del balanceo de los presupuestos

70 Véase Phil Oliff, Jon Shure y Nicholas Johnson, "Federal Fiscal Relief Is Working as Intended", Center for Budget and Policy Priorities, 29 de junio del 2009, <https://www.cbpp.org/research/federal-fiscal-relief-is-intended>

mostraría déficits más grandes en recesiones y más pequeños en buenos tiempos.

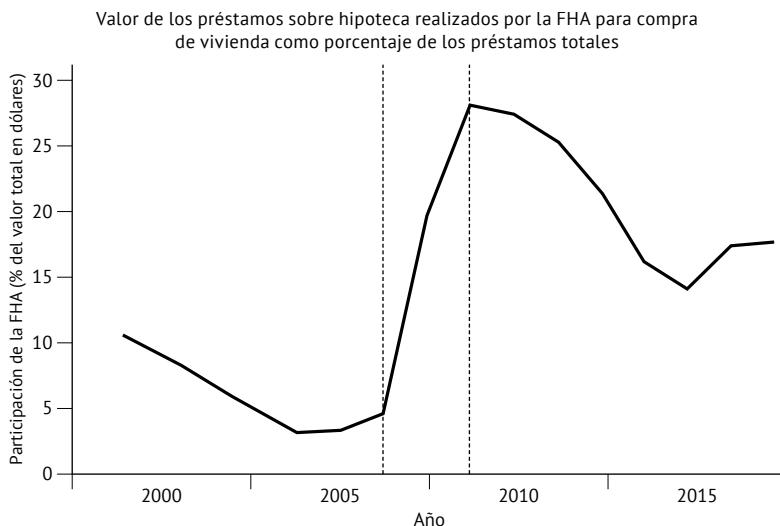
La FHA desempeña un papel de estabilizador automático aún más importante mediante el incremento del acceso al crédito durante las recesiones prolongadas. Cuando las instituciones financieras y los prestatarios estabilizan los balances, el crédito es escaso. La FHA usa los balances del Gobierno para direccionar la debilidad de los mercados de crédito durante las crisis.

Durante la Gran Recesión, la FHA desempeñó uno de los papeles más importantes que puede realizar cualquier agencia o programa, como se indica en la gráfica 3. En el 2005-2006, cuando el mercado de préstamos hipotecarios se sobrealentó, la FHA garantizó menos del 2 % de todos los préstamos hipotecarios usados para la compra de vivienda en Estados Unidos. En el peor momento de la crisis de vivienda, por el contrario, la FHA garantizó casi el 30 % de los préstamos hipotecarios para compra de vivienda. Muchos de quienes compraron vivienda no lo hubieran podido hacer si la FHA no les hubiera prestado su ayuda. Sin la FHA, la crisis de vivienda y la Gran Recesión probablemente hubieran sido mucho peores.

Pero en la misma medida que la FHA estabiliza la economía, inconscientemente también la desestabiliza. Cualquier programa estatal de seguros, como el fondo mutuo de seguro hipotecario (MMI, por sus siglas en inglés) de la FHA, que evita mínimas o excesivas reservas, tiende a apretar su presupuesto en el interregno inmediato de malos comportamientos económicos, entorpeciendo la recuperación económica⁷¹.

71 En esta discusión se asume que algunas contracciones son inevitables, pero que tanto las contracciones como los auges no traen información sobre los riesgos a largo plazo, los cuales resultan ser constantes (después del ajuste

Gráfica 3. La participación de la FHA en préstamos para compra de vivienda repuntó durante la Gran Recesión



Nota: adviéntase el fuerte pico en la participación de la FHA sobre los préstamos hipotecarios para nuevas compras de vivienda con hipotecas durante la Gran Recesión. El apoyo de la FHA al mercado de compra de vivienda resultó esencial durante la Gran Recesión.

Fuente: “FHA Single Family Insurance Activity Mortgages Market Share by Dollar Volume, annual data for 1996-2016”, en https://www.hud.gov/sites/documents/FHA_SF_MARKETSHARE_2017Q1.PDF, tabla 1.

Cuando las hipotecas morosas y las expectativas de morosidad se incrementaron mucho más de lo esperado (como sucedió entre el 2008 y el 2010), el MMI se agotó. El derecho de Estado Unidos reguló el MMI,

al ciclo económico). Si una recesión da información sobre el futuro (por ejemplo, una contracción actual hace más probables futuras contracciones), entonces un incremento en las tasas de seguros sería más defendible, incluso si desestabiliza la economía.

exigiendo una razón de reservas para este, con el fin de asegurar el valor de las hipotecas de al menos el 2 %⁷². La razón del MMI cayó por debajo de este mínimo durante la Gran Recesión como resultado de una oleada de morosos durante el colapso del mercado de vivienda de Estados Unidos que ayudó a generar la Gran Recesión⁷³.

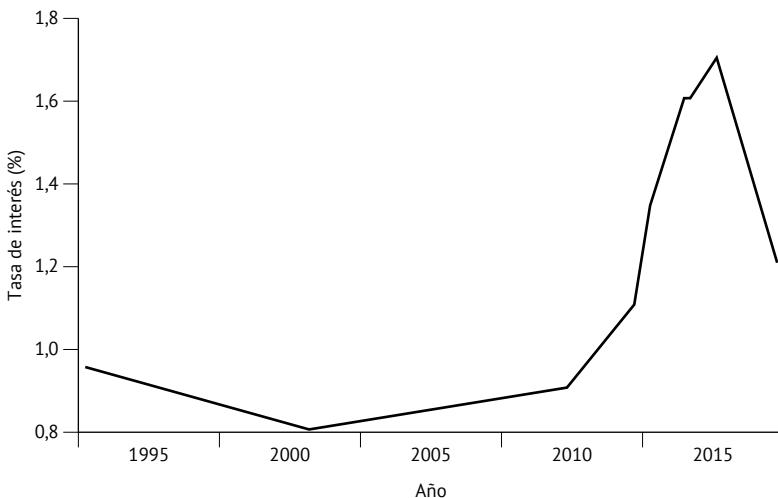
En respuesta, la FHA incrementó las tasas de seguros más del 50 % durante la Gran Recesión (véase la gráfica 4). Este incremento disminuyó el ingreso disponible y el gasto de los propietarios de vivienda que confiaban en la FHA para financiar o refinanciar sus compras. Antes del 2007, los costos anuales del seguro de hipoteca de la FHA para una hipoteca promedio permanecieron por debajo del 1 % del total del préstamo sobre una base anualizada de una década. Después de una serie de incrementos en respuesta a la crisis de vivienda, las primas de seguro de vivienda se incrementaron 1,5 % anualmente desde el 2012 al 2015. Una vez que el mercado de vivienda se recuperó, la FHA redujo la prima de seguro de nuevo con tasas por debajo del 1 % hacia inicios del 2016 (véase la gráfica 4).

Durante la Gran Recesión y la anémica recuperación que siguió, las primas de seguros de vivienda de la FHA fueron más altas de lo que serían después, desestabilizando la economía. Mediante la exigencia de altos precios para los nuevos prestatarios durante la Gran Recesión, la FHA obstaculizó la recuperación del mercado de vivienda. El incremento en los precios también redujo el ingreso discrecional de los prestatarios (en

72 12 USC 1711(f)(4).

73 Véase la figura incluida en Financial Services Committee, "HUD IG: Department's Eight Year Delay Impacts FHA Fundby \$15 Billion", 17 de septiembre del 2013, <https://financialservices.house.gov/blog/?postid=349961>

Gráfica 4. Primas de seguros de vivienda de la FHA anualizadas



Nota: las primas anualizadas de seguros de la FHA se incrementaron drásticamente durante la Gran Recesión y después retrocedieron a los niveles previos en cuanto la economía rebotó.

Fuente: Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano, "Actuarial Review of the Federal Housing Administration Mutual Mortgage Insurance Fund Forward Loans for Fiscal Year 2015, Exhibit B-2, B-3" en <https://www.hud.gov/sites/documents/AR2015MMIFWDRPT.PDF>. Cifra anualizada creada descontando la prima inicial en una razón de 5 a 1 a la prima anual y combinada.

relación con el mantenimiento de los costos del seguro estables) cuando ya el gasto estaba bajo.

Es importante que esta acción haya venido de una agencia creada para estabilizar el mercado de vivienda en respuesta a la Gran Depresión y que fuera duramente criticada durante este periodo por apoyar en demasía el mercado hipotecario⁷⁴. Aun cuando un

74 Véanse Keith Jurow, "FHA Insure Mortgages: A Disaster in the Making", *Business Insider*, 9 de agosto del 2010, <http://www.businessinsider.com/fha-insured-mortga>-

programa estatal de seguros como la FHA fue pensado para estabilizar la economía (y para tener éxito en ello), la presión para reponer las inmensas reservas lo llevó a aumentar las primas y a disminuir el ingreso disponible cuando la demanda agregada era extremadamente débil, y a disminuir las primas cuando la demanda agregada era robusta.

Hay muchos otros ejemplos. Los fondos del seguro estatal de desempleo de Estados Unidos aumentaron las primas en respuesta al incremento de despídos durante la Gran Recesión, frenando el empleo, de acuerdo con un artículo reciente⁷⁵. Asimismo, la Corporación Federal de Seguros de Depósito (FDIC, por sus siglas en inglés) aumentó sus tasas de seguros de depósito en medio de la crisis financiera del 2008-2009 para reponer sus reservas disminuidas, reduciendo el flujo de efectivo de los bancos precisamente cuando los bancos estaban disminuyendo su actividad crediticia⁷⁶.

Irónicamente, todos esos programas de seguros (los seguros hipotecarios de la FHA, los seguros de depósito de la FDIC y el seguro de desempleo estatal) están pensados para estabilizar la economía. Y si los efectos desestabilizadores de las primas de los programas de seguros están descontados del valor que debe pagarse

ges-a-disaster-2010-8; Financial Services Committee, “HUD IG: Department’s Eight Year Delay Impacts FHA Fund by \$15 Billion”.

75 Para un análisis empírico de los efectos desestabilizadores del sistema de seguro de desempleo de Florida véase Andrew C. Johnston, “Unemployment Insurance Taxes and Labor Demand: Quasi-Experimental Evidence from Administrative Data” (julio del 2017), <http://conference.nber.org/confer/2017/SI2017/PE/Johnston.pdf>

76 Véase Eric Lipton, “F. D. I. C. Increases Fees to Insure Bank Deposits”, *New York Times*, 27 de febrero del 2009, <http://www.nytimes.com/2009/02/28/business/28banks.html>

para lograr sus efectos contracíclicos, entonces lograrán su cometido. Se tiene una economía más estable con esos programas que sin ellos.

Pero podría hacerse más. Los programas de seguros estatales están diseñados para que sus precios aumenten durante las recesiones y caigan durante las crisis. Para minimizar estos efectos desestabilizadores, las reservas de los fondos de los programas de seguros necesitan exceder sus mínimos obligatorios por importantes márgenes durante los buenos tiempos, brindándoles a los programas espacios para mantener los precios durante las recesiones mientras siguen cumpliendo las reservas mínimas obligatorias. De manera alternativa, el Estado podría establecer razones mínimas de reserva sensibles al ciclo económico, decreciéndolas en las crisis y aumentándolas en los auges. Por último, las razones de la reserva podrían eliminarse por completo. Esta última opción, sin embargo, significa que malos manejos de los programas de seguros podrían seguir generando déficits de manera continua.

En este capítulo mostré cómo los detalles institucionales del impuesto sobre la renta y los programas de gasto afectan las propiedades estabilizadoras de las políticas fiscales. Aun cuando la política fiscal discrecional es teóricamente atractiva, muchos economistas la rechazan por su debilidad institucional. Los estabilizadores automáticos, por el contrario, son favorecidos por su diseño superior. Sin embargo, el sostenido análisis del gasto gubernamental y los programas tributarios revelaron en este capítulo, irónicamente, características desestabilizadoras en los programas diseñados para estabilizar la economía. En la medida de lo posible, estas características desestabilizadoras deberían eliminarse. Mediante la iluminación de estas propiedades de la política fiscal ilustré el valor de la aproximación del derecho y macroeconomía a la política fiscal.

3

El derecho y la política monetaria cuando las tasas de interés están apenas sobre cero

Ahora me concentraré en una revisión crítica de las instituciones de la política monetaria. Del mismo modo que en el capítulo 2, respecto a la política fiscal, el objetivo que persigo aquí es doble. Por una parte, se trata de presentar una oportunidad de mejora de la política monetaria mediante su revisión desde el lente del derecho y macroeconomía y, por otra, exponer las fortalezas y debilidades de la política monetaria como una alternativa del derecho en el diseño de políticas macroeconómicas. También resalto el papel esencial que desempeña el derecho en la posibilidad de combinar el control de la política monetaria y la estabilidad de los tipos de cambio mediante la introducción del control legal de capitales.

Estabilización de la política monetaria

En el capítulo 2 discutí sobre el papel que desempeña el mercado de ahorros para llevar la demanda a su

máxima capacidad en la economía del restaurante. Cuando la demanda agregada está baja, las tasas de interés decrecen ya que los ahorradores superan en número a los prestatarios. El decrecimiento de las tasas de interés estimula a los prestatarios a tomar prestado más dinero, y a los ahorradores a ahorrar menos, incrementando, de este modo, el número de almuerzos comprados en el restaurante y reduciendo la escasez de demanda.

Esta discusión sobre el mercado de los ahorros ignoró el papel que desempeña el dinero en la economía. El dinero es una mercancía que hace más fácil la compra y la venta de cosas. El dinero puede ponerse a disposición del público mediante una fiducia gubernamental (por ejemplo, mediante el papel moneda) pero no tiene por qué ser necesariamente así (como cuando una economía usa el patrón oro).

Los ahorros pueden guardarse como efectivo, o pueden ponerse a disposición de los prestatarios a un interés. Los ahorradores deben obtener alguna ganancia con el interés para que prefieran entregárselo a otra persona en vez de mantenerlo en efectivo, lo que sería más conveniente si no existiera esa ganancia. Si la demanda de dinero excede la cantidad disponible, las tasas de interés crecen, haciendo que la tenencia de dinero, que no genera intereses, sea menos atractiva que entregarlo en préstamo, lo que sí es atractivo en este contexto.

Cuando se introduce dinero en la economía del restaurante, las tasas de interés cumplen otra función. Las tasas de interés siguen equilibrando tanto la cantidad de dinero ahorrada como la cantidad prestada, pero las tasas de interés equilibran ahora, además, la demanda con la oferta de dinero. Sin embargo, una sola variable no puede mantener dos mercados diferentes en equilibrio. En vez de ello, dos variables juntas, la producción

(de almuerzos) y las tasas de interés, pueden equilibrar tanto el mercado de dinero como el mercado de ahorreadores y prestatarios.

Cuando el Estado usa una moneda de tipo fiduciario puede incrementar o disminuir la oferta monetaria. Como veremos, el Estado normalmente delega el control de la oferta de dinero a un banco central independiente. Cuando este banco incrementa la oferta de moneda, hace que el efectivo sea más abundante. Para acomodar el incremento de la oferta monetaria, las tasas de interés necesitan disminuirse para inducir a que más personas prefieran mantener su dinero en efectivo en vez de prestárselo a otras personas.

Este movimiento de las tasas de interés en el mercado de dinero afecta también el mercado de ahorros. Con los intereses bajos, los prestatarios toman prestado más, de manera que pueden comprar más almuerzos. Para acomodar el incremento de la demanda de almuerzos, el restaurante produce más almuerzos. Así, la producción aumenta.

Un incremento en la oferta monetaria causa, por tanto, un alza en la producción de almuerzos y un decrecimiento de las tasas de interés. La mayor abundancia de dinero requiere tanto incrementar la producción de almuerzos como mover las tasas de interés para equilibrar el mercado de dinero y el mercado de ahorro.

Un decrecimiento de la oferta monetaria hace que el dinero escasee. Las tasas de interés deben aumentarse para reducir la demanda de dinero de manera que se iguale de nuevo la oferta reducida. Tasas más altas de interés también mueven el mercado del ahorro, reduciendo la cantidad de dinero prestado y, por esto, disminuyendo la demanda de almuerzos. Así, la producción decrece.

Las razones por las que un banco central utiliza la política monetaria no son diferentes a las de los Parlamentos para usar la política fiscal: la política monetaria puede compensar los efectos de los *shocks* de la demanda de almuerzos al apresurar el retorno de la producción a su capacidad. Si el mal tiempo atmosférico reduce temporalmente la demanda agregada por debajo de la capacidad del restaurante, los bancos centrales incrementan la oferta de dinero. Así, las tasas de interés disminuyen y motivan a los prestatarios a tomar más dinero prestado y a demandar más almuerzos. Mediante la disminución suficiente de las tasas de interés los bancos centrales estimulan de manera adecuada una demanda adicional para mitigar el *shock* causado por el mal tiempo.

En la economía del restaurante, los bancos centrales controlan las tasas de interés (e, indirectamente, la producción), dado que controlan la oferta de dinero. Pero, por lo general, los bancos centrales no gozan de un control absoluto sobre esa oferta y, por esto, no pueden moverla tanto como desearían. Por el contrario, el banco central controla solamente la base monetaria: el dinero y las reservas de los bancos comerciales que están a disposición del banco central. (La cantidad de la base monetaria determina en gran medida las tasas de interés de corto plazo, tales como las tasas de los fondos federales de Estados Unidos). La base monetaria sí afecta la oferta de dinero más amplia, pero hay otros factores que también tienen injerencia, tales como las reservas de los bancos privados y el multiplicador monetario.

Para ilustrar el multiplicador monetario, supóngase que el banco central imprime 100 dólares en efectivo y los utiliza para prestárselos a los trabajadores del restaurante. Esto aumenta la base monetaria en 100 dólares. Los consumidores depositan el dinero en un

banco, el cual mantiene algo de lo depositado como reserva y presta el resto a otra persona. Este préstamo también incrementa la oferta monetaria. Supóngase que el banco presta 80 de cada 100 dólares recibidos. El banco traslada 80 dólares a la cuenta de un prestatario junto con una deuda por 80 dólares. La oferta de dinero es ahora de 180 dólares, que es más grande que la oferta original de solo 100 dólares. A su turno, el nuevo prestatario deja los 80 dólares depositados por un tiempo. El banco nuevamente presta 64 dólares (80 % de 80 dólares) a otro prestatario. La oferta de dinero es ahora de 244 dólares ($100 + 80 + 64$), lo que significa que es más grande que la anterior. El proceso continúa hasta que la oferta de dinero alcance su límite, que es de 500 dólares⁷⁷. Una base monetaria inicial de 100 dólares incrementa la oferta de dinero a 500 dólares, así que el multiplicador monetario equivale a cinco.

Por supuesto, el multiplicador no siempre es igual a cinco o a cualquier otro factor. El multiplicador monetario depende de los requerimientos de capital, de reserva y de la confianza del banco. Los bancos prestarán más dinero por cada dólar adicional cuando los requerimientos de capital y de reserva sean bajos y cuando haya más confianza del banco. Si los requisitos de reserva fueran del 25 %, los bancos podrían prestar solamente 0,75 de cada dólar, lo que reduce el multiplicador monetario en comparación con préstamos de 0,80 de cada dólar. Si los directivos de los bancos están preocupados porque los depositantes retiren su dinero —esto es, hacer que el banco caiga en bancarrota—, los bancos pueden prestar aún menos y mantener así el dinero en sus depósitos. Esto también reduce el multiplicador monetario.

77 Véase Mankiw, *Principles of Economics*, 550.

Aunque existe una causalidad dual —la política monetaria responde e influye en el nivel de producción—, es complicado estimar de manera precisa la eficacia de la política monetaria de los bancos centrales para estabilizar la demanda agregada. Una gran variedad de métodos econométricos indica que lo que funciona en teoría también funciona en la práctica: cuando los bancos centrales aprietan la política monetaria —cuando contraen la oferta de dinero— las tasas de interés aumentan y la producción disminuye⁷⁸. Aun cuando los bancos centrales no gozan de pleno control sobre la oferta monetaria, retienen una habilidad imperfecta para influir en las tasas de interés y en la producción debido a su control sobre la base monetaria.

Como sucede con la política fiscal, la política monetaria no alcanza buenos resultados al mantener la demanda permanentemente alta. Los únicos resultados a largo plazo de mantener la demanda por encima de la capacidad de producción son el aumento de la inflación y el hacer que aparezcan las filas. Esto significa que los bancos centrales deben interesarse por no permitir que la economía se sobrecaliente. Para ello, los bancos centrales aumentan las tasas de interés cuando la demanda de platos experimenta un *shock* positivo,

78 Lawrence J. Christiano, Martin Eichenbaum y Charles L. Evans, "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?", en *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1A, editado por John B. Taylor y Michael Woodford (Filadelfia: Elsevier, 1999), 65-148. En una revisión más reciente de la literatura empírica, Ramey apoya estos hallazgos, pero observa que los verdaderos *shocks* de la política monetaria se han vuelto muy raros. Véase Valerie Ramey, "Macroeconomic Shocks and Their Propagation", en *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2, editado por John B. Taylor y Harold Uhlig (Filadelfia: Elsevier, 2016), 71-162.

como un buen tiempo atmosférico que induce al gasto. Tasas de interés más altas disuaden a los prestatarios de tomar préstamos para la compra de almuerzos, haciendo que la demanda de almuerzos vuelva a equilibrarse con la capacidad de oferta del restaurante.

Instituciones de la política monetaria

¿Quién controla la política monetaria?

En una democracia se parte de la idea de que los Parlamentos tienen el control sobre los instrumentos de política pública. Si el uso de ese control resulta inmanejable, los Parlamentos lo delegan a agencias gubernamentales⁷⁹.

Pese a su atractivo democrático, el control legislativo directo sobre la política monetaria podría ser una equivocación. Los legisladores probablemente comprenden de manera equivocada la política monetaria y la función de la macroeconomía. Más aún, ya que los *shocks* golpean constantemente la demanda agregada, la política monetaria necesita responder con rapidez a muchos nuevos desafíos, un requisito que la mayoría de los procesos parlamentarios del mundo no pueden atender. Además, los legisladores probablemente usarían su control sobre la política monetaria de manera

79 Este análisis fue realizado antes de la publicación de la monografía del 2008 de Paul Tucker, en la que se desarrolla una teoría de la delegación legítima del poder de los bancos centrales. Véase Tucker, *Unelected Power*. Otra reciente e importante contribución a este tema es la obra de Phillip A. Wallach, *To the Edge: Legality, Legitimacy, and the Responses to the 2008 Financial Crisis* (Washington, D. C.: Brookings Institution Press, 2015).

oportunista, estimulando la economía mediante la reducción de tasas de interés antes de las elecciones aun cuando hacerlo fuese inapropiado a largo plazo. Si la política monetaria fuera por completo implementada por los Parlamentos, sería un instrumento macroeconómico muy pobre.

Debido a estas preocupaciones, todas las democracias saludables ceden el control de la política monetaria a los bancos centrales con diferentes grados de independencia. Los Parlamentos establecen bancos centrales y dictan una línea de políticas para ellos, así como lo hacen para todas las agencias. La Ley de Reserva Federal, por ejemplo, estableció el Sistema de Reserva Federal (FED, por Federal Reserve) y le encargó la tarea de “maximizar la tasa de empleo, estabilizar los precios y moderar las tasas de interés de largo plazo”⁸⁰. El artículo 127 del Tratado de Maastricht creó el Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés) y le encargó como objetivo principal “estabilizar los precios”⁸¹. El control democrático se satisface mediante la elección de sus dirigentes, quienes nombran a los directivos del banco central. Por último, los directivos deben dar cuentas regularmente frente a miembros del Parlamento.

Más allá de estos elementos de control democrático, los bancos centrales gozan de extraordinaria independencia en comparación con otras agencias establecidas por los Parlamentos. Sobre decisiones centrales de política monetaria, como la determinación de las tasas de interés de corto plazo, los bancos centrales tienen casi

80 Ley de Reserva Federal, 12 U. S. C. secciones 221-522, 23 de diciembre de 1913.

81 Tratado de la Unión Europea (versión consolidada), Tratado de Maastricht, art. 127, 7 de febrero de 1992, O. J. (C 325/5).

discrecionalidad absoluta. Sus decisiones sobre tasas de interés no pueden modificarse ni siquiera por las cortes. Al contrario de los directivos de otras agencias administrativas, los directivos de los bancos centrales no pueden ser depuestos a voluntad. Pueden ser despedidos únicamente por causas específicas, como crímenes. Así, los líderes de los bancos pueden servir por períodos fijos en el tiempo —catorce años, en el caso de la junta de la Reserva Federal— o hasta que renuncien. Asimismo, muchos bancos centrales, incluyendo el FED y el ECB, controlan sus propios presupuestos; no dependen de apropiaciones presupuestales externas. Por último, algunos bancos centrales gozan de expresa protección frente a la interferencia legislativa. El Tratado de Maastricht, por ejemplo, prohíbe que el ECB busque o adopte cualquier instrucción de cualquier institución, Gobierno nacional o de la Unión Europea. Este tratado también prohíbe a esas instituciones y a esos Gobiernos que ofrezcan cualquier tipo de instrucción⁸².

La autonomía de la política monetaria es espacialmente sobresaliente cuando se compara con la no delegada de la política fiscal, la cual es formulada por el Congreso. El proceso de diseño de política monetaria se surte fuera de los alcances del Parlamento, sacrificándose la legitimidad democrática a cambio del beneficio de la experticia tecnócrata. Al contrario, el proceso de formulación de política fiscal es el trabajo de líderes elegidos democráticamente, lo que permite que gocen de absoluta legitimidad, pero sin tener la experticia o la independencia del oportunismo propio de los legisladores.

82 Versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, art. 130, 5 de septiembre del 2008, O. J. (C 115) 99.

Una renuncia a los beneficios de la estabilización de la política monetaria

Muchas jurisdicciones se abstienen del control absoluto de la política monetaria, ya sea porque la dejan a cargo de un banco central para que, mediante el control de la oferta monetaria, estabilicen la economía, o porque la capacidad de sus bancos centrales para la estabilización está limitada por sus compromisos con el logro de otros objetivos.

Si una jurisdicción ha usado el control sobre la política monetaria pobremente en el pasado (por ejemplo, permitiendo que la oferta monetaria crezca sin control, lo que lleva a la hiperinflación), puede preferir renunciar al control sobre la política monetaria y adoptar una “moneda fuerte”. Un patrón oro, por ejemplo, previene que el Estado influya mediante el uso del dinero en las condiciones macroeconómicas. La oferta de oro, más que las consideraciones de política pública, determina las condiciones monetarias. De manera similar, la adopción de una moneda extranjera, como la adopción que hizo Ecuador del dólar estadounidense como su moneda nacional, reduce bruscamente las expectativas inflacionarias. La adopción de una moneda extranjera, sin embargo, impide el uso de la política monetaria para responder a los cambios macroeconómicos.

Un Estado también debería renunciar al control de la política monetaria para promover el mercado⁸³. Las monedas compartidas facilitan el comercio, eliminan

83 La teoría de las áreas de moneda óptimas examina el intercambio entre uniones monetarias pequeñas y grandes. Véase Robert A. Mundell, “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review* 51, n.º 4 (1961): 657-665.

los riesgos de tipos de cambio y reducen los costos asociados al comercio, como los costos de cambio. Si estos beneficios son suficientemente buenos, las jurisdicciones podrían compartir la moneda, al costo de perder el control sobre la política monetaria. Anticipando estos beneficios para la mejora del comercio, los miembros de la eurozona hicieron precisamente esto. Asimismo, los estados de Estados Unidos pertenecen a una unión monetaria (el dólar)⁸⁴ que elimina los riesgos de los tipos de cambio y los costos del comercio interestatal, al precio de que cada estado pierda su habilidad para responder a las condiciones macroeconómicas mediante la política monetaria. Si una jurisdicción dentro de una unión monetaria necesita llevar su economía al equilibrio, deberá hacer uso de otras herramientas macroeconómicas, como la política fiscal (por lo general impedida por los requisitos de presupuesto balanceado) o la política legal expansiva, que se tratará en la segunda parte.

La mayoría de las jurisdicciones entran en uniones monetarias que facilitan el comercio pero que las hacen renunciar a la política monetaria, o permiten una moneda “flotante” para mantener el control sobre su política monetaria. De hecho, la “trinidad imposible” de la macroeconomía demanda algunas políticas de intercambio: una jurisdicción no puede tener simultáneamente (1) tipos fijos de cambio y bajos costos del comercio, (2) control sobre la política monetaria y (3) flujo libre de capital.

Para comprender la trinidad imposible, supóngase que los bancos centrales de una jurisdicción con una

84 Durante la era de la “libertad bancaria” en Estados Unidos (1837-1864), los estados, y no el Gobierno federal o el banco federal, regularon los temas monetarios.

moneda de cambio fijo (*currency peg*) y libre flujo de capitales aumenta las tasas de interés en la jurisdicción por encima de las tasas promedio internacionales para inhibir la economía de cara a un *shock* positivo de la demanda agregada. El incremento de las tasas de interés locales motiva el flujo de capitales dentro de la jurisdicción. Los extranjeros llevan sus capitales a la jurisdicción para obtener ventajas por las tasas de interés, el tipo de cambio de la jurisdicción debería ser apreciada. Para evitar que la tasa sea apreciada y mantenerla fija, la jurisdicción tendría que proteger su tipo de cambio usando reservas de dinero. Pero no puede hacerlo de manera indefinida. Alternativamente, la jurisdicción podría restringir el ingreso de capital mediante leyes, aliviando la presión sobre su moneda a pesar de la diferencia entre las tasas de interés locales y mundiales. Esto, sin embargo, viola el libre flujo de capital, que es una parte de la trinidad. Por último, la jurisdicción podría mantener su tasa de interés igual a las que se dan alrededor del mundo. Esto capacita a la jurisdicción para mantener estables sus tipos de cambio y le permite el libre flujo de capital, pero esto significa que pierde control sobre las tasas de interés, las cuales están determinadas por las condiciones globales. Una jurisdicción, por tanto, puede tener dos de los elementos de la trinidad, pero no los tres al mismo tiempo.

Para beneficiarse de una política de moneda de tipo de cambio fijo, las jurisdicciones deberían ya sea renunciar al control sobre la política monetaria o restringir el flujo de capitales hacia y desde otras jurisdicciones. Comprometidas del todo con el libre flujo de capitales, muchas jurisdicciones, por tanto, prefieren una moneda flotante antes que perder la posibilidad de usar la política monetaria para facilitar los ajustes macroeconómicos.

Controles sobre el capital: el derecho permite la política macroeconómica

En el texto *La paradoja de la globalización*, Dani Rodrik argumenta en contra de una elección dicotómica entre una unión monetaria y un régimen de moneda flotante. Por el contrario, Rodrik propone los controles del capital, la casi siempre olvidada tercera arista de la trinidad imposible. Con controles de capital, las jurisdicciones obtienen los beneficios de la política monetaria y los beneficios de los tipos de cambio estables. Las jurisdicciones pierden los beneficios del libre flujo de capitales, pero, según Rodrik, estos beneficios son menores y más inciertos de lo que comúnmente se percibe.

El régimen de controles de capital de Rodrik, en el cual el derecho desempeña un papel principal, no está de moda entre las democracias industrializadas. Pero este no siempre fue el caso. Retómese el caso de los acuerdos de Bretton Woods negociados en el periodo comprendido entre la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial. Estos establecieron controles al capital dirigidos por el FMI y cuyo fin era promover el comercio y la prosperidad⁸⁵. Si los controles de capital le hicieron daño a la economía durante la era Bretton Woods (1944-1971), sus daños son difíciles de detectar. Este tiempo fue la época dorada del crecimiento económico de Occidente. Hoy, China hace cumplir controles de capital, lo que le permitió resistir la Gran Recesión mejor que cualquier otra economía, con tasas de crecimiento inigualables.

85 La Conferencia de Bretton Woods de julio de 1944 negoció los acuerdos Bretton Woods, que establecieron un régimen de tasas de cambio externas fijas para facilitar el mercado global y la inversión.

En un régimen de tipos de cambio fijos y con controles de capital, el derecho y macroeconomía tiene un papel mucho más importante que desempeñar, en comparación con el que realiza en uniones monetarias o, incluso, en jurisdicciones con moneda flotante. Los controles de capital son instrumentos legales creados por los Gobiernos e implementados por los reguladores y los jueces. Bajo un régimen de control de capitales, la interacción más importante entre el derecho y macroeconomía es independiente del control directo sobre la demanda agregada. Por el contrario, exigir más al derecho les permite a los diseñadores de políticas públicas combinar dos importantes herramientas macroeconómicas —la política monetaria y los tipos de cambio estables— que de otra manera serían intercambiables entre sí.

Los controles de capital del régimen de Bretton Woods impregnaron el derecho. El artículo VIII.2 (b) del FMI, por ejemplo, estableció que los países miembros obligados “no pueden hacer cumplir” cualquier tipo de cambio que viole los controles de capital de otro país miembro. De acuerdo con el departamento legal del FMI, esto acarreó que “las cortes de los países miembros no prestaran su asistencia para implementar las obligaciones de contratos” que violaran los controles de capital de cualquier país miembro⁸⁶. El mantenimiento de los controles del capital fue tan importante para el sistema macroeconómico internacional que reemplazó el cumplimiento ordinario de los contratos, uno de

86 Véase Atish R. Ghosh y Mahvash S. Qureshi, “What’s in a Name? That Which We Call Capital Controls”, Fondo Monetario Internacional, febrero del 2016, <https://www.ifm.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1625.pdf>, 17. Mi discusión aquí se empareja con el documento de trabajo del FMI, el cual se desarrolló de manera independiente.

los compromisos fundamentales de la mayoría de los sistemas legales. Bretton Woods, por tanto, implicó un importante cambio en el derecho para facilitar los fines macroeconómicos.

Muchos economistas asumen que los controles al capital están condenados a fallar porque son objetos de “evasión y burla”⁸⁷. La crítica prueba demasiado: cada ley es objeto de evasión y burla. El control gubernamental sobre la oferta monetaria también puede ser evadido y burlado. Cuando las personas falsifican dinero, socavan la política monetaria. Además, la política fiscal depende de la habilidad del Gobierno para incrementar o disminuir las tarifas impositivas, las cuales, asimismo, pueden evadirse. Pero no debe renunciarse a la política monetaria a causa de los falsificadores, o a la política fiscal a causa de los evasores. Por el contrario, se prohíbe la falsificación y la evasión fiscal, y se confía en la ley criminal para permitir que el Estado mantenga una estrategia que evite ser burlada.

Los controles al capital pueden también protegerse por medio de regímenes legales que reduzcan los incentivos para trasladar capital fuera de las fronteras. Puede ser cierto que los controles de capital se evaden más fácilmente, que es más costoso hacerlos cumplir o que proveen menos beneficios en comparación con los regímenes que protegen las políticas fiscal y monetaria. Pero los expertos legales, no solo los economistas, deben ayudar a determinar esto. Una camaradería entre derecho y economía ya se dio antes, en el caso de Bretton Woods. Hoy, infelizmente, los expertos legales rara vez forman parte de esta discusión porque no saben suficientemente bien lo que está en juego desde el punto de vista macroeconómico como para

87 *Ibid.*

balancear los costos de hacer cumplir los controles de capital contra los beneficios.

La política monetaria versus la política fiscal

Cuando una jurisdicción renuncia al control sobre la política monetaria para ingresar a una unión monetaria, al mismo tiempo está renunciando a la opción de elegir entre la política monetaria o la política fiscal como herramientas macroeconómicas. La jurisdicción, por el contrario, se constriñe a tener que elegir entre la política fiscal y el hecho de permitir que las fluctuaciones macroeconómicas sigan su rumbo. En estas circunstancias, las opciones de política legal descritas en la segunda parte serán profundamente deseadas.

Cuando la política monetaria es una opción, muchos economistas aseguran que esta política constituye un mejor instrumento que la política fiscal, cuando las tasas de interés están suficientemente alejadas del cero. Sin embargo, algunos proponentes de la política fiscal expansiva en economías deprimidas, como el anterior secretario del Tesoro, Larry Summers, aceptan que “no hay espacio para la política fiscal expansiva como una política de estabilización [en...] tiempos de calma”⁸⁸. En esta sección, exploré esta idea vinculando las instituciones legales con la eficacia de la política monetaria.

Las ventajas de la política monetaria sobre la política fiscal

La política fiscal es propuesta por políticos que la mayoría de las veces carecen de experticia macroeconómica.

88 DeLong y Summers, “Fiscal Policy”.

Por el contrario, la política monetaria es desarrollada por expertos elegidos por quienes dirigen el Estado. Dos de los más recientes directivos de la Reserva Federal, Ben Bernanke y Janet Yellen, fueron excelentes investigadores y profesores de departamentos de Economía de las universidades élite de Estados Unidos. Antes de convertirse en directivos de la Reserva, cada uno acumuló experiencia en puestos de más bajo rango dentro del FED, como lo hizo el actual directorio de esta institución, Jerome Powell. Los directivos actuales del Banco Central Europeo y del Banco de Canadá, Mario Draghi y Stephen Poloz, respectivamente, poseen títulos de doctorado en Economía y una amplia experiencia en la banca central. Tanto el directorio del Banco de Japón, Haruhiko Kuroda, como el del Banco de Inglaterra, Mark Carney, condujeron importantes instituciones financieras internacionales antes de asumir sus actuales cargos.

Que los banqueros centrales estén enterados de sus asuntos no significa, sin embargo, que sus políticas monetarias siempre sean correctas. De todas maneras, están en una mejor posición que en la que están los políticos, muchos de los cuales tienen muy poco conocimiento sobre cómo gestionar una economía.

Gran parte de la superioridad que se percibe en relación con la política monetaria sobre la política fiscal radica en la gran capacidad de respuesta que la primera ha mostrado frente al desarrollo de la economía. Después de todo, la política macroeconómica solo se materializa después de que los diseñadores de políticas públicas reconocen que hay algún tipo de cambio en la demanda agregada que necesita ser reconducida. Ese tipo de reconocimiento se realiza más fácilmente cuando su búsqueda está acompañada de la experiencia para hacerlo. Dado que la política monetaria la establecen personas reconocidas que emplean un amplio

equipo para analizar los datos macroeconómicos, los diseñadores de políticas monetarias deberían poder diagnosticar golpes en la demanda agregada mucho antes que aquellos que diseñan las políticas fiscales. Pero, aun con experiencia, podría suceder que los que se encargan de la política monetaria tarden en identificar golpes en la demanda. En la economía del restaurante es difícil establecer si la disminución de la demanda por almuerzos que sucede en un día es el anuncio de una disminución sostenida o solo es un evento aislado. Mientras que razonablemente podría esperarse que los expertos puedan comprender si hay una diferencia en lo sucedido, antes de que el legislador pueda hacerlo, deberíamos esperar que exista una demora en la identificación de cambios importantes en la demanda.

La gran ventaja en la rapidez de una política por sobre otra surge de una mayor capacidad de respuesta de la política monetaria para implementarse en la economía. En este punto, el legislador puede iniciar amplios y poco fructíferos debates sobre la respuesta apropiada. Por el contrario, los bancos centrales han desarrollado mecanismos para la formulación oportuna de respuestas. Se reúnen de manera regular —aproximadamente cada seis semanas— y sus integrantes deciden sobre qué medida implementar en cada una de las reuniones. Los bancos centrales, además, están en libertad de modificar la política monetaria entre cada reunión si consideran que es necesario. Por supuesto, como se indicó antes, las tardanzas que construyen la política fiscal dependen del proceso de promulgación normativa, con sistemas parlamentarios que se mueven rápidamente. De ahí el argumento de que la política monetaria es mucho más fuerte en Estados Unidos —que, por ejemplo, en Canadá o en el Reino Unido—, donde la acción legislativa se topa con una cantidad menor de obstáculos.

Aunque puede ser más fácil proferir políticas monetarias que políticas fiscales, los efectos de la primera sobre la demanda agregada se materializa más lentamente. Si las tasas de interés caen como efecto de una política monetaria, puede necesitarse todavía más tiempo para que las decisiones de inversión y de consumo cambien y de esta manera se incremente el gasto. De hecho, la sensibilidad de las políticas monetarias declinó en las pasadas recesiones⁸⁹. Toma mucho más tiempo que la producción responda a una reducción de las tasas de interés que lo que se acostumbraba, lo que significa que la supuesta ventaja de la política monetaria sobre la política fiscal ya no es tan evidente.

El papel desempeñado por el derecho en la capacidad de respuesta de la producción frente a la política fiscal

El derecho desempeña un papel esencial en el lapso entre los cambios de la política monetaria y la modificación del gasto. El derecho también puede ayudar a explicar por qué la economía ha reducido su capacidad de respuesta frente a la política monetaria.

Considérese la industria de la construcción, uno de los canales más importantes por los cuales la reducción de las tasas de interés incrementa la demanda. Dado que la construcción es bastante variable y muy sensible a los cambios en las tasas de interés, uno de los efectos más importantes sobre estos cambios tiene

89 Véase Jonathan L. Wills y Guangye Cao, "Has the U. S. Economy Become Less Interest Rate Sensitive?", *Economic Review* 100, n.º 2 (2015): 6, <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/econrev/econrevarchive/2015/2q15willis.pdf>

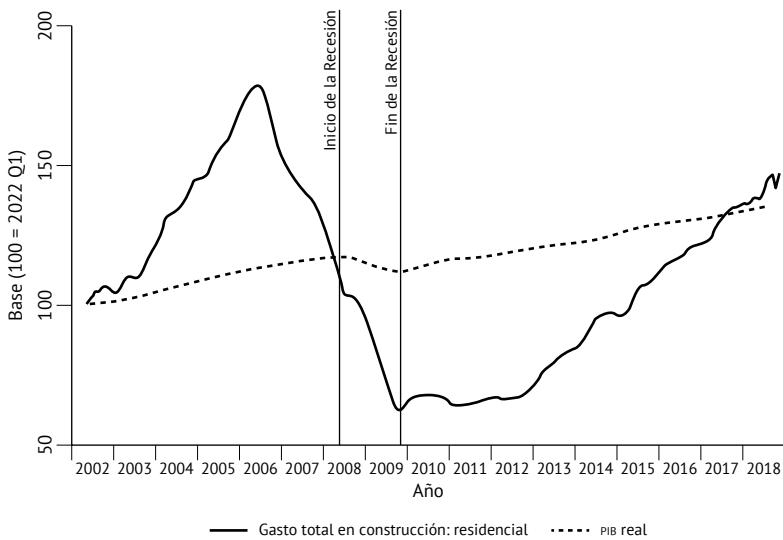
que ver con la construcción⁹⁰. La construcción es un notorio componente cíclico de la economía, es importante para la fluctuación total de lo que se espera que influya en la economía. Antes de la Gran Recesión, la construcción en Estados Unidos cayó mucho más de lo que cayó la economía como un todo; durante la recesión, la construcción decreció de forma mucho más dramática (véase la gráfica 5).

El derecho afecta la respuesta de la construcción a los cambios en las tasas de interés. Por ejemplo, en muchas zonas de Estados Unidos y en otros lugares, los proyectos de urbanización deben satisfacer requisitos de ordenamiento territorial y de revisión medioambiental, procesos judiciales y controles antes de que comience la construcción. Estos procedimientos legales toman tiempo, reduciendo la capacidad de respuesta de la industria de la construcción a la política monetaria y haciendo que la demanda de la construcción no responda a los cambios en las tasas de interés hasta que los procedimientos se hayan agotado. Supóngase que hubiera una demora de un año en la compra de almuerzos en la economía del restaurante. En este caso, una reducción en las tasas de interés que se diera hoy podría tener efectos más o menos dentro de un año. Las normas de ordenamiento territorial pueden generar efectos similares sobre la economía real. Si toma un año empezar las excavaciones una vez que el constructor comienza el proyecto, una reducción de las tasas de interés tomará dos años en estimular el gasto en la construcción.

Las brechas de tiempo establecidas por la creación normativa no son solo una preocupación teórica, como puede verse al revisar el caso de Nueva Jersey

90 *Ibid.*

Gráfica 5. El gasto en construcción tuvo una mayor volatilidad que el PIB durante la Gran Recesión



Nota: el gasto en construcción se incrementó mucho más rápido que el grueso de la economía entre el 2003 y el 2007, momento en que colapsó durante la Gran Recesión.

Fuente: U. S. Bureau of the Census, "Total Construction Spending: Residential" [TLRESCONS], recuperado de FRED, Banco de la Reserva Federal de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/TLRESCONS>; U. S. Bureau of Economic Analysis, "Real Gross Domestic Product [GDPC1]", recuperado de FRED, Banco de la Reserva Federal de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>

en la Gran Recesión. Al inicio del colapso hipotecario muchos constructores detuvieron sus proyectos. Esto aumentó el número de aprobaciones de proyectos que no fueron utilizadas. Cada uno de esos proyectos experimentó el curso normal requerido para la autorización, pero como esos permisos expiraron mientras los terrenos permanecieron inutilizados, la recuperación de la construcción tardó, incluso cuando las condiciones económicas mejoraron. En respuesta a ello, Nueva Jersey aprobó la Ley de Permisos Extendidos del

2008. Esta ley extendió los permisos y aprobaciones en muchos condados, estados y localidades hasta el 2015 e incluso hasta el 2017, un esfuerzo para reducir las demoras causadas por las leyes de ordenamiento territorial⁹¹.

Las brechas de tiempo inutilizado por las normas de ordenamiento territorial son de reciente surgimiento. Antes de la década de 1970 no se pensaban como obstáculos para el desarrollo⁹². Pero esas normas han cambiado y han generado muchas más brechas. Esto puede ofrecer al menos una explicación parcial de la reducción de la sensibilidad de la economía a la política monetaria. Uno de los principales mecanismos de este tipo de políticas —la promoción de la construcción mediante la reducción de las tasas de interés— ya no funciona tan bien como solía hacerlo.

La política monetaria complementa la política fiscal

Hasta ahora he abordado la política fiscal y la política monetaria como si fueran opciones excluyentes; sin embargo, puede elegirse que se implementen los dos tipos de políticas al tiempo. De hecho, esta segunda opción sería muy buena, porque tanto los legisladores como los bancos centrales buscan corregir las mismas condiciones problemáticas de la demanda. Cuando

91 Ley de Extensión de Permisos del 2008, N. J. S. A. 40:55D-136.1-136.6, <http://www.nj.gov/dep/landuse/pea.html>

92 Para una discusión relacionada con los efectos de las normas de ordenamiento territorial sobre los precios de las viviendas en Estados Unidos desde 1970 hasta hoy, véase Edward Glaeser, “Reforming Land Use Regulation”, Brookings Institution, 24 de abril del 2017, <https://www.brookings.edu/research/reforming-lan-use-regulation/>

esto sucede, la política monetaria complementa la política fiscal, asumiendo que las tasas de interés son superiores a cero⁹³. Esta es otra razón del consenso que hay detrás de la superioridad de la política monetaria: si la política monetaria anula la política fiscal con los mismos resultados, ¿por qué perseguir la política fiscal en primer lugar? Se verá cómo funciona esto.

Supóngase que hay una declinación aguda en la demanda de almuerzos en la economía del restaurante. En virtud de su experiencia y de su independencia, quizás el banco central responda antes que el Parlamento. Si la legislatura decide responder a su turno mediante la política fiscal —para que el Estado compre almuerzos—, el estímulo sobre la demanda podría ser excesivo, haciendo que se creen filas al ingreso del restaurante y que se incrementen los precios. Así, se genera un problema de inflación en la economía del restaurante, por lo que el banco central tendrá que reversar su política y aumentar las tasas de interés. Este hecho compensa el estímulo a la demanda. Debería decirse que, a la larga, la política fiscal cambia, no la demanda, sino la política monetaria.

El sentido común en economía, por tanto, sostiene que la estabilización fiscal discrecional no es digna de esfuerzo: compromete otros objetivos de la política fiscal —la redistribución y el gasto en bienes públicos— sin que se estimule la demanda. Por tanto, es mejor buscar la estabilización solo mediante la política fiscal cuando las tasas de interés están por encima de cero⁹⁴.

93 Véase Scott Sumner, “Why the Fiscal Multiplier Is Roughly Zero”, Mercatus Center, George Mason University, 11 de septiembre del 2013, <https://www.mercatus.org/publication/why-fiscal-multiplier-roughly-zero-0>

94 Jason Furman, director del Cuerpo de Consejeros Económicos de Estados Unidos durante la administración

Reinterpretación del consenso en favor de la estabilización monetaria sobre la estabilización fiscal

Los economistas tienden a favorecer la estabilización monetaria sobre la fiscal cuando las tasas de interés están por encima de cero. Sin embargo, su posición es un poco más vaga de lo que ellos estarían dispuestos a admitir.

Tiene muy poco sentido promover la política monetaria cuando muchas jurisdicciones —como los miembros de una unión monetaria o usuarios de una moneda común— carecen de este poder. Aun si la demanda agregada es evidentemente inadecuada, estas jurisdicciones no pueden aumentar la oferta monetaria mediante la reducción de las tasas de interés para estimular la demanda. En estas jurisdicciones no hay opción entre la política monetaria y la política fiscal, hacen uso de la política fiscal o no hacen nada. (En la segunda parte argumento que el derecho ofrece una alternativa macroeconómica para estas jurisdicciones).

Incluso en las jurisdicciones que retienen el control sobre la política monetaria, el consenso sobre preferir esta política refleja más una conclusión legal y política que una económica. La política monetaria no se prefiere a la política fiscal porque sea mejor para compensar

Obama, sintetizó el consenso de larga data del siguiente modo: “la política fiscal discrecional está dominada por la política monetaria como una herramienta de estabilización debido a las demoras en su aplicación, en el impacto y en la remoción de los estímulos fiscales discretionales”. Véase Jason Furman, “The New View of Fiscal Policy and Its Applications”, *VoxEU*, 2 de noviembre del 2016, <http://voxeu.org/article/new-view-fiscal-policy-and-its-application>

las fluctuaciones de la demanda agregada. Es un hecho, tanto teórico como empírico, que tanto la política fiscal como la monetaria equilibran la demanda agregada. Más bien, el consenso a favor de la política monetaria surge porque esta es institucionalmente superior: esta política la diseña un grupo de expertos, receptivos y políticamente independientes: los bancos centrales, mientras que la política fiscal queda en manos de paquidérmicas legislaturas.

Si las instituciones de la política fiscal fueran iguales a las de la política monetaria no habría razón para preferir la segunda sobre la primera. Si se les deja a los bancos centrales o a otras agencias independientes y expertas el control de la política fiscal, la política monetaria no tendría ventajas obvias. Ya que los cambios en las tasas de interés suelen tomar tiempo para que se vean reflejadas en los cambios de la demanda agregada, la política fiscal puede verdaderamente ser una herramienta superior para estimular la demanda agregada, aun cuando los intereses excedan de cero.

Por supuesto que las democracias actuales no les permiten a los bancos centrales, o a cualquier otra agencia administrativa, controlar la política fiscal. Como se describió en el capítulo anterior, este poder democrático esencial no puede ser responsablemente delegado. Por el contrario, la delegación de la política monetaria a los bancos centrales es ampliamente aceptada. Lo que significa la superioridad que se percibe de la política monetaria es que esta política es menos importante para las democracias de lo que es la política fiscal, que puede ser delegada a cuerpos no elegidos democráticamente.

Esto es una razón válida para apoyar la política monetaria por sobre la fiscal, y he decidido no minar este consenso. Pero la delegación de la política monetaria no debe darse por garantizada. Como *Economist*

enfatizó en el 2017, “el poder del banco central es algo que va y viene”⁹⁵. En efecto, como lo indicó hace poco el exbanquero central Paul Tucker⁹⁶, los economistas deben ser cuidadosos para no tentar al destino al buscar un mayor poder para los bancos centrales, no sea que inciten la reacción popular. Los bancos centrales de Estados Unidos han perdido en dos ocasiones sus encargos por parte del Congreso. Nos dicen que, en nuestros febriles contextos políticos, “el populismo está haciendo temblar el edificio de la independencia del banco central”⁹⁷. En Estados Unidos, las llamadas para auditar el FED o para restringir su nivel de discrecionalidad se tornan más y más urgentes⁹⁸, y en Europa, los políticos alemanes critican la independencia del ECB para permitir el ascenso del partido popular Alternative für Deutschland⁹⁹.

95 “The Wars of Independence: How to Preserve the Benefits of Central Bank Autonomy”, *Economist*, 27 de abril del 2017, <http://www.economist.com/new/leaders/21721380-twenty-years-after-banck-england-was-given-independence-powers-central-banks-are>

96 Véase Tucker, *Unelected Power*.

97 Véase Jeff Black, Craig Torres y Jeanette Rodrigues, “Populism is Shaking the Edifice of Central Bank Independence”, *Bloomberg*, 27 de febrero del 2017, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-02-27/age-of-populism-shakes-pedestal-of-central-bank-independence>

98 Véase la Ley de Transparencia de la Reserva Federal del 2017, 115.^º Congreso, Senado, 16, <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/senate-bill/16>. Véase también United States House of Representatives Financial Services Committee, “Federal Reserve Reform: The Fed Oversight Reform and Modernization Act (Form act), H. R. 3189”, <https://financialservices.house.gov/issueshome/issue/?IssueID=100094>

99 Véase Stefan Wagstyl y Claire Jones, “Germany Blames Mario Draghi for Rise of Rightwing AfD Party”, *Financial Times*, 10 de abril del 2016.

En particular, los bancos centrales necesitan asegurar su autoridad. Mientras que el público parece aceptar el poder de los bancos centrales sobre la oferta monetaria y las tasas de interés, las políticas no convencionales están sobre arenas movedizas. Las tasas de interés negativas, por ejemplo, han generado gran rechazo en Alemania¹⁰⁰. Así mismo, un defensor de la ley para reformar el FED justificó su posición explicando que “la Reserva Federal tiene tanto poder y responsabilidad como nunca había tenido”¹⁰¹. Es temerario pensar que el consenso para favorecer la política monetaria como un mecanismo de estabilización continua aplicándose cuando se emplea esta política de maneras no convencionales. Las políticas no convencionales se arriesgan a críticas que amenazan la apreciada independencia de los bancos centrales. Aun si las políticas monetarias no convencionales son efectivas –una aseveración que puede ser debatible, como se mostrará en el capítulo 5–, amenazan la independencia del banco central.

En este capítulo, hemos visto que la dependencia exclusiva de la política monetaria para la estabilización de la macroeconomía funciona solo cuando la jurisdicción tiene control sobre su propia moneda. Cuando la política monetaria no está disponible a causa de compromisos comerciales, no puede dependerse de la estabilización monetaria y debe buscarse en cualquier otro

100 Véase Simon Osborne, “ECB Backlash: Anger as Fifth of German Firms Face Negative Interest Rates”, *Express*, 10 de agosto del 2017, <http://www.express.co.uk/news/world/839565/ECB-European-Central-Bank-Germany-negative-interest-rates-eurozone-economic-powerhouse>

101 United States House of Representatives Financial Services Committee, “Federal Reserve Reform: The Fed Oversight Reform and Modernization Act (Reform Act), H. R. 3189”.

lugar la ayuda macroeconómica. Además, aun cuando la política monetaria está disponible, no es necesariamente efectiva. En los próximos dos capítulos mostraré que, en el límite inferior igual a cero de las tasas de interés, la política monetaria pierde eficacia. En una trampa de liquidez, la necesidad de herramientas macroeconómicas alternativas —tales como la política fiscal expansiva o incluso la política legal expansiva— se tornan urgentes.

4

Los dolorosos costos de las recesiones prolongadas: evidencia y teoría

El caso de la política fiscal expansiva (véase la segunda parte) o la reforma institucional de las políticas monetaria y fiscal depende de lo que está en juego. Si las recesiones no costaran tanto, no se necesitaría realmente expandir las opciones de políticas macroeconómicas mediante el derecho.

En este capítulo, primero documento los altos costos económicos y políticos de la Gran Recesión. Si las recesiones profundas causan daños de estas magnitudes, y amenazan el orden y el tejido sociales, debería evitarse a toda costa que sucedan. Y para esto sería deseable estar abiertos a cualquier política que mitigue los daños, aun si estas implican algunos sacrificios.

Después de ello, reflexiono sobre algunas aproximaciones teóricas a la Gran Recesión y a otras recesiones prolongadas. Estas aproximaciones difieren de las hechas en los capítulos 1, 2 y 3. Me concentro en la explicación que relaciona las trampas de liquidez y el “estancamiento secular”, lo cual ilumina el papel que desempeña el límite inferior igual a cero de las tasas de interés. La teoría de las trampas de liquidez hace énfasis en la forma como la disminución de la demanda

agregada en el corto plazo se prolonga debido a las tasas de interés en cero, mientras que el estancamiento secular hace hincapié en factores de más largo plazo, tales como el “desequilibrio que resulta de un incremento de la propensión a ahorrar y a un decrecimiento de la propensión a invertir”, que hacen que los casos de tasas de interés igual a cero sean más probables¹⁰².

En el límite inferior igual a cero, las tasas de interés no pueden reducirse más, incluso si la demanda agregada está por debajo de la capacidad de la economía. Con las tasas de interés estancadas, la economía pierde sus mecanismos de ajuste. La demanda agregada y la producción no pueden alcanzar su capacidad durante largos períodos. Además, las políticas monetarias convencionales pierden alcance en el límite inferior igual a cero: la expansión de la oferta monetaria en este límite no puede reducir más las tasas de interés, haciendo que la política monetaria sea impotente para cualquier fin.

Proveo una explicación alternativa de las recesiones profundas —la teoría del superciclo de la deuda—, que hace énfasis en la importancia de las fricciones financieras, más que en las restricciones de las tasas de interés. Argumentaré que la diferencia entre las explicaciones de las recesiones prolongadas tiene poca relevancia y poca relación con el papel desempeñado por el derecho y macroeconomía.

102 Véase Lawrence Summers, “The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do about It”, *Foreign Affairs*, 15 de febrero del 2016, <https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2016-02-15/age-secular-stagnation>

Los costos económicos y sociales de la Gran Recesión

La Gran Recesión afectó a casi todos los sectores de la economía, pero comenzó en el mundo de las finanzas. En el 2008, grandes instituciones, como Bear Stearns, Lehman Brothers y el Banco Real de Escocia, quebraron. E incluso aquellas que no lo hicieron, estuvieron muy cerca de hacerlo. A pesar de los heroicos esfuerzos del banco central, el mercado financiero entró en pánico. Durante la crisis financiera, la demanda se desplomó, la producción se hundió y el desempleo se disparó. Mucho tiempo después de que terminara la crisis financiera, las tasas de producción, de empleo y de crecimiento permanecieron por debajo de las expectativas.

La Gran Recesión generó enormes costos. Un estudio realizado por la Reserva Federal de Dallas en el 2013 calculó que las pérdidas totales de la producción se ubicaron entre 6 y 30 billones de dólares en Estados Unidos, en relación con su potencial¹⁰³. Otras economías sufrieron otro tanto. Estos costos, además, se distribuyeron de manera desigual. Aquellos que perdieron sus empleos sufrieron profundamente, mientras que aquellos que lo mantuvieron, mucho menos.

103 Véase David Luttrell, Tyler Atkinson y Harvey Rosenblum, "Assessing the Costs and Consequences of the 2007-09 Financial Crisis and Its Aftermath", *Economic Letter* 8, n.º 7 (septiembre del 2013), <http://www.dallasfed.org/research/eclett/2013/el1307.cfm>. Incluye una estimación del 2013 del Departamento de Investigación del Banco de la Reserva Federal de Dallas. El número de 30 billones de dólares representa una pérdida casi de dos años de producción. El amplio número surge por la incertidumbre acerca de la duración del periodo entre la recesión y la probabilidad del crecimiento convergente. También es causado por la incertidumbre sobre la histéresis.

Es más, los efectos de los costos aún permanecen entre nosotros. Con una tasa anual de crecimiento de entre 1 % y 2 %, a la eurozona le tomará unos ocho años volver a los niveles de producción del 2008^[104]. La Gran Recesión ha hecho que las tasas de crecimiento permanezcan bajas en virtud de los largos períodos de desempleo que causó. Un amplio grupo de investigadores demostró que el desempleo que permanece por más de un año tiene efectos permanentes^[105]. Las personas que por mucho tiempo están desempleadas por lo general desisten de buscar empleo o aceptan condiciones de subcontratación. Quienes aceptan trabajos que no están a la altura de sus capacidades pueden afectar su perspectiva de crecimiento, afectando al mismo tiempo a la economía como un todo. Y la tasa de participación de la fuerza de trabajo en Estados Unidos y en la Unión Europea, que cayó dramáticamente durante la Gran Recesión, aún no se ha recuperado del todo.

Los economistas llaman a esta sombra de largo plazo de una recesión —que reduce la producción de largo plazo— *histéresis*. Hay muy buena evidencia de que esa histéresis se generó desde la Gran Recesión. Esta crisis, desde el punto de vista técnico, ya terminó, aunque las tasas de crecimiento en muchas economías desarrolladas no han regresado a las tendencias anteriores. Por el contrario, parece que las tasas de crecimiento seguirán

104 Véase Peter S. Goodman, “Europe’s Economy, after 8-Year Detour, Is Fitfully Back on Track”, *New York Times*, 29 de abril del 2016, https://www.nytimes.com/2016/04/29/business/international/eurozone-economy-q1.html?_r=0

105 Para una referencia de la investigación sobre las fuentes de la histéresis en los flujos de desempleo véase Michael W. L. Elsby, Ryan Michaels y David Ratner, “The Beveridge Curve: A Survey”, *Journal of Economic Literature* 53, n.º 3 (2015): 571-630.

bajas por un buen tiempo. Aunque es posible que las estimaciones del potencial de producción de largo plazo resulten ser tanto demasiado altas como demasiado bajas, en Estados Unidos y en la Unión Europea se ha encontrado una tendencia hacia la baja, lo que revela un comportamiento desajustado en esas economías en relación con las expectativas que había antes de la recesión (véanse las gráficas 6 y 7)¹⁰⁶.

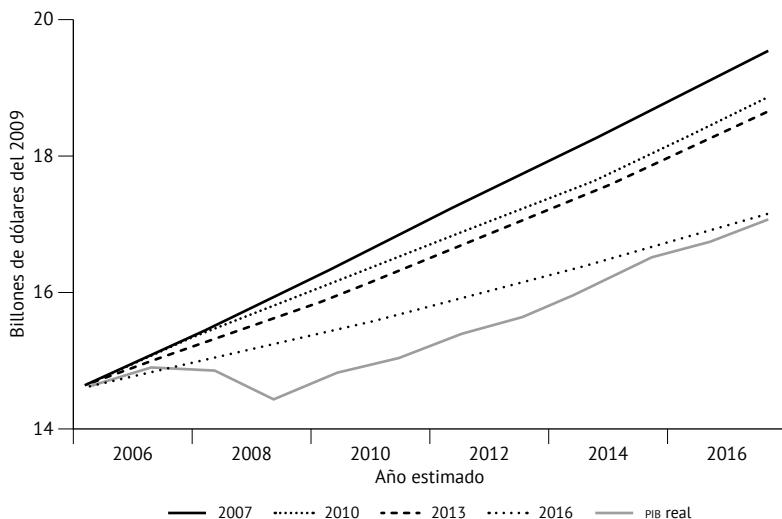
Los costos económicos de la histéresis son impresionantes. Si Estados Unidos hubiera continuado su crecimiento a la tasa potencial que se estimaba en el 2008, la economía hubiera superado su producción real del 2016 por 2,5 billones de dólares. De manera similar, si la eurozona hubiera crecido como se pronosticaba en el 2008, la producción del 2015 hubiera sido 1,5 billones de euros más grande de lo que fue. Con cada año que pasa, la brecha entre los pronósticos y la realidad de la producción sigue creciendo. Si la Gran Recesión baja las tasas de interés permanentemente, entonces el estimado de 30 billones de dólares como costo de la recesión en Estados Unidos resultaría ser un valor subestimado.

Los efectos de la Gran Recesión se extienden más allá de lo estrictamente económico. La recesión también mina el orden político de muchas economías democráticas, lo que debería inspirar a los diseñadores de políticas públicas a probar nuevas herramientas de estabilización macroeconómica que podrían ser más exitosas que las actuales formas de política fiscal o de política monetaria.

La fuente de estos cambios sociales ha sido el populismo, que se disparó en muchas naciones occidentales desde la Gran Recesión. En Estados Unidos, Donald

106 Summers, "Age of Secular Stagnation".

Gráfica 6. Decrecimiento del PIB potencial estimado de Estados Unidos

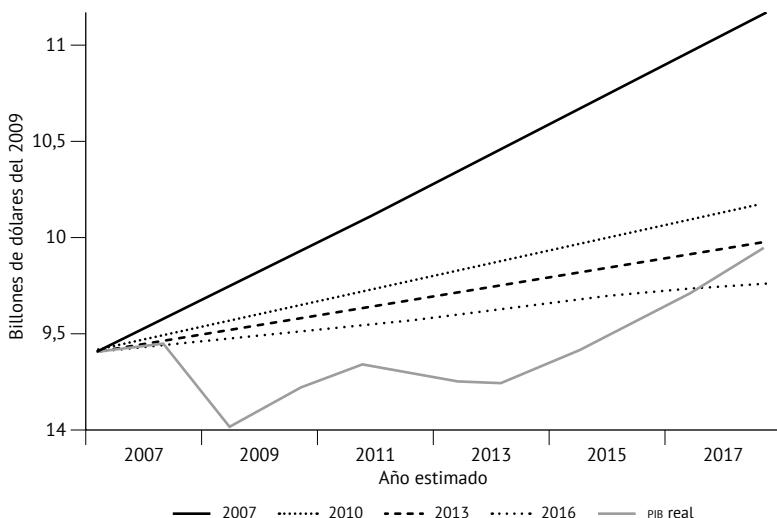


Nota: las estimaciones del PIB potencial de Estados Unidos decreció secuencialmente en la medida en que la Gran Recesión avanzó. Para el 2018 la brecha entre lo que Estados Unidos verdaderamente producía y lo que se había proyectado para ese año en el 2007 fue de cerca de 2 billones de dólares.

Fuente: estimaciones del PIB potencial a partir del informe anual sobre perspectivas económicas y presupuesto de la Oficina de Presupuesto del Congreso; U. S. Bureau of Economic Analysis, “Real Gross Domestic Product [GDPC1]”, recuperado de FRED, Banco de la Reserva Federal de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>

Trump logró la candidatura republicana y después la presidencia en el 2016, a pesar de rechazar muchas ideas típicas de su partido, como la apertura mercantil. Bernie Sanders, un autodenominado socialdemócrata, casi gana las primarias demócratas. Sin importar qué pase durante la presidencia de Trump, lo cierto es que la mayoría de los observadores coincide en que su elección refleja un quiebre dramático del *statu quo* de la política de Estados Unidos.

Gráfica 7. Decrecimiento del PIB potencial estimado para la eurozona



Nota: las estimaciones del PIB potencial en la eurozona declinaban subsecuentemente a medida que la Gran Recesión avanzaba. Para el 2017, la brecha entre lo que la eurozona verdaderamente producía y lo que proyectó en el 2017 para ese año fue de cerca de un billón de euros.

Fuente: PIB nominal de Eurostat, "Gross Domestic Product at Market Prices", en <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=en>. Datos del deflactor del PIB de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, "Main Economic Indicator", en <https://stats.ecb.org/Index.aspx?QueryId=61354>; predicciones del crecimiento de la producción potencial de Robert Anderto *et al.*, "Potential Output from a Euro Area Perspective", *European Central Bank Occasional Paper Series*, n.º 156 (2014), gráficas 1 y 5, en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdfscrops/ecbop156.en.pdf>

Mientras que Trump luchó por la denominación del partido republicano, el Reino Unido experimentó su propia convulsión política y social. El voto por el Brexit –el retiro del Reino Unido de la Unión Europea– anuló compromisos anteriores con el libre flujo de bienes,

servicios, capital y personas a través de Europa. Se trató de un voto por el control de la inmigración y la regulación, sobre la base de un desafío populista propuesto ante el orden liberal global. Desafíos populistas similares también se dieron en otros países europeos después de la Gran Recesión.

Sería difícil argumentar que la Gran Recesión fue la única o la más importante causa de esta ola populista. Sin embargo, las crisis financieras profundas tienen una historia que se relaciona con el auge del populismo en particular. La Gran Depresión, por ejemplo, ayudó a minar la República Democrática de Weimar con el apoyo soterrado del nazismo, así como del fascismo en muchos otros países. De hecho, un estudio empírico reciente sobre Europa entre 1870 y el 2014 encontró que después de una crisis económica, “la polarización aumenta [...] los votantes parecen particularmente atraídos por la retórica política de la extrema derecha, la cual normalmente les atribuye la culpa a las minorías y a los extranjeros. En promedio, los partidos de extrema derecha incrementan sus votaciones en 30 % después de las crisis financieras”¹⁰⁷.

Si una recesión profunda causa daños de esta magnitud, amenazan el tejido y el orden sociales, y afectan el crecimiento de largo plazo por medio de la histéresis, tolerar que se sigan produciendo no debería ser una opción aceptable. Deberíamos permitir cualquier política que mitigue esos daños, aun si esa política implica sacrificios en otras dimensiones.

¹⁰⁷ Manuel Funke, Moritz Schularick y Chritoph Trebesch, “Going to Extremes: Politics after Financial Crises, 1870-2014”, *European Economic Review* 88, (2016): 227-260.

Tres explicaciones de las recesiones prolongadas: las trampas de liquidez, el estancamiento secular y el superciclo de la deuda

Para evitar una nueva recesión se requiere comprender por qué la Gran Recesión y otras recesiones de carácter prolongado son diferentes de las recesiones ordinarias que se describieron en capítulos anteriores. En esta sección exploró las recesiones prolongadas con base en las trampas de liquidez, el estancamiento secular y el superciclo de la deuda. Estas se relacionan entre sí, difiriendo solo en algunos puntos específicos, pero no en el diagnóstico causal: una demanda agregada muy débil y persistente está en la base de las recesiones prolongadas. La mayoría de los macroeconomistas acepta una combinación de los tres elementos, cada uno de los cuales tiene implicaciones para el derecho y macroeconomía.

Las trampas de liquidez

Las trampas de liquidez comienzan con un decrecimiento agudo de la demanda agregada. En muchos casos, incluyendo la Gran Recesión, una crisis financiera es el detonante¹⁰⁸. Una trampa de liquidez, sin

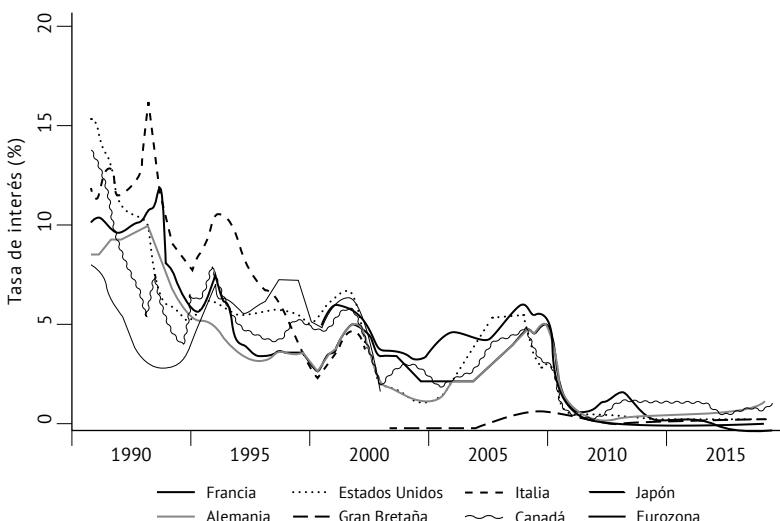
108 La teoría de la trampa de liquidez la desarrolló John Hicks en un principio, durante la Gran Depresión, para reconciliar la macroeconomía clásica y la keynesiana. La hipótesis de Hicks se centró en que, en tiempos económicamente ordinarios, las economías son propensas solamente a recesiones temporales, de acuerdo con la visión clásica del ciclo económico. Sin embargo, argumentó que cuando las tasas de interés golpean el límite inferior igual a cero,

embargo, es mucho más que una simple caída en la demanda agregada. De hecho, solo una caída sostenida de la demanda agregada no debería causar por sí misma una recesión profunda, porque cuando la demanda no alcanza a la capacidad, los ahorros se vuelven abundantes y las tasas de interés decrecen como respuesta a ello. La reducción de las tasas de interés hace que los gastadores gasten más y que los ahorradores ahorren más. La demanda al final se recupera, así como la producción y el empleo. La política monetaria expansiva al aumentar la oferta monetaria para disminuir las tasas de interés acelera la disminución de estas tasas y la consecuente recuperación.

Las trampas de liquidez surgen cuando las tasas de interés se mantienen muy bajas por mucho tiempo. La Gran Recesión es un ejemplo emblemático en este aspecto. Al inicio de esta, las tasas de interés de corto plazo cayeron a cero y permanecieron en ese nivel por casi una década en la mayoría de los países del Grupo de los 7 (G7), que engloba a las democracias más industrializadas del planeta (véase la gráfica 8). Las tasas de interés de largo plazo también cayeron a sus mínimos históricos y los bonos del Gobierno a diez años decrecieron por debajo del 2 % anual en cada uno de los países del G7. (Las tasas de interés de largo plazo necesitan estar por encima de las tasas de corto plazo para compensar a los ahorradores por el riesgo

circunstancias en que las recesiones y depresiones son causadas por una contracción de la demanda agregada, la visión keynesiana se hace más relevante. Desde la década de 1990, Paul Krugman ha desarrollado una versión actualizada de las trampas de liquidez de Hicks. Véase Paul Krugman, "This Age of Hicks", *New York Times*, 22 de julio del 2011, <https://krugmanblogs.nytimes.com/2011/07/22>this-age-of-hicks/>

Gráfica 8. Tasas de préstamos de corto plazo en los países del G7



Nota: las tasas de préstamos del Gobierno de corto plazo declinaron precipitadamente en todos los países del G7 entre 1990-2015. Para el 2010 las tasas habían alcanzado el límite inferior de cero en cada uno de los siete países.

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, "Short-Term Interest Rates" en <https://data.oecd.org/interest/short-term-interest-rates.htm>. Búsqueda personalizada para países del G7 entre 1990 y el 2017.

adicional asociado con el mantenimiento de los ahorros a muy bajas tasas en un periodo extenso).

En una trampa de liquidez, el límite inferior igual a cero de las tasas de interés impide el normal proceso de ajuste macroeconómico. Una vez que las tasas de interés llegan a cero no pueden seguir bajando para ayudar a equilibrar la economía. Los mecanismos de equilibrio natural de la economía —las tasas de interés— dejan de funcionar. La gráfica 8 ilustra cómo funciona el límite inferior igual a cero. Aunque las tasas

de interés gubernamentales de corto plazo trasegaron entre el 2 % y el 15 % entre 1990 y el 2008, llegaron a su piso al ubicarse casi en cero al final del periodo. Muchos años después del 2008 puede observarse que, aunque las tasas de interés del Gobierno estaban muy cerca al cero, casi ninguna de ellas fue negativa y nunca fueron sustancialmente negativas (es decir, que estuvieran por debajo de -0,1 %)¹⁰⁹.

Si nadie quiere tomar prestado y gastar cuando las tasas de interés están en cero, entonces ¿por qué las tasas de interés no se mantienen a la baja hasta puntos negativos, hasta que el mercado del ahorro se balancee?

109 Para la gran mayoría, barreras irrompibles impiden que las tasas de interés disminuyan más allá del cero, por lo menos en el sector privado. En efecto, vimos tasas de interés un poco negativas (por debajo de cero, pero por encima de -0,1 %) en muchos países durante la Gran Recesión con dinero atesorado. Pero estos casos son la excepción que prueba la regla. Si las tasas de interés de -0,4 % son un “acto de desesperación” con interés periodístico, entonces el límite inferior igual a cero es un importante constreñimiento. Véanse Jana Randow y Simon Kennedy, “Negative Interest Rates”, *Bloomberg*, 21 de marzo del 2017, <https://www.bloomberg.com/quicktake/negative-interest-rates>; Matthew Rognlie, “What Lower Bound? Monetary Policy with Negative Interest Rates”, http://mattrognlie.com/negative_rates.pdf

El derecho puede evitar que la Reserva Federal pague tasas de interés negativas. Véase Josh Zumbrun, “Four Legal Questions the Fed Would Face If It Decided to Go Negative”, *Wall Street Journal*, 10 de febrero del 2016, <https://blogs.wsj.com/economics/2016/02/10/four-legal-questions-the-fed-would-face-if-it-decided-to-go-negative/>. Y de nuevo vemos la conexión inicial entre política monetaria y derecho. Soy escéptico a estos reparos que palidecen en comparación a la incertidumbre legal del programa de transacciones monetarias de compraventa del ECB (que se discutirá en el capítulo 5).

En otras palabras, ¿por qué hay límites inferiores iguales a cero en las tasas de interés?

La respuesta a esta pregunta es que las tasas de interés desempeñan dos importantes papeles: equilibran tanto el mercado de dinero como el de ahorros. Los ahorradores mantienen su dinero ya sea en efectivo o como préstamos. El dinero en efectivo es mejor que los préstamos porque permite adquirir bienes y servicios. El dinero, también, retorna un interés de cero y nunca por debajo de este. Así, cuando las tasas de interés sobre los préstamos están muy cercanas a cero, no hay ningún beneficio por prestar los ahorros sobre mantenerlos en efectivo. El efectivo es mejor —más líquido— y retorna una mejor tasa de interés. Para inducir a los ahorradores a prestar más que a guardar su dinero, las tasas de interés deben ser superiores a cero, la tasa de retorno del dinero¹¹⁰.

En la economía del restaurante, una tasa de interés de cero significa que los ahorradores mantienen en su poder el dinero extra en vez de entregarlo en préstamo. Con el mercado de préstamos congelado, la compra adicional de almuerzos por quienes gastan no puede compensar un decrecimiento en la compra de almuerzos por parte de los ahorradores. La caída del gasto

110 Kenneth Rogoff denomina el límite inferior igual a cero la “maldición del dinero”. Señala que, si la tasa de retorno del dinero es igual a cero, la respuesta debería ser abolir totalmente el dinero y establecer un instrumento similar en favor de alternativas que rinden menos que cero. La propuesta es intrigante y su discurso radical está enfocado en las profundas preocupaciones de los macroeconomistas acerca de las trampas de liquidez. Véase Kenneth S. Rogoff, *The Curse of Cash: How Large-Denomination Bills Aid Crime and Tax Evasion and Constrain Monetary Policy* (Princeton: Princeton University Press, 2016).

causado por el recorte de los ahorradores se traduce por entero en la caída de la producción de almuerzos.

Así, cuando las tasas de interés se atascan en el cero, no pueden reducirse más en un esfuerzo por revivir la demanda agregada y equilibrarla con la capacidad¹¹¹. Solamente la producción, más que la combinación de tasas de interés y producción, continúa disminuyendo en respuesta a la debilidad de la demanda agregada. Sin una caída de las tasas de interés que ayude a recuperar la demanda, la disminución en la producción persiste por mucho más tiempo que lo que persistiría en una economía sin constreñimientos sobre las tasas de interés como mecanismos de ajustes.

Las trampas de liquidez se presentan normalmente al mismo tiempo que la deflación o en situaciones con muy baja inflación, lo cual, además, exacerba la ausencia de demanda. Si las personas esperan que los precios bajen en el futuro, reducen el gasto en el presente a la espera de poder comprar a más bajos costos.

El estancamiento secular

Como las trampas de liquidez importan en las recesiones prolongadas, la teoría del estancamiento secular hace énfasis en el papel desempeñado por el límite inferior igual a cero en la exacerbación de las recesiones. La diferencia aquí es que el estancamiento secular se concentra en las causas de largo plazo de las tasas

111 Para un argumento en contra de que las tasas de interés negativas, que además de alcanzables, constituyen una “política monetaria convencional”, véase Miles Kimball “Negative Interest Rate Policy as Conventional Monetary Policy”, *National Institute Economic Review* 234, n.º 1 (2015): R5-R14.

de interés muy bajas¹¹². La cuestión es que, si hay un exceso de ahorro a largo plazo en relación con la inversión, las tasas nominales y reales de interés caen tanto en buenos como en malos momentos. Las tasas de interés bajas aumentan la posibilidad de las trampas de liquidez cuandoquiera que la demanda agregada disminuye. El exceso de ahorro también aumenta la probabilidad de las burbujas de los activos porque los ahorradores persiguen nuevas oportunidades de inversión. El crecimiento anémico se vuelve una condición crónica, ya que la demanda deficiente impide el crecimiento en el corto y en el largo plazo.

La historia económica de Japón de fines del siglo XX y comienzos del XXI ofrece una narrativa cuestionada sobre el riesgo de las trampas de liquidez y el estancamiento prolongado. Desde fines de la Segunda Guerra Mundial y hasta la década de 1980, Japón gozó de uno de los más rápidos crecimientos de las economías ricas. Este crecimiento terminó cuando una de las burbujas sobre los activos reventó. Después de ello, la mayoría esperaba que Japón luchara por al menos unos años con bajo crecimiento antes de que las buenas tasas se reactivarán. Pero eso no fue así. En vez de ello, Japón cayó en una “década perdida” —ahora acercándose a tres décadas— de crecimiento anémico, retrocediendo incluso por debajo de muchos países occidentales. Las tasas de interés de corto plazo japonesas han estado cerca de cero desde 1995 y el país ha sufrido por mucho

112 La teoría del estancamiento secular la desarrolló Alvin Hansen durante la Gran Depresión. Véase Alvin H. Hansen, “Economic Progress and Declining Population Growth”, *American Economic Review* 29, n.º 1 (marzo de 1939): 1-15. En el periodo posterior a la Gran Recesión, Larry Summers ha defendido una versión actualizada. Véase, por ejemplo, Summers, “The Age of Secular”.

tiempo de deflación. En un esfuerzo para aumentar la demanda y reimpulsar la economía, Japón financió el gasto público mediante la acumulación de niveles de deuda nunca vistos. Sin embargo, el gasto privado siguió deprimido, como lo hacen evidente las altas tasas de ahorro. La habilidad del Estado para continuar con el aumento de la demanda con gasto público está limitada por la deuda.

Infortunadamente, para otras democracias industrializadas, la amenaza del estancamiento secular y de repetidos episodios de trampas de liquidez parece importante. Como las expectativas de las tasas de interés y de la inflación han retrocedido durante los últimos treinta años, ha aumentado la posibilidad de una tasa de interés nominal de cero que restringe el ajuste macroeconómico. Una investigación del 2017 estimó que el límite inferior igual a cero puede constreñir las tasas de interés con una frecuencia de 30 % a 40 % del tiempo si el comportamiento reciente del ahorro y la inversión se mantiene¹¹³. El límite inferior igual a cero puede ser la condición de trasfondo más común a la que habrá que hacerle frente en las futuras recesiones.

El superciclo de la deuda

El superciclo de la deuda tiene importancia para hacer énfasis en el papel que desempeña el sector financiero tanto en prolongar las recesiones profundas como en precipitarlas¹¹⁴. Los bancos son los mediadores

113 Véase Kiley y Roberts, "Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, 23 de marzo del 2017.

114 Para una explicación de la teoría del superciclo de la deuda de la gran recesión véase Kenneth S. Rogoff, "Debt Super-cycle - Not Secular Stagnation", en *Progress and Confusion*:

entre los ahorradores y los prestatarios. Pero el sector bancario enfrenta impedimentos importantes. Las instituciones financieras son inherentemente inestables. Si la mayoría de los inversionistas cree que las instituciones financieras están sanas, prestan su dinero con mayor facilidad. Esto es un buen equilibrio. Pero cuando la preocupación de las personas aumenta en relación con la posible vulnerabilidad de las instituciones, puede surgir una crisis que se manifiesta en el surgimiento de retiros masivos y de otros pasivos de corto plazo (tales como los negocios “repo”). Ya que las instituciones financieras prestan una parte de sus reservas a algunos prestatarios, ninguna tiene suficientes activos líquidos para devolver la totalidad del dinero a los inversionistas de corto plazo y cualquier institución puede quebrar si un número suficiente de inversionistas de corto plazo reclaman su dinero. Aunque es difícil explicar qué altera el buen equilibrio de las instituciones financieras hasta producir quiebras en los bancos (*¿espíritus animales?*), ambos estados son posibles.

Por un sinnúmero de razones, a finales del 2008, las personas creyeron que las instituciones financieras podrían quebrar más que continuar con su negocio de manera usual, profundizando la caída que había comenzado un año antes¹¹⁵. Cuando la confianza en

The State of Macroeconomic Policy, editado por Olivier Blanchard, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff y Lawrence Summers (Cambridge: MIT Press, 2016): 19-28.

115 Oficialmente, la Gran Recesión comenzó en diciembre del 2007. En ese tiempo, los mercados financieros se tambalearon —se comenzó el incumplimiento de pago de las hipotecas de alto riesgo— pero no una crisis en sí mismas. La crisis financiera del 2008 transformó lo que muchos pensaron que sería una recesión ordinaria en la peor crisis global desde la Gran Depresión.

las instituciones financieras falla, el valor de los activos se deprecia. El colapso del valor de los activos dispara el ciclo de apalancamiento negativo descrito en el capítulo 1. Con los bajos valores de los activos, muchas personas prefieren ahorrar antes que gastar para equilibrar sus presupuestos, disminuyendo de este modo la demanda. E incluso aquellos que desean gastar enfrentan grandes dificultades para conseguir dinero prestado. Débiles instituciones financieras se negaron a prestarles dinero a gastadores con muy malos activos como para poder considerarlos subyacentes. El resultado fue una caída del gasto más profunda. Así, el mal equilibrio en el sector financiero induce un mal equilibrio en la economía como un todo.

De acuerdo con la teoría del superciclo de la deuda, la economía continúa con muy bajo rendimiento mucho después de la crisis financiera porque les toma mucho tiempo a los ahorradores reparar sus presupuestos y retomar la actividad prestamista de nuevo. De forma similar, las instituciones financieras necesitan tiempo para reparar sus estados financieros de manera que puedan reiniciar la actividad de préstamos. Hasta que el proceso de desapalancamiento esté completo, la demanda agregada se reducirá, limitando la producción. Una vez el desapalancamiento finaliza, la fase positiva del superciclo de la deuda comienza. Los gastadores comienzan a tomar prestado y a gastar de nuevo, ello conduce a que el valor de los activos aumente y se refuerce la demanda agregada y la producción. Con el aumento del valor de los subyacentes, los gastadores gozan de mayor acceso al capital. Gastan aún más y la economía y el valor de los activos continúa aumentando hasta que la inestabilidad de las instituciones financieras lleve a su fin la fase positiva del superciclo de la deuda.

El derecho y macroeconomía y la teoría de las recesiones prolongadas

La teoría de la trampa de liquidez, la del estancamiento secular y la del superciclo de la deuda hacen responsables a las deficiencias de la demanda por las recesiones prolongadas. Las políticas que promueven la demanda agregada, ya sea por medio del derecho o de las políticas monetarias o fiscales, deberían, por tanto, mitigar las recesiones prolongadas. Enfatizo sobre todo en la importancia del límite inferior igual cero (trampas de liquidez y estancamiento secular), pero, aun si este énfasis está fuera de lugar, y la teoría del superciclo de la deuda ofrece una mejor aproximación a las recesiones prolongadas, la política pública que se estudia en este libro –en una búsqueda de nuevas herramientas para estimular la demanda agregada– se aplica con igual fuerza.

A pesar de ello, importa mucho cuál teoría se asume, porque cada una implica un programa diferente de estímulos estructurales. Una trampa de liquidez demanda un estímulo fiscal de corto plazo. Si el gasto gubernamental es suficiente, las tasas de interés escapan del límite inferior igual a cero, el crecimiento económico vuelve a su normalidad y la trampa de liquidez termina. La teoría del estancamiento prolongado, por el contrario, exige un incremento del gasto público de largo plazo. Con una demanda deficiente en relación con el largo plazo, el estímulo fiscal de corto plazo no es suficiente para escapar del límite inferior igual a cero.

En teoría, el estímulo privado también sería efectivo para responder, ya sea a las trampas de liquidez o al estancamiento prolongado. Sin embargo, además de los recortes tributarios, los macroeconomistas no han destinado suficiente atención a las políticas que

incrementan el gasto privado y prefieren centrarse en el gasto público. Como lo expongo en los últimos capítulos, el derecho y macroeconomía ofrece un nuevo conjunto de herramientas para estimular y expandir las opciones disponibles.

La teoría del superciclo de la deuda dirige una mirada más escéptica a la deuda gubernamental y al gasto público. Los teóricos del superciclo de la deuda le temen a la deuda del Gobierno a causa de una mayor preocupación por el riesgo de crisis financieras. Los Estados necesitan poder tomar prestado para mitigar las crisis y así deberían hacer uso de todas sus posibilidades de préstamos para poder financiar el gasto.

La teoría del superciclo de la deuda también rechaza la premisa —esencial para las teorías de la trampa de liquidez y del estancamiento secular— de que los ahorradores son numerosos durante las recesiones profundas. Aun si el Estado toma prestado a tasas iguales a cero, los constreñimientos financieros que enfrentan muchos prestatarios durante estas recesiones sugieren que el capital puede ser más escaso de lo que parece. Si son pocos los ahorradores, el argumento del incremento del gasto público es débil. El gasto público no podría entonces poner a producir los recursos que de otra manera permanecerían ociosos, sino que, por el contrario, desplazaría otras formas de actividad económica. Como resultado, el Estado debería evitar grandes niveles de deuda para aumentar el gasto. Ya que el superciclo de la deuda gira y termina en algún punto las recesiones prolongadas, sería mejor para los Estados ignorar las recesiones prologadas que comprometen un gasto financiado con deuda que es innecesario.

Lo que más importa en la teoría del superciclo de la deuda es la salud de las instituciones financieras. Esta aproximación, por tanto, recomienda fortalecer el sector financiero para mitigar las recesiones prolongadas.

Esta fue la idea detrás de los rescates masivos de la banca durante la Gran Recesión, como el Programa de Alivio de Activos Problemáticos (TARP, por sus siglas en inglés) y el Fondo de Recapitalización de la Banca Inglesa. Estos rescates ayudan a reparar rápidamente los estados financieros de las instituciones financieras. Con balances saludables, las instituciones podrían continuar colocando fondos de los ahorradores a los gastadores, reforzando de este modo la demanda agregada. El éxito de estos rescates es, de todas maneras, algo cuestionable. Previenen el fallecimiento de viejas instituciones financieras y las recesiones mundiales, pero fallan en evitar el surgimiento de una Gran Recesión.

La teoría del superciclo de la deuda también apoya las políticas que canalizan fondos hacia los gastadores para ser gastados como disminución del capital. Si el sistema financiero no coloca más recursos a los gastadores, las políticas gubernamentales deberían encontrar otros medios, como el apoyo en deuda, para movilizar fondos a los gastadores que carecen de acceso al capital. Mediante la mejoría del acceso al capital de los gastadores, estas políticas aumentan el gasto estimulando las economías moribundas.

El derecho y macroeconomía puede desempeñar un papel importante aquí. La política fiscal puede facilitar la dependencia a la deuda, por ejemplo, pero esto debe lograrse mediante el sistema legal. Y tanto las leyes contractuales como de insolvencia proveen mecanismos legales para reparar los estados financieros de los gastadores, sin importar que la financiación pública se logre mediante la deuda (véase el capítulo 11). De manera más general, el derecho y macroeconomía enfatiza en el papel de los estímulos privados más que en el gasto público en la tarea de mitigar las depresiones prologadas.

Ya que las explicaciones de las recesiones prolongadas tienen poca diferencia en el derecho y macroeconomía, uso la expresión “límite inferior igual a cero” y “trampa de liquidez”, y no “la fase contractiva del superciclo de la deuda”, como abreviaciones para referirme a las situaciones en las cuales la política legal expansiva debería activarse. Esta abreviación permite enfocarse en los aspectos novedosos del derecho y macroeconomía sin preferir ninguna teoría macroeconómica sobre las recesiones prolongadas en particular que, aunque son diferentes, finalmente se traslanan. Los lectores que hallen la teoría del superciclo de la deuda más convincente también pueden aplicar las ideas del derecho y macroeconomía, solo deben revisar un detonante diferente de las depresiones (una crisis financiera y no el límite inferior igual a cero en las tasas de interés de corto plazo).

Los graves costos de la Gran Recesión sustentan el porqué de la urgencia de mitigar recesiones prolongadas desde cualquier perspectiva del ciclo económico. En el capítulo 5 describo las fallas de las políticas monetaria y fiscal —las herramientas estándar para la mitigación de las recesiones— durante la Gran Recesión.

5

El derecho, la política fiscal y la política monetaria durante las trampas de liquidez

La buena política macroeconómica alivia la carga de las recesiones mediante la estimulación de una demanda agregada cuando es inadecuada. Infortunadamente, las herramientas macroeconómicas convencionales —las políticas monetarias y fiscales expansivas— muestran ser insuficientes en recesiones prolongadas, que es cuando tales herramientas se necesitan con urgencia, como explico en este capítulo. Si las herramientas macroeconómicas son poco efectivas, entonces se requiere de manera apremiante otras alternativas, como el derecho y macroeconomía, para mitigar las recesiones prolongadas que se presenten en el futuro.

El límite inferior igual a cero, además de impedir los ajustes de las tasas ordinarias de interés, constríñe la política monetaria. Esta política, normalmente, estimula la demanda mediante la reducción de las tasas de interés, pero esto es imposible en el límite inferior igual a cero.

En respuesta a la impotencia de la política monetaria convencional durante la Gran Recesión, los bancos centrales adoptaron una serie de políticas monetarias

no convencionales que describo en este capítulo. De esta forma, los bancos centrales asumieron un papel mucho más activo en la economía del que habían tenido antes. En respuesta, los bancos centrales experimentaron una reacción violenta en su contra que amenazó su legitimidad y su apreciada independencia. De hecho, algunas acciones monetarias del ECB desconocieron la más simple interpretación del Tratado de Maastricht y se convirtieron en objeto de litigios constitucionales.

Más aún, la política monetaria no convencional mostró solamente una efectividad moderada. A pesar de ampliar su rol en la economía, en un número cinco veces mayor o incluso más, las políticas monetarias de los bancos centrales no pudieron evitar los dolorosos costos generados por la Gran Recesión. Incluso la más poderosa herramienta de política no convencional de los bancos centrales –el “dinero helicóptero”– requiere una intervención económica de tal radicalidad que los bancos centrales son comprensiblemente cautelosos incluso hasta el punto de evitar mencionarla.

Dados los constreñimientos de la política monetaria, los macroeconomistas (incluyendo los banqueros centrales) hicieron énfasis en la importancia de la política fiscal en el límite inferior igual a cero de las tasas de interés. Sin embargo, los defectos de la política fiscal, según se describió en los capítulos 3 y 4, no desaparecen solo porque la política fiscal expansiva asuma un papel más protagónico dentro de la política macroeconómica. Como lo explico a continuación, la exigencia de mantener equilibrados los presupuestos, la parálisis política y el miedo a ampliar la carga de la deuda limitan el alcance de la política fiscal expansiva para responder a las recesiones prolongadas.

La inadecuación de las políticas, tanto monetarias como fiscales, cuando las tasas de interés están en el

límite inferior igual a cero, explica por qué muchas personas consideran que la mejor respuesta a la pregunta “¿Estamos preparados para afrontar la próxima recesión?” debe responderse simplemente de manera negativa. En consecuencia, es necesario considerar herramientas de política macroeconómica, tales como la política legal expansiva.

La política monetaria en una trampa de liquidez

Durante las recesiones ordinarias, los bancos centrales monitorean la reducción en la demanda y la producción mediante la política monetaria expansiva. Con abundancia de dinero, las tasas de interés se reducen y la demanda y la producción aumentan. Sin embargo, que las tasas de interés estén en el límite inferior igual a cero significa que la política monetaria expansiva no puede reducir más las tasas de interés de corto plazo, perdiendo así su razón de ser. En este caso se requieren alternativas a la política monetaria, muchas de las cuales fueron debatidas e implementadas durante la Gran Recesión.

Aumento de la meta de inflación

Una recomendación de política monetaria típica durante las trampas de liquidez es aumentar la meta de inflación¹¹⁶. Una meta de inflación es un objetivo del banco

116 Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia y Paolo Mauro, “Rethinking Macroeconomic Policy”, Fondo Monetario Internacional, 12 de febrero del 2010, <https://www.ifm.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>; Ben S.

central sobre las tasas de inflación. Si la meta de inflación se aumenta, las expectativas de inflación también deberían aumentar al asumir que efectivamente los bancos centrales pueden alcanzar sus metas.

La idea es que, si las tasas de interés nominales caen a cero, el aumento de las expectativas de inflación reduce la tasa real de interés —lo que equivale a la diferencia entre la tasa de interés “nominal” menos la tasa de inflación— y, de este modo, se estimula la inversión. Si se espera que la inflación esté en un 2 %, y la tasa nominal es cero, la tasa real de interés es de -2 % al año. Si las expectativas de inflación pueden aumentarse a 4 % mediante el aumento de la meta de inflación, las tasas reales de interés son aún más bajas y llegan a -4 % al año, incluso cuando las tasas de interés nominales permanezcan en el límite inferior igual a cero. Ya que la inversión depende más de la tasa real de interés que de la nominal, aumentar las expectativas de inflación debería estimular la inversión. Con una meta de inflación suficientemente alta, a puro golpe de bolígrafo, el límite inferior igual a cero deja de ser un problema.

Por supuesto, una política de este tipo involucra negociación. Muchos banqueros centrales se oponen a aumentar la meta de inflación, aun si consideran que una meta un poco más alta es económicamente deseable, porque se preocupan por perder su credibilidad,

Bernanke, “The Zero Lower Bound on Interest Rates: How Should the Fed Respond?”, Brookings Institution, 13 de abril del 2017, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/04/13/the-zero-lower-bound-on-interest-rates-how-should-the-fed-respond/>; Stephen G. Cecchetti y Kermit L. Schoenholtz, “The Case for a Higher Inflation Target Gets Stronger”, *Money, Banking and Financial Markets*, 13 de abril del 2017, <https://www.moneyandbanking.com/commentary/2017/4/2/the-case-for-a-higher-inflation-target-gest-stronger>

que han ganado con gran esfuerzo. La credibilidad importa mucho porque las expectativas de inflación pueden realmente determinar la inflación, incluso sin expandir la oferta monetaria. Si las personas esperan una inflación alta, insistirán en aumentar los salarios y los precios, lo que conducirá a una inflación alta. Estas expectativas de inflación, a su vez, dependen de la credibilidad de los bancos centrales. Que un banco central tenga credibilidad significa que puede esperar que la inflación coincida con las expectativas que se tienen sobre ella. Sin embargo, un banco central que cambie regularmente la meta de inflación tiende a perder credibilidad. Y si las personas dejan de confiar en los bancos centrales en relación con la inflación, la habilidad de estos bancos para alcanzar las metas de inflación puede desaparecer.

No son solo los pregoneros de la inflación los que citan el tema de la credibilidad para oponerse al aumento de la meta de inflación. Como explica Alan Blinder, vicepresidente del FED durante la administración Clinton y banquero central que no es conocido por su paranoia por la inflación, “los banqueros centrales han invertido una gran cantidad de su credibilidad en establecer una meta de inflación de 2 %, y pienso que están en lo cierto en vacilar entre rendirse en su empeño o no. Si se cambia del 2 % al 3 %, ¿cómo sabe el mercado que después no cambiará de 3 % a 4 %?”¹¹⁷.

Al revisar esta preocupación desde una perspectiva de diseño institucional se sugiere una solución: que

117 Véase Neil Irwin, “Of Kiwis and Currencies: How a 2 % Inflation Target Became Global Economic Gospel”, *New York Times*, 19 de diciembre del 2014, <https://www.nytimes.com/2014/12/21/upshot/of-kiwis-and-currencies-how-a-2-inflation-target-became-global-economic-gospel.html>

sean otros organismos, diferentes al banco central, los que aumenten la meta de inflación. La credibilidad de los bancos centrales depende de su adherencia a la meta oficial, no del valor de la meta en sí misma. Si el banco central, de manera deliberada, aumenta la meta de inflación de 2 % a 4 %, esto podría vulnerar sus compromisos previos. Pero si otro organismo es el que la aumenta, los bancos centrales no vulneran ningún otro compromiso.

Sin embargo, encargar a otro organismo del cambio de la meta de inflación no es lo mejor. Si el nuevo organismo altera la meta lo suficiente, muchos aspectos de la política monetaria dejan de ser predecibles y consistentes, aun cuando los bancos centrales se concentren en alcanzar los objetivos asignados a ellos. Aunque los bancos centrales mantengan su credibilidad, esta credibilidad importará muy poco porque la credibilidad de la política monetaria como un todo habrá desaparecido.

Para mitigar esta preocupación, el legislativo debería ser quien cambia las metas de inflación. La dificultad del cambio legislativo mitigaría el problema de la credibilidad asociado a los cambios de la meta de inflación. Ya que es muy difícil modificar las leyes, un cambio de la meta de inflación mediante la legislación no debería causar miedos generales sobre futuros cambios.

Pero los ajustes legislativos de las metas de inflación de los bancos centrales pueden ser imposibles –o al menos muy difíciles–. En la eurozona, los objetivos sobre la estabilidad de los precios del ECB tienen carácter constitucional según el Tratado de Maastricht. Este objetivo podría modificarse únicamente mediante una reforma al tratado o mediante el cambio de interpretación del tratado a cargo de los directivos del ECB. En Estados Unidos, un Congreso disfuncional aumenta el

riesgo de depender del proceso legislativo para afinar adecuadamente la meta de inflación.

Si el cambio de la meta de inflación mediante una decisión legislativa es imposible, entonces los bancos centrales deberían desarrollar procedimientos formales para revisar periódicamente las metas de inflación o cualquier otro objetivo de la política monetaria en el presente. Esto permitiría la revisión de la meta de inflación cuando sea necesario, sin que esto implique que se abran las puertas para cambios posteriores que no puedan predecirse. Canadá ha establecido un sistema formal de este tipo desde 1991^[118]. La meta de inflación del Banco Central de Canadá es objeto de revisión cada cinco años, permitiendo ajustes predecibles. Al mismo tiempo, el largo tiempo fijado para una nueva revisión reduce el daño que un cambio en la meta de inflación puede generar en la credibilidad del Banco Central de Canadá.

La flexibilización cuantitativa (*quantitative easing*), las tasas de interés negativas y el dinero helicóptero

A pesar de la apelación teórica de la modificación de la meta de inflación en el límite inferior igual a cero, ningún país del G7 —incluyendo Canadá— aumentó la meta durante la Gran Recesión. Por el contrario, muchos bancos centrales implementaron políticas monetarias no convencionales, muchas de ellas, sobre todo de flexibilización cuantitativa. Al seguir un

118 Véase Banco de Canadá, “Inflation Control Target”, <http://www.bankofcanada.ca/rates/indicators/key-variables/inflation-control-target/>

programa de flexibilización cuantitativa, un banco central intenta aumentar la demanda mediante la compra de activos que por lo general tienden a mejorar, como los bonos del Gobierno de largo plazo, en un esfuerzo por reducir las tasas de interés de largo plazo. El banco central imprime billetes para adquirir esos bonos. Mediante la reducción de las tasas de interés de largo plazo, el banco central puede aumentar el gasto en inversión, aun cuando las tasas de interés de corto plazo no puedan bajar del límite inferior igual a cero¹¹⁹.

La flexibilización cuantitativa debería aumentar también las expectativas de inflación, ya que el público espera que la expansión de la oferta monetaria al final se traduzca en precios más altos. Con expectativas de una inflación más altas, las tasas de interés reales disminuyen, lo que estimula la inversión incluso si las tasas nominales están en cero.

Ya que la flexibilización cuantitativa les permite a los bancos centrales adquirir muchas más clases de

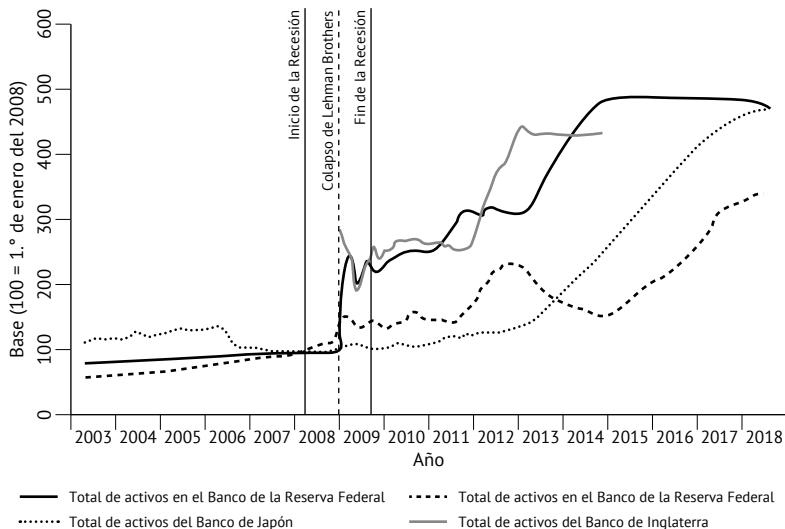
119 Es muy difícil que las tasas de interés de largo plazo caigan hasta cero, incluso cuando las tasas de corto plazo ya están allí. Cuando las tasas de interés están en cero no pueden bajar más. Mantener el dinero por mucho tiempo en una tasa que no pueda disminuir más, pero que puede aumentar es poco atractivo para los inversionistas. Puesto de otra manera, las inversiones de corto plazo tienen una “opción” de valor para los ahorradores. Si las tasas de interés aumentan posteriormente, los tenedores de vehículos de inversión de corto plazo pueden tomar ventaja de tasas más altas. Los ahorradores de activos de largo plazo no pueden tener ventaja del repunte de las tasas. Para inducir a los ahorradores a mantener activos de largo plazo, este tipo de activos deben garantizar que las tasas de interés tengan un beneficio adicional al que tienen las de corto plazo. Si las tasas de interés de corto plazo están en cero, las tasas de largo plazo necesitarían estar por encima de cero.

activos, los activos de los bancos aumentan. Antes de la Gran Recesión, los activos del banco central aumentaron muy lentamente. Con la demanda agregada cerca a la capacidad total, los bancos centrales estaban dispuestos a contraer la oferta monetaria mediante la captación y expansión de sus activos. Pero durante la Gran Recesión, las políticas del banco central cambiaron de forma dramática. Como se observa en la gráfica 9, la Reserva Federal triplicó sus balances en unos pocos meses entre el 2008 y el 2009. Hacia el 2016, la Reserva Federal, el ECB y el Banco de Japón ya habían introducido algún tipo de flexibilización cuantitativa y mantuvieron muchos más activos de los que mantenían antes de la Gran Recesión. Es decir, la respuesta de la política monetaria a la Gran Recesión fue extremadamente agresiva, quizá de manera nunca vista¹²⁰.

Los bancos centrales no giraron hacia la flexibilidad cuantitativa porque les gustara la idea. Es, indudablemente, la segunda mejor alternativa de política pública establecida, porque la política fiscal expansiva, que domina sobre la política monetaria no convencional en el límite inferior igual a cero, estuvo dormitando entre los obstáculos del proceso legislativo. Como lo explicó Paul Krugman:

120 Por ejemplo, el programa de *quantitative easing* del Banco Central de Inglaterra llevó el valor de sus activos a un equivalente del 24 % del PIB, un número nunca alcanzado en más de trescientos años de historia del Banco. Los anteriores máximos de los activos del Banco Central de Inglaterra se presentaron en las guerras napoleónicas y en el periodo inmediatamente posterior a la Segunda Guerra Mundial. En estos dos casos extraordinarios, los activos del Banco nunca alcanzaron el 20 % del PIB, muy por debajo de los picos durante la Gran Recesión. Véase Bank of England Sheet - Total Assets in the United Kingdom, <https://fred.stlouisfed.org/series/BOEBSTAUKA>

Gráfica 9. Activos del Banco Central durante y después de la Gran Recesión



Nota: los activos de los bancos centrales aumentaron enormemente al inicio del colapso de Lehman Brothers, lo que implicó un mayor papel de los bancos centrales en la economía.

Fuente: Banco Central Europeo, "Central Bank Assets for Euro Area (11-19 Countries) [ECBASSETS]", recuperado de FRED, Banco de la Reserva Federal de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/ECBASSETS>; Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, "All Federal Reserve Banks: Total Assets [WALCL]", recuperado de FRED, Banco de la Reserva Federal de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>; Banco de Japón, "Bank of Japan: Total Assets for Japan [JPNASSETS]", recuperado de FRED, Banco de la Reserva Federal de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/JPNASSETS>

Aquí estamos, con algo que parece ser la mejor opción de política macroeconómica, que ha sido descartada por el prejuicio político, y tratando de corregir la distorsión que es inmensa: una depresión global puede arruinar todo nuestro día. Así, tenemos flexibilidad cuantitativa, cuya efectividad es incierta; quizás al menos distorsione los mercados financieros un poco,

y sea echada a la basura por personas que destaquen sus faltas, sean estas reales o presuntas. Algunos como yo estamos en la necesidad de defender una política que jamás habríamos elegido si hubiera otra alternativa viable¹²¹.

Las habladurías negativas a las que Krugman se refiere incluyen predicciones de inflación descontrolada. Después de todo, la flexibilidad cuantitativa involucra un aumento masivo de la oferta monetaria (técnicamente de la base monetaria); sin embargo, la inflación no se produce por ello. Como se describió más arriba, en el límite inferior igual a cero, el dinero adicional permanece más como un activo que como un detonante de mayor actividad económica o de inflación¹²². (En efecto, la imposibilidad de la oferta monetaria para incrementar la inflación es una de las más interesantes y exitosas predicciones de las trampas de liquidez en los reportes de la Gran Recesión).

121 Paul Krugman, "Second-Best Macroeconomics", *New York Times*, 28 de julio del 2015, <https://krugman.blogs.nytimes.com/2015/07/28/second-best-macroeconomics/>. Para una amplia discusión de la exclusividad de la política monetaria como respuesta a la Gran Recesión véase Arian, *The Only Game*.

122 En la teoría cuantitativa del dinero, el valor real de la producción multiplicado por el nivel de precios (PIB nominal) es igual a la cantidad de dinero en la economía multiplicada por la velocidad del dinero (la frecuencia en que el dinero es usado): $MV = PY$. El valor de la oferta monetaria aumentó por un factor igual a cinco, pero el valor nominal del PIB (el nivel de precios multiplicado por la producción) no cambió mucho. Esto implica que la velocidad del dinero decreció. En el límite inferior igual a cero se mantuvo el dinero como un activo más que como un medio para facilitar las transacciones.

¿De qué manera la respuesta monetaria agresiva a la Gran Recesión afectó la economía? Como sintetizó *Economist* en el 2015:

La opinión aún está en desacuerdo sobre la flexibilidad cuantitativa [QE, por sus siglas en inglés]. Los estudios sugieren que sí aumentó un poco la actividad económica; pero hay quienes están preocupados de que el incremento de dinero haya motivado un comportamiento financiero temerario y dirigido a un flujo desmesurado de dinero hacia economías emergentes que no sabrían qué hacer con ese dinero. Otros están preocupados de que los bancos centrales, cuando vendan los activos que han acumulado, hagan subir las tasas de interés y de este modo se ahogue cualquier intento de recuperación. [En el 2013] cuando el FED discutió por primera vez la idea de estrechar [la compra de bonos de largo plazo], las tasas de interés se dispararon y los mercados se tambalearon. Incluso algunos dudan de que los bancos centrales tengan la capacidad de mantener la inflación bajo control si el exceso de dinero que han producido comienza a circular más rápidamente. Los banqueros centrales han sido más precavidos al usar la QE de lo que habrían sido en relación con la reducción de las tasas de interés, lo cual podría explicar parcialmente la recuperación un poco lenta de algunos países¹²³.

Desde una mirada retrospectiva, la flexibilidad cuantitativa en el 2018 se ve un poco más efectiva. Las economías industrializadas están creciendo de manera

123 R. A., "The Economist Explains: What is Quantitative Easing?", *Economist*, 9 de marzo del 2015, <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/03/economist-explains-5>

más robusta; la inflación se mantiene bajo control, y la promesa de Mario Draghi del 2012 de hacer “cualquier cosa que sea necesaria” para mantener bajos los rendimientos de los bonos del Gobierno europeo, incluyendo la expansión cuantitativa, parecen haber reducido las presiones sobre la eurozona, que la estaban dirigiendo a su desintegración¹²⁴. Sin embargo, aun si la expansión cuantitativa puede producir beneficios, e incluso si puede ser una alternativa mucho mejor que no hacer nada, implica un riesgo considerable.

En respuesta a la falta de capacidad de la flexibilización cuantitativa para expandir la demanda agregada, algunos bancos centrales han intentado intervenir de forma más agresiva mediante políticas monetarias. Entre otras, por medio de tasas de interés negativas. Mientras que la expansión de la oferta monetaria no lleva las tasas de interés a un nivel negativo, los bancos centrales podrían cobrarles a las instituciones financieras por los depósitos que realizan. Las tasas de interés negativas causan que los depósitos pierdan valor a lo largo del tiempo, lo que motiva el gasto inmediato. En teoría, eso impulsa la demanda agregada.

Uno debería preguntarse de qué manera es posible obtener un préstamo con tasas de interés negativas. Después de todo los ahorradores y las instituciones financieras están poco dispuestas a prestar dinero a tasas de interés que les harían perder dinero cuando bien podrían mantenerlo en efectivo. Sin embargo, debe hacerse una consideración. Los ahorradores podrían preferir que se les pagara una tasa negativa

124 “Speech by Mario Draghi, President of European Central Bank at the Global Investment Conference in London”, European Central Bank, 26 de julio del 2012, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp20726.en.html>

de interés antes que acumular dinero o antes de encontrar otra manera de ganar a una tasa de cero sobre sus activos, como pagando impuestos por adelantando. Sin embargo, el interés no puede disminuir a tasas demasiado negativas sin producir un comportamiento ineficiente. La acumulación de dinero, por ejemplo, es una forma arriesgada y pesada de ahorrarlo. Y prácticamente las tasas negativas, como lo sintetizó Ben Bernanke en el 2016, tienen solo “beneficios modestos”¹²⁵. La ventaja de las tasas de interés negativas en muchas partes de Europa y en Japón no se asoció con la rápida recuperación de las condiciones macroeconómicas.

Si el papel moneda fuera abolido, un importante tipo de activo que ofrezca una tasa de interés implícita de cero podría ser eliminado. La abolición del dinero debería, por tanto, hacer que las tasas de interés profundicen su valor negativo, estimulando las economías antes de que lleguen al límite inferior igual a cero. Aunque poco convencional, esta política tiene varios defensores, como Kenneth Rogoff¹²⁶. Pero la abolición del dinero podría tener efectos regresivos. Los que no tengan acceso al sistema bancario, que son típicamente los más pobres, podrían tener más dificultades para comprar y vender bienes y servicios, mientras que los que tienen acceso a alternativas de efectivo, como tarjetas de crédito y cuentas corrientes, podrían verse menos afectados. La abolición del efectivo es también arriesgada y no ha tenido buenos resultados en las pruebas que se han hecho. Por

125 Ben S. Bernanke, “What Tools Does the Fed Have Left? Part 1: Negative Interest Rates”, Brookings Institution, 18 de marzo del 2016, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/03/18/what-tools-does-the-fed-have-left-part-1-negative-interest-rates/>

126 Véase Rogoff, *The Curse of Cash*.

ejemplo, cuando en India se eliminaron los billetes de muy alta denominación en el 2017, siguió el caos y se ralentizó la economía.

Otra opción radical, que recibió una “gran atención” entre el 2015 y el 2017, fue el llamado dinero helicóptero¹²⁷. Con este dinero se puede financiar un gasto adicional mediante una moneda devaluada. En vez de pedirle al Tesoro que obtenga una mayor deuda para financiar el gasto gubernamental adicional, el banco central imprime más moneda y lo usa para pagar la expansión fiscal. En un extremo, Milton Friedman, medio en broma, sugirió que los nuevos billetes deberían lanzarse desde un helicóptero, permitiendo un gasto más grande por parte de quien sea que esté en el lugar donde caiga el dinero.

Si el dinero helicóptero suena un poco extravagante es porque así es. No hay por qué extrañarse de que no haya sido puesto a prueba: los economistas y los diseñadores de políticas públicas son cautelosos por el riesgo de la hiperinflación. La inflación sobre los precios al consumidor y sobre el valor de los activos es algo que seguirá a la impresión exagerada de dinero, aun cuando no se esté seguro de cuándo pasará. Aunque, dice Bernanke, “en ciertas condiciones extremas —deficiencias agudas de la demanda agregada, agotamiento de la política monetaria y falta de voluntad de la legislatura para usar políticas fiscales financiadas mediante deuda— [el dinero helicóptero] puede ser una buena alternativa disponible”¹²⁸.

Pero la preocupación más grande en relación con el dinero helicóptero —y, en menor medida, con la flexibilización cuantitativa y otras formas de intervención

127 Bernanke, “What Tools Part 3”.

128 *Ibid.*

monetaria— es de orden político: muy pocos aceptarían una política intervencionista tan poderosa por parte de un banco central que no ha sido elegido democráticamente.

Las políticas monetarias no convencionales, la independencia de los bancos centrales y el derecho

El dinero helicóptero no es una práctica tecnocrata, solo les da a los banqueros centrales el “poder de perseguir” lo que tradicionalmente se ha dejado en el legislativo. Que un banco central, el cual no ha sido elegido democráticamente y que es relativamente incontrrollable, aumente el riesgo de la hiperinflación mediante la impresión de dinero y mediante la influencia que ejerce en la forma como debe gastarse, genera presiones sobre los límites del Gobierno democrático.

Los banqueros centrales saben esto y se aproximan a la posibilidad del dinero helicóptero con cierto miedo que resulta comprensible. Los cuerpos legislativos han avanzado para evitar esa usurpación de las prerrogativas políticas por parte de los bancos centrales. En la eurozona, el dinero helicóptero es probablemente ilegal, una violación a las prohibiciones del Tratado de Maastricht sobre el “financiamiento monetario”; esto es, el pago que hacen los Gobiernos mediante la impresión de billetes¹²⁹. Incluso versiones de políticas monetarias del ECB que son intervencionistas y no convencionales, pero menos intrusivas, están muy cerca, por no decir menos, de vulnerar esta prohibición del

129 Véase European Central Bank, “Compliance of Outright Monetary Transactions with the Prohibition of Monetary Financing”, octubre del 2012, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb201210_focus01.en.pdf

financiamiento monetario. Uno de los más importantes programas de flexibilización cuantitativa del ECB, las transacciones monetarias de compraventa (OMT, por sus siglas en inglés), las cuales le permiten al ECB comprar deuda pública de los miembros de la eurozona en los mercados secundarios, fue presentado como una violación del Tratado de Maastricht. Algunos críticos aseguraron que las OMT eran “políticas fiscales y no políticas monetarias”¹³⁰; en otras palabras, del resorte de las legislaturas y no de los bancos centrales.

La Corte Constitucional Federal de Alemania estuvo ampliamente de acuerdo con esta última posición. En una demanda adelantada por los alemanes, la Corte concluyó que “es probable que las OMT no estén garantizadas por el mandato del Banco Central Europeo”, porque “no constituyen una acción de política monetaria, sino una acción palmariamente de política fiscal”¹³¹. Es difícil estar en desacuerdo. Las OMT buscaban de forma explícita disminuir los rendimientos de los bonos de largo plazo de países con niveles relativamente altos de deuda o con economías estancadas, como Italia, España, Portugal e Irlanda. Esto, claramente, suena mucho a una política económica.

Sin embargo, la Corte Constitucional Federal no se pronunció sobre la constitucionalidad de las OMT; en vez de ello, trasladó la cuestión a la Corte de Justicia

130 Clements Fuest, presidente del Centro para la Investigación Económica Europea, citado en Stephanie Bodoni, “Draghi Get EU Top Court’s Backing for 2012 OMT Plan”, *Bloomberg*, 16 de junio del 2015, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-16/draghi-gets-eu-top-courts-backing-for-2012-bond-buying-plan>

131 BVerfG, “Order of the Second Senate of 14 January 2014-2 BvR 2728/13”, 14 de enero del 2014, http://www.bverfg.de/e/rs20140114_2bvr27281en.html [citado en adelante como 2 BvR 2728/13].

Europea (ECJ, por sus siglas en inglés), que se puso del lado del ECB¹³². La Corte de Justicia declaró que los programas de flexibilización cuantitativa eran una política monetaria no financiada por medios monetarios. La política pública correspondiente se justificó porque la habilidad del ECB para controlar las tasas de interés y de inflación que usan medidas de política monetaria fueron interrumpidas durante la Gran Recesión (esto es, por el límite inferior igual a cero). Al banco, por tanto, se le otorgó esa competencia; podría, decidió la Corte, tomar medidas extremas para restablecer el control macroeconómico que se había perdido¹³³.

Como una cuestión adicional, los demandantes tenían el argumento más fuerte. La demanda alemana estableció que la compra de la deuda soberana de largo plazo de las naciones de la eurozona, pero no otras, mediante el dinero creado por los bancos centrales, es casi la definición de financiamiento monetario. Las OMT “preveían las compras dirigidas a los bonos del Gobierno de algunos Estados miembros” por el ECB aun cuando la “prohibición de la financiación monetaria impide la suspensión de la independencia de los presupuestos nacionales que dependen de los

132 Véase Court Justice of the European Union, “The OMT Programme Announced by the ECB in September 2012 Is Compatible with EU Law”, 16 de junio del 2015, <http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-06/cp150070en.pdf>

133 Como lo describió el comunicado de prensa de la ECJ, las “decisiones de política monetaria [del ECB] de hecho dependen, en gran medida, de la transmisión de los ‘impulsos’ que el [EBC] envía por medio del mercado de dinero a varios sectores de la economía. Por tanto, si el mecanismo de transmisión de la política monetaria se interrumpe, es posible que deje las decisiones [del ECB] sin efectividad en una parte del área euro”. *Ibid.*

incentivos al mercado”¹³⁴. La ECJ rechazó este argumento desde una perspectiva técnica, explicando que el ECB está “facultado para comprar bonos del Gobierno de manera indirecta, en el mercado secundario”, a pesar de que el Tratado de Maastricht le prohíba al ECB la compra de bonos del Gobierno de manera directa de los Gobiernos emisores¹³⁵.

En tiempos económicamente ordinarios, las cortes deberían rechazar los argumentos que permiten algunas prácticas ilegales, como el lavado de fondos por medio de terceros. Pero aquellos no eran tiempos ordinarios. Se puede argumentar que la lectura amplia que hizo la ECJ del Tratado de Maastricht puede justificarse como una respuesta a circunstancias extremas. La estructura constitucional del Tratado de Maastricht, el cual probablemente previó las OMT, fue tumbada cuando el programa se anunció. El ECB y la ECJ enfrentaron una decisión muy compleja: tenían que decidir entre una “reforma” funcional de la prohibición de la financiación monetaria del Tratado de Maastricht mediante la autorización de las OMT o permitir que la unión monetaria del euro posiblemente fallara. El ECB y la ECJ eligieron “reformar” el tratado¹³⁶.

134 Véase 2 BvR 2728/13, párrafos 71-72.

135 Sentencia del 16 de junio del 2005, Gauweiler, C-62/14, EU:C:2015:400, parágrafo 103, <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf;jsessionid=9ea7d-2dc30dd19f21764461846cfb192a20f48b716f.e34KaxiLc-3qMb40Rch0SaxuQaxf0?text=&docid=165057&pageIndex=0&doclang=en&mode=1st&dir=&occ=first&part=1&cid=660213>

136 Mediante la reforma constitucional, en este sentido, el ECB y la ECJ siguieron una larga tradición de responder a las crisis mediante la modificación del orden constitucional sin necesidad de requerir reformas formales. Para una discusión de tales “momentos constitucionales” véase,

En los momentos caóticos, las OMT funcionaron más que cualquier otra intervención de política monetaria no convencional durante la Gran Recesión. El anuncio en el 2012 sobre las OMT disminuyó agudamente los retornos de los bonos naciones de la eurozona que se encontraban en lucha, en la medida en que el pánico del mercado cesó después de la promesa de intervención del ECB. Si la ECJ o la Corte Constitucional alemana hubieran prohibido las OMT, la eurozona se hubiera desintegrado. Si el propósito del Tratado de Maastricht fue posibilitar una única moneda mientras se requería una política fiscal prudente y se evitaba la hiperinflación, las OMT posiblemente adoptaron los propósitos del tratado más que desconocerlos. Fue, en suma, la mejor solución a un defecto del diseño constitucional.

La misma lectura técnica de la prohibición del financiamiento monetario aplicada por la ECJ podría aplicarse a situaciones de dinero helicóptero. Siempre y cuando el ECB no compre de manera directa los bonos del Gobierno con el dinero que se haya creado para ello, el dinero helicóptero no parecería una vulneración de la interpretación del Tratado de Maastricht hecha por la ECJ sobre la prohibición de la financiación monetaria.

Pero el ECB no debería continuar en este viaje hacia el inframundo. Aunque la reforma funcional del Tratado de Maastricht hecha por la ECJ se justificara con respecto a las OMT como respuesta a la crisis, el ECB y la ECJ deberían ser extremadamente reacias a ampliar esta maniobra. Permitir el dinero helicóptero revocaría

por ejemplo, Bruce Ackerman, *We the People*, vol. 1. *Foundations* (Cambridge: Belknap Press, 1991). Nótese que un “momento constitucional” en la Unión Europea es difícil de definir, debido a la dificultad de la ratificación popular y la ratificación por medio de la elección democrática.

efectivamente, más que solo modificar, la protección que ejerce el tratado en contra de las políticas fiscales derrochadoras o en contra de la hiperinflación. La protección quedaría solo en el papel y no tendría nada en sustancia. Un cambio como este en el significado del tratado requiere modificaciones formales más que una interpretación judicial creativa en respuesta a las circunstancias exigentes. El dinero helicóptero, si es aplicado o incluso si es solo aprobado, también presionaría al ECB a cumplir una función casi en reemplazo del Gobierno, reforzando la actual y potente crítica antidemocrática de la Unión Europea¹³⁷.

La sentencia final de la ECJ hizo referencia al poder y al peligro del derecho como un mecanismo capaz de generar estímulos macroeconómicos. En respuesta a la Gran Recesión, el derecho del banco central cambió de tal forma que le permitió al ECB flexibilizar su fuerza macroeconómica para generar buenos efectos. La sentencia también mostró que el sistema legal puede analizar detalladamente los poderes del banco central. Pero incluso una lectura amplia de tal magnitud del Tratado de Maastricht no debería interpretarse como una autorización al ECB para implementar el dinero helicóptero a su antojo. De hecho, hubiera sido mucho mejor para el estado de derecho de la eurozona si el ECB nunca se hubiera sentido obligado a perseguir las OMT.

¿Por qué los bancos centrales no deberían (y el judicial tampoco) depender de la política fiscal expansiva para estimular la economía en vez de cabalgar por los límites inconstitucionales de la política monetaria no convencional en el límite inferior igual a cero?

137 Véase “How to Address the EU’s Democratic Deficits”, *Economist*, 23 de marzo del 2017, <https://www.economist.com/news/special-report/217119196-institutions-need-reform-how-address-eus-democratic-deficit>

En efecto, muchos macroeconomistas recomendaron girar hacia una política fiscal expansiva durante la Gran Recesión.

Como reportó más adelante, la política fiscal se quedó corta frente a la Gran Recesión, a pesar de que, desde los puntos de vista teórico y empírico, fuera deseada, dejando a la política monetaria como la “única pelota en la cancha”.

La política fiscal en una trampa de liquidez

Como vimos en el capítulo 3, la disminución de los impuestos y el aumento del gasto pueden estimular la demanda. Ciertamente, las políticas fiscales son difíciles de implementar y causan muchas ineficiencias. Pero en el límite inferior igual a cero, cuando la demanda no ha podido estimularse de forma adecuada mediante la reducción adicional de las tasas de interés, la política fiscal ha sido una alternativa popular. En primer lugar, revisaré la teoría que subyace al despliegue de la política fiscal en una trampa de liquidez y después evaluaré la sabiduría que resguardan estas políticas.

La economía del restaurante

En la economía del restaurante, el estímulo fiscal (la compra de almuerzos por parte del Estado) se vuelve más atractivo en el límite inferior igual a cero de lo que es en tiempos ordinarios, porque el hecho de que las tasas de interés estén en cero indica que hay una falta de demanda de almuerzos. Las personas deberían ahorrar, lo que lleva a que las tasas de interés disminuyan a su mínimo valor. Un exceso de ahorro se asocia con

una demanda inadecuada de almuerzos. El incremento de la demanda aumenta la producción. Aún mejor, la política fiscal expansiva en el límite inferior igual a cero aumenta la producción sin aumentar las tasas de interés y el reemplazo de la compra privada de almuerzos. En vez de esto, la política fiscal expansiva induce a los ahorradores a prestar en lugar de que mantengan guardado su dinero, lo cual incrementa la producción más que aumentar las tasas de interés. Al llevar la producción casi a su máxima capacidad, la política fiscal expansiva reduce el riesgo de una dañosa deflación de los precios.

Las ventajas de la política fiscal que se perciben durante las trampas de liquidez

La política fiscal es también más efectiva en el límite inferior igual a cero porque en este caso la política monetaria no compensa el límite. Recuérdese (véase el capítulo 3) que cuando la política fiscal contrae la demanda, disminuyendo la producción por debajo de su capacidad y reduciendo las tasas de interés, el banco central normalmente responde con una expansión monetaria, más que disminuyendo las tasas de interés y devolviendo la producción de nuevo a su capacidad. Y cuando la política fiscal estimula la demanda y retrotrae la producción por encima de su potencial, lo más probable es que el banco central apriete la política monetaria, aumentando las tasas de interés y retornando la producción a la capacidad potencial. La política fiscal, por tanto, tiene un efecto macroeconómico limitado encima del límite inferior igual a cero.

En una trampa de liquidez no hay compensación. Con la producción por debajo de la capacidad, el banco

central busca estimular la economía mediante la reducción de las tasas de interés, pero el límite inferior igual a cero impide que pueda hacerlo. El banco central, por esto, les da la bienvenida a estímulos fiscales como una alternativa aceptable, y no intentará compensarla.

La sincronización es otra preocupación que se evapora en el límite inferior igual a cero. Como vimos, la política fiscal avanza muy lentamente. Luego de que el estímulo fiscal se haya implementado, la necesidad de esos estímulos puede cesar. Pero en el centro de las crisis financieras, los períodos de lento o negativo crecimiento con tasas de interés de cero pueden permanecer por más de una década, mucho más que en las recesiones ordinarias¹³⁸. Como resultado, los problemas de sincronización que suelen ser una de las características de los estímulos fiscales son menos dañinos en las trampas de liquidez.

¿Qué tan efectiva es la política fiscal en el límite inferior igual a cero?

Si el estímulo fiscal tiene de hecho un gran efecto en la producción en el límite inferior igual a cero en comparación con el que tiene en tiempos económicamente ordinarios, entonces debería poderse detectar esto en el multiplicador fiscal, la cantidad que aumenta la producción después de incrementar el gasto del Estado en un dólar (también conocido como el “multiplicador

138 Òscar Jordà, Moritz Schularick y Alan M. Taylor, "Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons", *IMF Economic Review* 59, n.º 2 (2011): 340-378; Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, "The Aftermath of Financial Crisis", *American Economic Review* 99, n.º 2 (2009): 466-472.

del gasto público"). En relación con la política fiscal, el número debería ser más grande en el límite inferior igual a cero de lo que es cuando las tasas de interés están por encima de cero. Esto es, el multiplicador fiscal debería ser más grande durante las trampas de liquidez.

Investigaciones empíricas de gran significatividad, pero que no gozan de aceptación unánime, apoyan este argumento. Una revisión documental del 2007 de estudios que calculaban el multiplicador fiscal cuando hay poca compensación monetaria de la política fiscal (una condición que caracteriza el límite inferior igual a cero) halla un consenso en un multiplicador cercano a 1,8^[139]. Por el contrario, el FMI tan solo proyecta un multiplicador cercano a 0,5 durante tiempos económico-mente ordinarios^[140]. La propia investigación del FMI también distinguió entre los multiplicadores cuando las tasas de interés están por encima de cero y cuando se encuentra en el límite inferior igual a cero, y determinó que "los multiplicadores verdaderamente han estado en el rango comprendido entre 0,9 y 1,7 desde la Gran Recesión"^[141]. El informe estableció que "esta conclusión es consistente con las investigaciones que sugieren que en el flojo ambiente económico de hoy" y con "la política monetaria constreñida por el límite inferior igual a cero [...] los multiplicadores pueden estar muy por encima de 1,0"^[142]. Un estudio

139 Chodorow-Reich, "Geographic Cross-Sectional".

140 Véase International Monetary Fund, *World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth* (Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2012), recuadro 1.1, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>

141 *Ibid.*

142 *Ibid.* Además, algunas estimaciones empíricas recientes del multiplicador durante períodos de demanda débil lo ubican en 1,5 o más durante tres años. Alan J. Auerbach y

posterior del FMI sintetizó la evidencia empírica del siguiente modo:

Yuriy Gorodnichenko, "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy", *American Economic Journal: Economic Policy* 4, n.º 2 (2012): 1, 11, 19. Véase también Alan J. Auerbach y Yuriy Gorodnichenko, "Fiscal Multipliers in Recessions and Expansions", en *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, editado por Alberto Alesina y Francesco Giavazzi (Chicago: University of Chicago Press, 2013), 63-98. Otras fuentes sugieren que el multiplicador es alto en momentos de debilidad; véanse, por ejemplo, International Monetary Fund, *Fiscal Monitor: Balancing Fiscal Policy Risks* (Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2012), <http://imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/01/pdf/fm1201.pdf>; Nicoletta Batini, Giovanni Callegari y Giovanni Melina, "Successfully Austerity in the United States, Europe, and Japan", International Monetary Fund Paper 12/190 (julio del 2012), 23-25; Michael Woodford, "Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier", *American Economic Journals: Macroeconomics* 3, n.º 1 (2011): 1, 33. Véase también Nakamura y Steinsson, "Fiscal Stimulus", 753-792, quienes muestran que un incremento de 1 dólar en el gasto público en uno de los estados de Estados Unidos, en relación con su vecino, está asociado a un incremento de 1,50 dólares en la producción de ese estado. Observan también que esta estimación es más grande que la estimación promedio del multiplicador fiscal y atribuyen la diferencia al hecho de que, cuando el gasto público en un estado aumenta en comparación a otro, la política monetaria no cambia. De manera similar, la política monetaria no cambia en respuesta a la política fiscal en una trampa de liquidez. Sin embargo, otro artículo sugirió que el multiplicador se ubicaría entre 0,7 y 0,9 durante dos a cuatro años, y los autores argumentan que la evidencia empírica no muestra que el multiplicador sea mayor durante las recesiones. Véase Valerie A. Ramey y Sarah Zubairy, "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from U. S. Historical Data", *Journal of Political Economy* 126, n.º 2 (2018), tabla 1.

Los multiplicadores fiscales son un poco más altos durante los momentos de disminución económica que durante las expansiones. Esto es así ya sea a causa de la consolidación y los estímulos [...]. Los multiplicadores pueden ser potencialmente más grandes cuando el uso o la trasmisión de la política monetaria está descompensada, como en el caso del límite inferior igual a cero (ZLB, por sus siglas en inglés). La mayoría de la literatura se concentra en los efectos de los incrementos temporales en las compras del Estado y encuentra que el multiplicador en el ZLB excede el multiplicador de “los tiempos ordinarios” en un amplio margen¹⁴³.

Cuando el multiplicador está por encima de 1, el gasto causa una externalidad positiva. El gasto en

143 Nicoletta Batini, Luc Eyraud y Anke Weber, “A Simple Method to Compute Fiscal Multipliers”, International Monetary Fund Working Paper 14/93 (junio del 2014), <https://www.imf.org/extrnal/pubs/ft/wp/2014/wp1493.pdf>; “Successfully Austerity in the United States, Europe and Japan”, International Monetary Fund Working Paper 12/190, (2012); Anja Baum, Marcos Poplawski-Ribeiro y Anke Weber, “Fiscal Multipliers and the State of the Economy”, International Monetary Fund Working Paper 12/286 (diciembre del 2012), <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Fiscal-Multipliers-and-the-state-of-the-Economy-40146>; Matthew Canzoneri, Fabrice Collard, Harris Dellas y Behzad Diba, “Fiscal Multipliers in Recessions”, *Economic Journal* 126, n.º 590 (febrero del 2016): 75-108; Pablo Hernández de Cos y Enrique Moral-Benito, “Fiscal Multipliers in Turbulent Times: The Case of Spain”, Banco de España Working Paper n.º 1309 (junio del 2013); Michael T. Owyang, Valerie A. Ramey y Sarah Zubairy, “Are Government Spending Multipliers Greater during Periods of Slack? Evidence from 20th Century Historical Data”, *American Economic Review* 103, n.º 3 (mayo del 2013): 129-134.

el límite inferior igual a cero no solo afecta a los compradores y a los vendedores, sino también beneficia a terceras personas. Cuando los compradores gastan, aumentan el ingreso de los vendedores. A su vez, cuando los vendedores gastan, benefician a terceras personas que no tendrían en principio conexión con la primera transacción. Una cascada de efectos sobre “terceras personas” de tal magnitud es una externalidad clásica, y la literatura que demuestra altos multiplicadores en el límite inferior igual a cero testifica la importancia de esta externalidad.

Hay razones también para creer que el estímulo fiscal en el límite inferior igual a cero reduce los efectos de la histéresis y, de este modo, disminuye los déficits presupuestales de largo plazo. Esto es contraintuitivo; después de todo, los estímulos fiscales le cuestan dinero al Tesoro y por esto deberían aumentar los déficits. Pero cuando se implementan en el momento justo, los estímulos fiscales pueden incrementar la producción en el largo plazo, ayudando a que la economía crezca. Por la cantidad de desempleos de largo plazo y las consecuentes pérdidas de capital humano, los estímulos fiscales en una trampa de liquidez aumentan la producción de largo plazo. Esto, a su turno, significa menores déficits de largo plazo, dada una tasa impositiva. Así, los estímulos fiscales en el límite inferior igual a cero pueden no producir déficits o reducir los déficits presupuestales. DeLong y Summers concluyen que esta posibilidad teórica posiblemente llegó a buen término durante la respuesta a la Gran Recesión¹⁴⁴.

144 DeLong y Summers, “Fiscal Policy”.

El consenso favorece la política fiscal en el límite inferior igual a cero

Ya que los estímulos monetarios son relativamente ineficaces y un poco riesgosos en el límite inferior igual a cero, y ya que el estímulo fiscal resulta más productivo de lo usual, los macroeconomistas han preferido sobremanera el último tipo de estímulos. De la gran mayoría de prominentes economistas encuestado para un estudio en el 2014, 97 % de ellos estuvieron de acuerdo con que el déficit de gasto de Estados Unidos entre el 2009 y el 2010 disminuyó el desempleo¹⁴⁵. Incluso Martin Feldstein –importante defensor del déficit, director del Consejo de Asesores Económicos (Council of Economic Advisers) bajo la administración de Ronald Reagan, y asesor principal del candidato republicano a la presidencia de Estados Unidos del 2016, Jeb Bush– concedió que la política fiscal puede ser útil “cuando se espera que la crisis económica sea larga y profunda” y que “aquellas condiciones predominan en la recesión que comenzó hacia finales del 2007”¹⁴⁶.

Este consenso también se halla entre las instituciones de diseñadores de políticas públicas y sus dirigentes. En el 2015, el FMI intituló una publicación sobre la política fiscal *Now Is The Time*, en la que concluyó que

145 Véase “Economic Stimulus (Revisited)”, IGM Forum, University of Chicago Booth School of Business, 29 de julio del 2014, <http://www.igmchicago.org/surveys/economic-stimulus-revisited>

146 Martin Feldstein, “The Future of Fiscal Policy”, en *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, editado por Olivier J. Blanchard, Raghuram G. Rajan, Kenneth S. Rogoff y Lawrence H. Summers (Cambridge: MIT Press, 2016), 181.

“la política fiscal desempeña un papel esencial tanto en la generación de confianza como en el mantenimiento de la demanda agregada”¹⁴⁷. Hacia finales del 2016, el presidente del ECB, Mario Draghi, aseguró que la política monetaria no convencional “no puede ser la única pelota en el campo” e hizo énfasis, por el contrario, en que “[el estímulo] fiscal y las políticas estructurales son necesarias para fortalecer el crecimiento y hacerlo más inclusivo”¹⁴⁸. Como observó el presidente del FED en el 2014:

Las políticas fiscales de corto plazo que aprietan de manera excesiva tienden a ser contraproducentes. Mucho más importante, con la política fiscal y la política monetaria tirando en sentido contrario, la recuperación es más débil de lo que sería de otra manera. Sin embargo, la mezcla de política actual es particularmente problemática cuando las tasas de interés están muy bajas, como es el caso hoy. La política monetaria tiene mucho menos poder de maniobra cuando las tasas de interés están cerca de cero, mientras que la política fiscal expansiva es posiblemente más efectiva y menos costosa, en términos del incremento de la carga de la deuda, cuando las tasas de interés se fijan en sus niveles mínimos. Una mezcla de política

147 Véase International Monetary Policy, *Fiscal Monitor: Now Is the Time: Fiscal Policies for Sustainable Growth* (Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2015), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/01/pdf/fm1501.pdf>

148 European Central Bank, “Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament: Introductory Statement of Mario Draghi, President of the ECB, at the ECON Committee of the European Parliament, Brussels, 28 November 2016”, 28 de noviembre del 2016, https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161128_1.en.html

más equilibrada debería también evitar algunos de los costos de las tasas de interés muy bajas, como el riesgo potencial a la estabilidad financiera, sin el sacrificio de empleos y crecimiento¹⁴⁹.

En una circular de finales del 2016, Jason Furman, presidente del Consejo de Asesores Económicos de Estados Unidos, resumió la “nueva visión” de la política fiscal en los siguientes términos:

1. La política fiscal es normalmente beneficiosa como política contracíclica efectiva y como complemento de la política monetaria.
2. Los estímulos fiscales discretionales pueden ser muy efectivos y en algunas circunstancias pueden aglutinarse en inversiones privadas, hasta el grado de que llevan a más altas tasas de interés, lo que puede ser un pro y no un contra.
3. El espacio fiscal es más grande de lo que normalmente se cree porque los estímulos pueden pagarse por sí mismos o tener un menor costo de lo que muchos titulares sugieren; los países tienen mucho más campo de lo que tenían antes, y los estímulos pueden combinarse para consolidarse a largo plazo.
4. Una mayor cantidad de estímulos sostenidos, en especial si se hacen en la forma de inversiones efectivamente dirigidas para aumentar la oferta agregada, puede ser deseada en muchos contextos.

149 Ben S. Bernanke, “The Federal Reserve: Locking Back, Looking Forward”, Board of Governors of the Federal Reserve System, 3 de enero del 2014, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20140103a.htm>

5. Habría mayores beneficios para tomar acciones fiscales coordinadas entre países¹⁵⁰.

Los patrocinadores de este consenso no son ciegos a las desventajas de la estabilización fiscal, en particular a la negociación entre estabilización y las otras funciones esenciales de la política fiscal –redistribución y provisión de bienes públicos–. Lo que estos economistas dicen es que, dado el dolor causado por las recesiones profundas, debería prepararse el campo para aceptar los costos de interrumpir los otros objetivos de la política fiscal.

Los estímulos fiscales en la práctica: el caso de la Gran Recesión

Una gran cantidad de teorías y un amplio repertorio de evidencia apoya el uso del estímulo fiscal en el límite inferior igual a cero. Pero durante la Gran Recesión, cuando las democracias industrializadas tuvieron la oportunidad de poner a prueba la teoría, el consenso sobre la política fiscal se vino a pique.

Por fuera de la crisis financiera, el estímulo fiscal fue ampliamente apoyado. En noviembre del 2008, las naciones del G20 estuvieron de acuerdo con “usar las medidas fiscales para estimular la demanda doméstica con un efecto rápido”, y casi todas lo hicieron así¹⁵¹. Sin embargo, el entusiasmo rápidamente se pasmó. La mayoría de los estados de Estados Unidos adoptaron

150 Furman, “The New View”.

151 Véase Eswar Prasad e Isaac Sorkin, “Assessing the G-20 Stimulus Package: A Deeper Look”, Brookings Institution, 5 de marzo del 2009, <http://www.brookings.edu/research/articles/2009/03/g20-stimulus-prasad>

planes de austeridad¹⁵² y el país en términos generales también lo hizo. Bernanke, en mirada retrospectiva a comienzos del 2014, escribió:

La política fiscal federal fue expansiva en el 2009 y en el 2010. Ya que para ese tiempo la política fiscal se había vuelto muy restrictiva, de acuerdo con la Oficina de Presupuesto del Congreso, el aumento de los impuestos y la disminución de gasto probablemente disminuyó el crecimiento de la producción en el 2013 en una medida entre 1 y 1,5 puntos porcentuales¹⁵³.

Una publicación del FMI del 2016 denigró el éxito político y la falla macroeconómica de la austeridad y concluyó:

Las políticas de austeridad [...] lastiman la demanda, y de esta manera empeoran el empleo y el desempleo [...]. Los eventos de consolidación fiscal que han seguido, en promedio, son más a gotas que de manera expansiva en la producción. En promedio, la consolidación del 1 % en el PIB incrementa la tasa de desempleo a largo plazo en 0,6 puntos porcentuales¹⁵⁴.

¿Por qué la política fiscal contrajo la economía a pesar del consenso a favor de su estímulo?

152 Véase Jennifer Pietras, “European Affairs: Austerity Measures in the EU: A Country by Country Table”, European Institute, <https://www.europeinstitution.org/index.php/112-european-affairs/special-g-20-issue-on-financial-reform/1180-austerity-measures-in-the-eu>.

153 Bernanke, “The Federal Reserve”.

154 Véase Jonathan D. Ostry, Prakash Loungani y Davide Fuer-ciri, “Neoliberalism: Oversold?”, *IMF Finance & Development* 53, n.º 2 (junio del 2016), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/06/pdf/ostry.pdf>

Las restricciones sobre el déficit

Como se discutió en el capítulo 3, muchos Gobiernos deben balancear sus presupuestos anualmente. Esto impidió los estímulos durante la Gran Recesión, cuando los ingresos por impuestos cayeron. En respuesta, los Estados, que se encontraban limitados por las restricciones sobre los déficits presupuestales, aumentaron los impuestos y recortaron el gasto para poder balancear sus requerimientos presupuestales. En Estados Unidos, una gran cantidad de estados se vieron forzados a implementar políticas contractivas, lo que hizo aún más difícil a nivel federal estimular de manera significativa la economía como un todo. No solo había que luchar contra la recesión, sino también contra las reducciones a nivel estatal.

Las restricciones deficitarias también limitaron los estímulos fiscales en Europa. Mientras que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la eurozona permite inobservancias a los objetivos de déficits en “periodos de severa disminución económica”, esta flexibilidad está limitada por la interpretación de la Comisión Europea (la mano ejecutiva de la Unión Europea) y el Consejo Europeo (compuesto por los presidentes y primeros ministros de los países miembros de la UE, el director de la Comisión y un único “presidente” ejecutivo)¹⁵⁵. Si la Comisión encuentra que un país está desconociendo las reglas del Pacto, la Comisión puede obligarlo a implementar medidas de austeridad. En la práctica, el más poderoso prestamista de la Unión Europea, Alemania,

155 Para la descripción de la Comisión Europea del Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento véase https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact_en

apoyó la austeridad. Como resultado, a muchos países de la eurozona les restringieron sus habilidades para aplicar estímulos fiscales. Como admitió en el 2016 el director general de la División de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión, “desde una perspectiva puramente macroeconómica, la situación fiscal durante la crisis fue demasiado restrictiva”¹⁵⁶.

La parálisis política

Durante una amplia parte de la Gran Recesión, las ramas ejecutiva y legislativa en Estados Unidos estuvieron controladas por diferentes partidos. La división partidista induce a una parálisis política. En estas condiciones, la aprobación de cualquier tipo de estímulo fiscal, e incluso de un paquete suficiente que permitiera superar el arrastre contractivo de los estados y la política fiscal, demostró ser muy difícil. El estímulo federal inicial fue aprobado cuando los demócratas controlaron las dos ramas. Cuando los republicanos tomaron el control del Congreso en el 2010, la política federal volvió hacia los déficits. En particular, el “secuestrador” del 2010 redujo el gasto gubernamental hacia la mitad de la Gran Recesión.

La falta de espacio fiscal

Los estímulos fiscales requieren préstamos estatales a tasas de interés razonables. Pero los países en muy mala situación económica pueden ser excluidos del

156 Marco Buti, “What Future for a Rules Based Fiscal Policy?”, en Blanchard, Rajan, Rogoff y Summers, *Progress and Confusion*, 184.

mercado de la deuda pública. En estos países los estímulos fiscales no son opciones viables de políticas públicas y se dice de estos que les falta “espacio fiscal”. Así, la convocatoria del FMI del 2015 para aplicar a estímulos fiscales dejó por fuera a dos Estados de la Unión Europa: a Grecia y a Chipre. Sufriendo por una alta deuda y por los altos costos de los préstamos, ninguno de los dos pudo obtener préstamos asequibles y por tanto ninguno tuvo el espacio fiscal para estimular la demanda¹⁵⁷.

Cuando no hay espacio fiscal, el multiplicador fiscal debe ser pequeño o incluso negativo. El aumento del gasto público aumenta el miedo de una crisis de la deuda y reduce el gasto privado.

La defectuosa idea de la austeridad expansiva

Además de estos impedimentos institucionales y prácticos, el estímulo fiscal enfrenta un obstáculo intelectual. Aunque el caso del estímulo fiscal es fuerte y la mayoría de los expertos en política están convencidos de su importancia en las deflaciones económicas, una minoría presiona de manera exitosa por la austeridad sobre la teoría de que podría tener efectos expansivos. La idea es que la reducción de la deuda fomenta la confianza en los negocios y desencadena un incremento de la demanda en general, aunque la demanda estatal decrezca. Si el multiplicador fiscal es negativo en vez de positivo, una reducción en el gasto público expande la producción. Este argumento hipotético de la austeridad para reducir las cargas de la deuda pública recibió apoyo teórico en un artículo que indicaba que los

157 Véase “Fiscal Space”, en International Monetary Fund, *Fiscal Monitor: Now Is the Time*, 7, figura 1.2, panel 4.

países con carga de deuda pública por encima del 90 % de la producción crecieron muy lentamente en comparación con los países con más espacio fiscal¹⁵⁸. Este hallazgo empírico pronto fue desacreditado¹⁵⁹.

Especialmente desde el 2010, la austeridad expansiva fue la posición oficial de los Gobiernos del Reino Unido y de Alemania, y, mediante la presión alemana, en muchos de los países de la eurozona. Esto hizo que la austeridad se implementara pese a las súplicas de muchos banqueros centrales prominentes, incluyendo el director de la Reserva Federal, el ECB y el Banco Central de Inglaterra, por mayores estímulos fiscales.

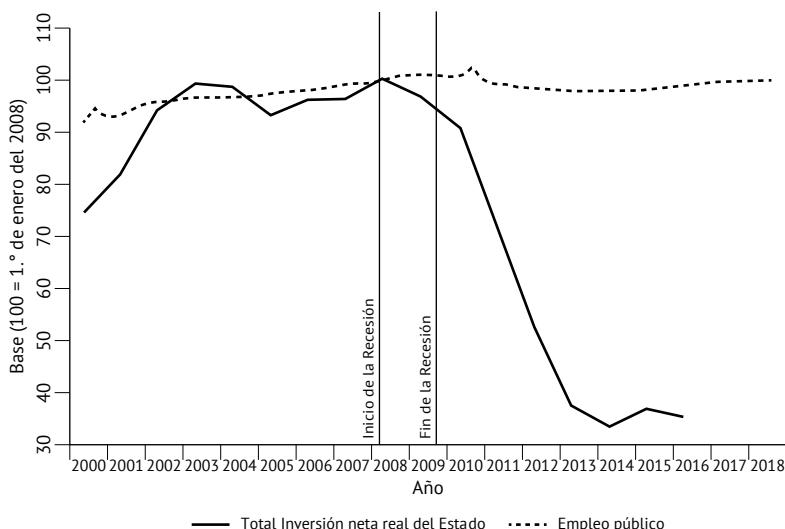
Después de un incremento inicial debido a la ley de recuperación y reinversión estadounidense, el gasto público de Estados Unidos también decreció durante la Gran Recesión. La gráfica 10 muestra los números reales de inversión estatal y de empleo en Estados Unidos antes y después de la Gran Recesión. La inversión real (la nueva inversión menos la depreciación de la inversión existente) se hundió desde el 2010 y hasta el 2016, mientras que el empleo estatal decreció sutilmente durante el mismo periodo.

Como fue predicho por muchos banqueros centrales y macroeconomistas, la austeridad tuvo dolorosas consecuencias en la producción y el desempleo. Durante y después de la Gran Recesión, el crecimiento en los países que persiguieron la austeridad rezagó el crecimiento en países que se adhirieron a una postura fiscal

158 Véase Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff, "Growth in a Time of Debt", *American Economic Review* 100, n.º 2 (mayo del 2010): 573-578.

159 Véase Thomas Herndon, Michael Ash y Robert Pollin, "Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff", *Cambridge Journal of Economics* 38, n.º 2 (marzo del 2018): 257-279.

Gráfica 10. Disminución de la inversión estatal tras la Gran Recesión



Nota: la inversión real neta del Gobierno decreció dramáticamente con el comienzo de la Gran Recesión y permaneció por debajo de los niveles anteriores hasta el 2016. Esta respuesta política es el polo opuesto a la recomendación keynesiana de estímulo fiscal durante las recesiones profundas.

Fuente: U. S. Bureau of Economic Analysis, "Real Net Government Investment [A889RX1A020NBEA]", recuperado de FRED, Banco de la Reserva Federal de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/A889RX1A020NBEA>; U. S. Bureau of Labor Statistics, "All Employees: Government [USGOVT]", recuperado de FRED, Banco de la Reserva Federal de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/USGOVT>

más flexible. Como lo indicó el observatorio mundial del FMI desde octubre del 2012, "la actividad [económica] ha decepcionado a un número de economías que están emprendiendo un camino de consolidación económica"¹⁶⁰.

160 International Monetary Fund, *World Economic Outlook, October 2012: Coping with High Debt and Sluggish*

La política fiscal no convencional cuando no hay espacio fiscal

Los estímulos fiscales que incrementan la demanda agregada y que aumentan la deuda pública no son la única política fiscal que puede estimular la economía en el límite inferior igual a cero. A diferencia del estímulo fiscal, *la política fiscal no convencional* no incrementa la deuda o el gasto públicos. Por el contrario, pretende incrementar el gasto del sector privado por medio de políticas tributarias que ajusten la expectativa de precios. Ya que la política fiscal no convencional no incrementa los niveles de deuda, puede ser implementada por los Estados que carecen de espacio fiscal o de licencia constitucional para incrementar sus niveles de deuda o que erróneamente carecen de espacio fiscal para perseguir estímulos fiscales convencionales¹⁶¹.

La política fiscal no convencional aumenta las expectativas de inflación al establecer un cronograma de aumento del impuesto sobre las ventas o el consumo. Después de que el Estado anuncie el aumento

Growth (Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2012), <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/World-Economic-Outlook-October-2012-Coping-with-High-Debt-and-Sluggish-Growth-25845>

161 Para el abordaje de las políticas fiscales no convencionales véanse Martin Feldstein, "A Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment", NBER Working Paper n.º 9203 (septiembre del 2002); Gauti B. Eggerstsson, "What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates?", Federal Reserve Bank of New York, noviembre del 2009, https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr402.pdf; Isabel Correia, Emmanuel Farhi, Juan Pablo Nicolini y Pedro Teles, "Unconventional Fiscal Policy at the Zero Bound", *American Economic Review* 103, n.º 4 (junio del 2013): 1172-1211.

del impuesto, las personas esperarán que los precios aumenten. Esto disminuirá las tasas de interés al límite inferior igual a cero y aumentará el gasto hoy. Por supuesto, el incremento de los impuestos también disminuye el ingreso disponible y reduce potencialmente el consumo. Pero este efecto puede compensarse por un decrecimiento neutral frente al déficit en los impuestos sobre la renta, lo que incrementará el impuesto disponible en la misma medida en que el impuesto sobre el consumo aumenta o disminuye el impuesto disponible. El resultado final es una política combinada que aumenta las expectativas de inflación y de gasto sin incrementar los déficits públicos.

La política fiscal no convencional sufre de muchos de los defectos que infestan la política fiscal ordinaria. La parálisis fiscal hace muy difícil el aumento de los impuestos sobre el consumo, lo que viene acompañado de una reducción sobre los impuestos que son neutrales frente al déficit. Asimismo, el doble debate legislativo demanda considerable experticia y habilidades de comunicación que pueden estar por fuera del alcance de las legislaturas: la política fiscal no convencional funciona mediante el aumento de las expectativas de inflación y tratando que estas expectativas se cumplan. Como resultado, solo expertos y hábiles legislaturas que no puedan perseguir la política fiscal convencional por restricciones sobre su capacidad de tomar prestado deberían intentar la política fiscal no convencional.

¿Estamos preparados para la próxima recesión?

Aunque la política fiscal es la elección que hacen los expertos como estímulo en el límite inferior igual a cero, no sirve para estimular la demanda agregada durante la recesión, sobre todo por razones políticas

e institucionales. Así sucedió al inicio y al final del 2007: muchas partes de Europa estuvieron atascadas en altos niveles de desempleo, pese a que las tasas de interés estaban en cero y aun con la política fiscal fuera de juego. Japón también estuvo atascado en el límite inferior igual a cero con bajas tasas de crecimiento, e incluso con una carga de deuda pública nunca vista el estímulo fiscal se convirtió en algo arriesgado.

Debido a que el estímulo monetario convencional era ineficiente en el límite inferior igual a cero y de que la posibilidad de estímulo fiscal era complicada desde el punto de vista político e institucional, los bancos centrales implementaron nuevas herramientas de política monetaria *no convencional*. La mayoría de los macroeconomistas no creyó que la política monetaria no convencional fuera la mejor respuesta a la Gran Recesión. Sin embargo, fue la única herramienta disponible para enfrentar las fallas de la política fiscal. Pero la política fiscal no convencional probó ser parcialmente efectiva (y muy riesgosa) a lo sumo. Aun así, los banqueros centrales pueden considerar formas de políticas monetarias no convencionales incluso más radicales en el futuro, como el dinero helicóptero.

Cuando los desarrolladores de políticas públicas implementan políticas monetarias no convencionales y consideran políticas fiscales no convencionales, es el momento justo para revisitar a profundidad el arsenal de política macroeconómica y considerar otras herramientas de política no convencionales. De otra manera, la siguiente recesión puede llegar a ser más dañosa de lo que fue la Gran Recesión. En sentido estrecho, hay dos opciones de política macroeconómica para mitigar futuros episodios de límites inferiores iguales a cero. Primero, la reforma del diseño de la política fiscal, de manera que los Estados puedan usar sus poderes de gasto e imposición para proveer estímulos efectivos

durante la siguiente recesión. Segundo, el desarrollo de nuevas herramientas de política macroeconómica que puedan estimular significativamente la demanda.

El derecho es esencial para las reformas que faciliten los estímulos en tiempos de demanda ineficiente. Discuto algunas propuestas relevantes en este sentido en los capítulos 6 y 7. Argumento también que las agencias administrativas, como el Servicio de Ingreso Interno (IRS, por sus siglas en inglés) en Estados Unidos, deberían usar sus facultades legales sobre la política para estimular la economía en el límite inferior igual a cero. Aunque esto algunas veces implica una interpretación agresiva del papel que desempeñan esas agencias, se puede recordar que los bancos centrales, como el ECB, han estado adoptando interpretaciones aún más agresivas de sus funciones legales para apoyar algunas políticas de eficacia cuestionable.

El derecho también ofrece medios para apoyar la demanda agregada directamente. En efecto, la política legal expansiva está dentro de los poderes actuales, pero este poder no ha sido ejercido. Este es el tema de la segunda parte.

6

La reforma institucional de la política fiscal

La mayoría de los economistas acepta que durante la Gran Recesión se requerían urgentemente estímulos fiscales. Sin embargo, esos estímulos no estaban a la mano y el que se implementó resultó inadecuado por la magnitud del problema. En esa ocasión, los estabilizadores automáticos se activaron, lo que significa que el gasto público y los déficits crecieron durante este periodo, pero no se logró impulsar la demanda todo lo que se necesitaba. De hecho, el empleo público en muchos países se vino a pique durante la Gran Recesión.

Como vimos, la política fiscal discrecional debe sortear duros obstáculos para que sea aprobada e implementada. Muchos Gobiernos deben satisfacer requisitos constitucionales que obligan a mantener balanceados los presupuestos o a que por lo menos los déficits presupuestales sean bajos. Los diseñadores de políticas fiscales por lo general carecen de experiencia macroeconómica, lo que hace que se extravíen fácilmente en ideas extrañas para ellos, como la *austeridad expansiva*. Además, la política fiscal debe implementarse por medio del proceso legislativo que suele ser un

tanto torpe. La política monetaria es un poco más ágil porque se genera mediante decisiones de bancos centrales expertos, decisiones que se toman mediante un sistema de votación de mayoría simple. Pero, como la política monetaria hace agua por el límite igual a cero de las tasas de interés, los beneficios de esa agilidad se pierden en circunstancias como estas.

Las fallas de la política fiscal durante la Gran Recesión no se relacionaron con problemas propios de los efectos económicos que produce este tipo de política. La falla se generó en el intento de impulsar una política como esta. El problema se basa en el armazón institucional que permite el diseño de políticas fiscales, que limita en gran medida la habilidad de los diseñadores de políticas públicas para responder a los desafíos que propone la economía. En este capítulo exploré las reformas institucionales que permitirían que la política fiscal provea los estímulos necesarios para salir de una trampa de liquidez. Estas reformas incluyen modificaciones a las restricciones presupuestales de orden constitucional, creación de nuevas agencias administrativas y desarrollo de herramientas legales para mejorar la implementación de la política fiscal de estabilización. Además, se plantean reformas educativas para que los diseñadores de políticas públicas comprendan la urgencia de la política macroeconómica.

La cuestión, entonces, es cómo generar instituciones robustas de política fiscal con algún grado de agilidad para que puedan responder adecuadamente cuando la demanda es baja y las tasas de interés están en cero. ¿Qué procedimientos se pueden presentar en un adecuado marco en que esté balanceada la existencia de Estados capaces de formular sobre la marcha políticas fiscales óptimas y la responsabilidad democrática que exigen las legislaturas?

Eliminación de las exigencias de presupuestos balanceados

La exigencia de que los presupuestos estén balanceados obliga a los Gobiernos a reducir el gasto durante las recesiones, lo que contrae la demanda agregada cuando no debería hacerlo. Sin embargo, aunque estos requisitos desestabilizan automáticamente la economía, la mayoría de los estados de Estados Unidos, así como muchos Gobiernos locales, los exigen de alguna forma. El caso es que esas exigencias no evitan ciertos tipos de deuda pública. Las entidades públicas pueden emitir deuda para gastos de capital, tales como la construcción de avenidas, algunos ítems extrapresupuestales (obligaciones para pago de pensiones futuras o de pagos de seguros de salud), que podrían no estar incluidos dentro de las exigencias de presupuestos balanceados¹⁶². Sin embargo, los gastos corrientes deben cubrirse con ingresos actuales. A final de cuentas, la investigación sugiere que los requisitos de presupuesto balanceado reducen el gasto público de los estados de Estados Unidos y de los Gobiernos locales¹⁶³.

Las restricciones a la existencia de déficits en el caso europeo, aunque constriñen el gasto público, han generado menos daño macroeconómico. A nivel supranacional, el gasto de la Comisión Europea, cercano al 1 % del PIB de la Unión Europea¹⁶⁴, está sujeto a

162 Véanse, por ejemplo, James M. Poterba, "Balanced Budget Rules and Fiscal Policy: Evidence from the States", *National Tax Journal* 48, (1995): 3329-3336; Daniel Shoag, "The Impact of Government Spending Shocks: Evidence on the Multiplier from State Pension Plan Returns", Job Market Paper (2015).

163 Poterba, "Balanced Budget Rules".

164 European Union, "Budget", 11 de abril del 2018, <http://europa.eu/pol/financ/index:en.htm>

exigencias de presupuesto balanceado¹⁶⁵. Los Estados miembros de la Unión Europea están limitados por el artículo 126 del Tratado de la Unión Europea (Tratado de Maastricht), que dice que “los Estados miembros deben evitar los déficits gubernamentales excesivos”¹⁶⁶. Las instituciones de la Unión Europea interpretan este artículo como un límite al déficit presupuestal del 3 % del PIB anual o menos durante tiempos ordinarios (aunque la aplicación de esta restricción es poco entusiasta)¹⁶⁷. Altos niveles de déficit podrían permitirse durante “crisis económicas severas”¹⁶⁸. De hecho, la Unión Europea evalúa los déficits presupuestales bajo

165 European Comission, “Where Does the Money Come From?”, 15 de febrero del 2017, http://ec.europa.eu/budget/explained/budg_system/financing/fin_en.cfm

166 Véase el Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea, art 126.1.

167 Véase Jost Angerer, “Stability and Growth Pact – An Overview of the Rules”, European Parliament, 18 de diciembre del 2015, [http://europarl.europa.eu/RegData/studies/note/join/2014/528745/IPOL-_ECON_NT\(2014\)528745_EN.pdf](http://europarl.europa.eu/RegData/studies/note/join/2014/528745/IPOL-_ECON_NT(2014)528745_EN.pdf)

168 Por ejemplo, en el 2003, el Consejo Europeo votó por la no aplicación de medidas punitivas en contra de Alemania y Francia, naciones que habían experimentado aumentos en los niveles de la deuda estatal. James K. Jackson, *Limited Central Government Budget Deficits: International Experiences*, CSR Report n.º R41122 (Washington, D. C.: Congressional Research Services, 2011), 17-18. Debido a este pequeño defecto de la aproximación basada en reglas, en el 2005 los miembros de la Unión Europea adoptaron un sinnúmero de cambios a este régimen coactivo, que permitió moverse de un enfoque basado en reglas a uno basado en principios para dar mayor nivel de discrecionalidad en la ejecución de mecanismos correctivos. Esto concedió un amplio margen de maniobra para que los Estados excedieran el déficit en más del 3 % del PIB en circunstancias excepcionales, e hicieron una aplicación leve incluso en casos de déficits excesivos. *Ibid.*

el Tratado de Maastricht, concentrándose en el déficit de *ajuste cíclico* o *estructural* más que en el actual¹⁶⁹. Un presupuesto cíclicamente ajustado determina el superávit y el déficit sobre el supuesto de que el producto es igual a la producción potencial y que el desempleo está en su tasa normal. Un Estado con un déficit pequeño durante una recesión estaría observando la disposición de la Unión Europea sobre déficits si su déficit cíclicamente ajustado permanece balanceado, siempre que el déficit se atribuya al ciclo económico más que al desbalance estructural.

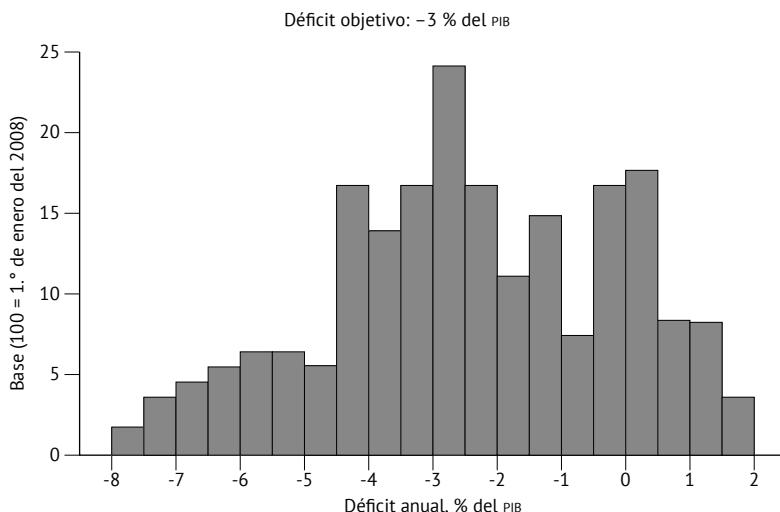
En teoría, estas tolerancias frente a los déficits durante las crisis económicas proveen alguna flexibilidad macroeconómica en los presupuestos de la Unión Europea. Pero las restricciones al déficit de todas maneras parecen constreñir los presupuestos. Los países miembros de la Unión Europea tienen déficits presupuestales de entre 2,5 % y 3,0 % del PIB (véanse las gráficas 11 y 12, histogramas que muestran que los déficits anuales de las naciones de la Unión Europa se concentran en un rango entre -2,5 % y -3,0 %)¹⁷⁰. Este fue el caso incluso durante la Gran Recesión, cuando la cláusula de “severas crisis económicas” se activó y la diferencia entre el déficit estructural y el déficit reportado debió haber sido considerable. La recuperación europea fue débil, pero real (esto es, no estructural).

169 Véase Gill Mourre, George-Marian Isbasoiu, Dario Pater-noster y Matteo Salto, “The Cyclically-Adjusted Budget Balanced Used in the EU Fiscal Framework: An Update”, European Commission Directorate – General for Economic and Financial Affairs Economic Paper n.º 478 (marzo del 2013), http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp478_en.pdf

170 Eurostat, “General Government Deficit (-) and Surplus (+) – Annual Data”, <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tenia200>

Los déficits presupuestales de los Estados miembros después del 2008 han continuado en el mismo margen, entre 2,5 % y 3,0 % del PIB (véase la gráfica 12). Esta reducción del déficit por debajo del -3,0 % del PIB es al menos evidencia circunstancial de que las obligaciones del tratado tienen algún efecto en los presupuestos nacionales europeos, aunque solo sea una norma que guía las decisiones de política pública.

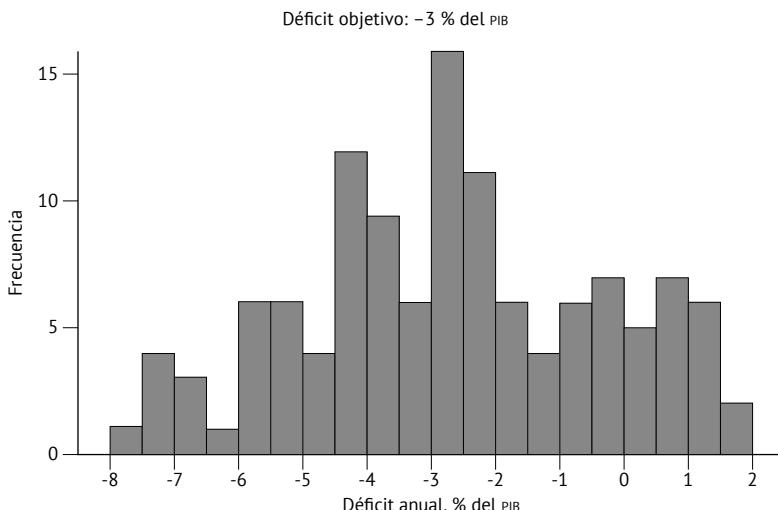
Gráfica 11. Déficits anuales en los países de la eurozona entre el 2000 y el 2016



Nota: obsérvese la relativa frecuencia de déficits presupuestales estatales al año solo por debajo de -3 % (el déficit objetivo de la Unión Europea). Esta concentración implica que los países cambian su comportamiento (ya sea reduciendo los déficits directamente o mediante un juego de números) en respuesta al objetivo.

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, "General Government Deficit, Total, % of GDP, 2000-2016". Búsqueda personalizada por países de la Unión Europea (28), años 2000-2016, en <https://data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm>

Gráfica 12. Déficitis anuales en los países de la eurozona entre el 2009 y el 2016



Nota: la concentración de los déficits gubernamentales anuales de la Unión Europea por encima de -3 % del PIB continuaron a lo largo de la Gran Recesión, aun cuando el déficit objetivo de la Unión Europea fue ostensiblemente menos estricto durante este periodo.

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, "General Government Deficit, Total, % of GDP, 2009-2016". Búsqueda personalizada por países de la Unión Europea (28), años 2000-2016, en <https://data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm>

Debido a la Gran Recesión, muchos han propuesto derogar las exigencias de presupuestos balanceados como mecanismo para cuidarse de economías desestabilizadoras automáticas¹⁷¹. En este trabajo argumento mi acuerdo con este tipo de reformas. Defender la

171 Véase, por ejemplo, Paul Krugman, "Much Too Responsible", *New York Times*, 22 de enero del 2015, <http://www.nytimes.com/2015/01/23/opinion/paul-krugman-much-too-responsible.html>

exigencia de presupuestos balanceados durante las crisis significa renunciar a una política fiscal de estabilización, lo que hace inútil una herramienta macroeconómica esencial y vital para hacer frente a circunstancias en las cuales las tasas de interés son iguales a cero.

Un argumento contra la derogatoria de las exigencias de presupuestos balanceados es que los políticos de mirada corta aprovecharían la oportunidad para permitir déficits excesivos. Sin embargo, este problema puede mitigarse mediante ciertos ajustes a las exigencias vigentes. En vez del desarme total de las exigencias de presupuestos balanceados, pueden diseñarse versiones de estas exigencias que sean cíclicamente ajustables, como están diseñadas en el pacto europeo de estabilidad y crecimiento de la Unión Europea. Las jurisdicciones sujetas a requisitos de presupuestos cíclicamente balanceados formulan presupuestos balanceados cuando la producción es igual al potencial, permiten desbalances negativos cuando las crisis producen déficits fiscales y superávits en momentos de auge.

Ya que los ajustes cíclicos no obligan a hacer recortes de gasto como respuesta a la disminución no esperada de ingresos, no se genera un desestabilizador automático de la economía. Por el contrario, permiten una mejor política fiscal desde el punto de vista macroeconómico. Al mismo tiempo y siempre que la estimación de la producción potencial sea razonablemente precisa, las exigencias de ajustes cíclicos deberían constreñir los déficits. Cuando la producción está al nivel o por encima del potencial de producción, un Estado deficitario viola las reglas presupuestales. Para volver a estar en armonía con los requerimientos de presupuestos balanceados cíclicamente ajustables, el Estado necesita aumentar o recortar el gasto. El ajuste

cíclico es por tanto casi tan efectivo como una exigencia de presupuesto balanceado ordinario en términos de restringir déficits cuando no se necesitan estímulos a la demanda.

Es cierto que un Gobierno oportunista podría violar el espíritu de una exigencia de ajuste cíclico si propone estimaciones demasiado optimistas del potencial de producción. Por esta razón, la producción potencial del país debe ser estimada por un órgano independiente, como el banco central, y no por las ramas ejecutiva o legislativa. Afortunadamente, instituciones como el FMI ya calculan el déficit ajustado en función del ciclo para la mayoría de los países y publican la metodología que usan para ello¹⁷². Confirando en las metodologías usadas por terceros, como el FMI, el país podría seguir satisfaciendo la exigencia institucional de presupuestos balanceados en tiempos ordinarios y, al mismo tiempo, asegurar que se puedan tener déficits un poco mayores cuando se requiera un mayor nivel de estímulos macroeconómicos.

Aumento de la inversión

Otra forma de rescatar una economía de una trampa de liquidez es por medio de la inversión, esto es, aumentar el gasto en capital. Sin embargo, aunque este gasto no está sujeto a las exigencias de los presupuestos balanceados —los Gobiernos pueden gastar más de lo que pueden aumentar sus ingresos por impuestos para construir activos de larga duración, como avenidas y escuelas—, la inversión es una carga difícil durante

172 Fondo Monetario Internacional, “Structural Fiscal Balance”, <http://www.imf.org/external/np/fad/strfiscbal>

las recesiones. En el periodo de la Gran Recesión, los Gobiernos hubieran podido haber hecho mayor inversión. Con tasas de interés cercanas a cero y una gran capacidad de construcción, los costos asociados a la inversión en infraestructura hubieran sido lo suficientemente bajos como para alcanzar récords históricos¹⁷³. En estas condiciones, incluso los proyectos de infraestructura con bajas tasas de retorno estaban justificados desde el punto de vista de su costo, sobre todo dado el riesgo de histéresis. Como vimos en el capítulo previo (véase la gráfica 10), el valor neto de la inversión estatal se hundió durante la Gran Recesión. Cuando las tasas de interés estaban en cero, el gasto en infraestructura del Gobierno cayó casi al 50 %, cuando debería haber aumentado.

Hay buenas razones para ser cuidadosos con el gasto en inversión: en el afán de estimular la demanda agregada, los políticos pueden embriagarse con malos proyectos de infraestructura. Pero este riesgo puede mitigarse mediante una mejor preparación de cara a las trampas de liquidez. Cuando se plantean proyectos de infraestructura, las autoridades no deberían limitarse solo a aquellos que podrían ser financiados en tiempos ordinarios. Por el contrario, deberían destinar algunos recursos para planear proyectos que se financien únicamente durante una trampa de liquidez. Cuando una trampa de liquidez se presente, los Gobiernos no deberían ponerse a seleccionar proyectos que podrían resultar económicamente peligrosos

173 La Oficina de Censos reportó que el costo de construcción de vivienda cayó casi un 12 % entre el 2007 y el 2010. Oficina de Censos de Estados Unidos, "Constant Quality (Las-peyres). Price Index of New Single-Family Houses under Construction", http://www.census.gov/construction/nrs/pdf/price_uc.pdf

con el único objetivo de actuar con rapidez. Deberían voltear la vista hacia aquellos proyectos que ya fueron estudiados y aprobados en mejores circunstancias. Dado el costo de las trampas de liquidez y su relativa frecuencia, invertir algunos recursos en estudios como estos parece estar justificado¹⁷⁴.

Una preparación como la que se propone más arriba también mejora los prospectos de cara a la efectividad de los estímulos fiscales durante las trampas de liquidez. Incluso los legisladores receptivos a los estímulos fiscales en una trampa de liquidez pueden rechazarlo en la práctica por su preocupación por el despilfarro asociado con el estímulo. Pero ya que la preparación para las trampas de liquidez mitiga los gastos en otras áreas —inversiones en capital—, los legisladores podrían estar más dispuestos a apoyar los estímulos fiscales de lo que lo harían en otros momentos.

Diseño de reglas fiscales sensibles al ciclo económico

Si los estabilizadores fiscales automáticos funcionan mejor que los discrecionales deberían amplificarse los efectos de los estabilizadores automáticos. La forma más simple de mejorar los estabilizadores automáticos es incrementar el gasto público y las tarifas del impuesto sobre la renta. Si el gasto público es insensible al ciclo económico e incluso contracíclico, entonces una gran parte del gasto no se relaciona con las

174 Martin Shubik, “A Proposal for a Federal Employment Reserve Authority”, Levy Institute Policy Note 2009/5 (abril del 2009), <http://www.levyinstitute.org/publications/a-proposal-for-a-federal-employment-reserve-authority>

fluctuaciones de una amplia proporción de la demanda agregada del ciclo económico. De igual manera, si un impuesto progresivo sobre la renta amortigua un shock económico mediante la reducción de la sensibilidad de los ingresos después de impuestos, entonces los programas de impuesto a la renta más altos y progresivos estabilizan la economía mediante una tasa del impuesto a la renta más pequeña y uniforme. Durante la Gran Recesión, los académicos concluyeron que los estabilizadores automáticos europeos fueron mucho más agresivos que los de Estados Unidos¹⁷⁵. La superioridad de los europeos reflejó un mayor protagonismo de los Gobiernos en la economía europea y disminuyó la necesidad en Europa de estímulos fiscales discrecionales.

El único medio para mejorar los estabilizadores automáticos, sin embargo, no es la implementación de grandes Estados. Los Gobiernos también pueden diseñar reglas fiscales que hagan de la tributación y el gasto algo más sensible al ciclo económico, con independencia del tamaño del Estado. Una forma sería vincular los niveles de tributación y de gasto a las tasas de interés, a la tasa de desempleo o a ambas¹⁷⁶. Si la tasa

175 Véase, por ejemplo, Mathias Dolls, Clements Fuest y Andreas Peichl, "Automatic Stabilizers and Economic Crisis: U. S. vs. Europe", *Journal of Public Economics* 96, (2012): 279-294.

176 Muchos académicos se inclinan en este sentido. David Kamin, "In Good Times and Bad: Designing Legislation That Responds to Fiscal Uncertainty", Brookings Institution, 15 de diciembre del 2014, <http://www.brookings.edu/research/in-good-times-and-bad-designing-legislation-that-responds-to-fiscal-uncertainty>; Alisdair McKay y Ricardo Reis, "Optimal Automatic Stabilizers", octubre del 2017, <http://www.people.bu.edu/amckay/pdfs/OptS-tab.pdf>. Michaillat y Saez discuten cómo el nivel de gasto

de interés es demasiado baja y la tasa de desempleo demasiado alta, las reglas fiscales podrían reducir las tarifas impositivas y ordenar un mayor nivel de gasto. Por ejemplo, el Congreso de Estados Unidos podría aprobar una ley para reducir las tasas impositivas sobre la nómina por encima de cierto porcentaje cuando los retornos de los bonos del tesoro a tres meses sean inferiores a 0,25 % y la tasa de desempleo a mitad de año exceda el 150 % de lo previsto en el promedio de tres años. Las mismas condiciones podrían tenerse en cuenta para desencadenar un gasto adicional en infraestructura y en investigación científica.

De hecho, tales mecanismos son normales en ciertos programas de bienestar social. En Estados Unidos, el gasto sobre los seguros de desempleo aumenta con las tasas de desempleo. Cuando las tasas de desempleo en un estado exceden 120 % del promedio de los dos años anteriores, el Gobierno federal financia hasta veinte semanas adicionales de seguro de desempleo para los beneficiarios, lo que lleva a un mayor nivel de gasto¹⁷⁷. No hay razones para creer que otras políticas fiscales no puedan también estar vinculadas con la tasa de desempleo, lo que permitiría que los Gobiernos aprovechen mejor los estabilizadores automáticos y eviten los obstáculos inherentes a la política fiscal discrecional.

Aunque muchas políticas fiscales estabilizadoras contracíclicas serían útiles durante una recesión, las reglas de gasto sensible al ciclo económico no son la panacea. Los mecanismos de activación legal son tan útiles como las medidas en las que se basan, pero pueden resultar obsoletas por cambios económicos o

óptimo en bienes públicos depende del ciclo económico, en "The Optimal Use of Government".

177 20 C. F. R., sección 615.12.

simplemente mostrar con el paso del tiempo que no son adecuadas o útiles. Por ejemplo, el uso de la tasa de desempleo como un disparador para activar los estabilizadores automáticos puede resultar difícil porque la tasa disminuye cuando las personas dejan de formar parte de la fuerza laboral. Esto ocurrió en gran medida durante la Gran Recesión, lo que hizo que la tasa de desempleo cayera artificialmente y, así mismo, cualquier mecanismo de estabilización automática vinculado a esa tasa.

En consecuencia, un gran desafío inherente a la estabilización automática es que el activador de los estabilizadores no logre ser perfecto para las condiciones económicas dadas. Solo porque la norma ubique el activador en una tasa de interés de 0,1 % no significa que una economía con una tasa de interés de corto plazo de 0,2 % no sufra por una trampa de liquidez. Además, un aumento repentino en la razón entre población y empleo puede no ser el resultado de una deficiencia de la demanda, sino más bien de un cambio social (por ejemplo, el retiro de los *baby boomers*). Si los estímulos no fueran innecesariamente aplicados bajo estas condiciones, el resultado sería una mayor inflación y altos déficits, sin una apreciable reducción en la tasa de desempleo.

Empoderamiento de las agencias de la política fiscal

La política fiscal automática supera algunos de los desafíos que enfrenta la política fiscal discrecional, pero genera otros problemas. Una alternativa que debería contemplarse en cuanto a las deficiencias en ambas aproximaciones sería delegar la política fiscal a una agencia que pueda responder de manera decisiva

a las trampas de liquidez, mientras mantiene la discrecionalidad necesaria para evitar desestabilizadores automáticos del sobrecaleamiento de la economía. Esta agencia, en algún sentido, sería el espejo del banco central que hace de manera flexible y rápida la política monetaria. No es sorpresivo que, en el momento decisivo de la Gran Recesión, algunos hayan revivido la vieja exigencia de una agencia de este tipo¹⁷⁸.

¿Cómo funcionaría la agencia? Las agencias de política fiscal tendrían que establecerse por medio de la rama legislativa, la cual determinaría los objetivos y el radio de acción política. (Los consejos fiscales con poderes de asesoría, pero no de decisión, ya existen en muchos países)¹⁷⁹. El Parlamento debería establecer lo siguiente: si el déficit cíclicamente ajustado debería ser positivo, negativo (y en qué medida) o si tendría que estar en cero; cuál debería ser el promedio de las tasas de impuestos y gastos ajustados cíclicamente; cómo asignar estos gastos entre varias opciones prioritarias (por ejemplo, en defensa, en seguridad social, en infraestructura), y cómo la respuesta a las condiciones del ciclo económico (el cambio respecto del nivel

178 Un ejemplo reciente puede verse en James R. Hines Jr. y Kyle D. Logue, "Delegating Tax", *Michigan Law Review* 144, (2015): 235-274. Para una historia de las propuestas sobre discrecionalidad administrativa en la política fiscal de estabilización véase Orsola Costantini, "The Cyclically Adjusted Budget: History and Exegesis of a Fateful Stimulus", Institute for Economic Thinking Working Paper n.º 24 (octubre del 2015), <http://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP24.Constantini.pdf>

179 Xavier Debrun, Tidiane Kinda, Teresa Curristine, Luc Eyraud, Jason Harris y Johann Seiwald, "The Functions and Impact of Fiscal Councils", International Monetary Fund Working Paper (16 de julio del 2013), <http://www.imf.org/external/np/eng/2013/071613.pdf>

promedio) debería cambiar entre las prioridades tributarias y de gasto; esto es, si el incremento del déficit debería producirse por la disminución de la tasa impositiva, por un mayor gasto o por ambos.

Con este marco legal se establecería la agencia, conformada por expertos en política fiscal, para decidir cómo responder a las condiciones económicas. Así como los bancos centrales responden mediante la política monetaria a las condiciones macroeconómicas, del mismo modo la agencia debería ajustar la tasa impositiva y el gasto. Durante las trampas de liquidez debería disminuir las tasas impositivas o incrementar el gasto tal como los datos lo indiquen. En tiempos de auge, aumentaría las tasas impositivas y disminuiría el gasto. Y cuando la economía produzca a su potencial, la agencia buscaría mantener el déficit cíclicamente ajustado estipulado por la legislatura.

Una agencia de política fiscal ofrece muchos beneficios. Ya que es independiente del proceso legislativo, hace que la política fiscal discrecional sea más consistente y confiable. Una agencia como esta también podría adoptar un enfoque más preciso de la política fiscal. Después de todo, algunos tipos de recorte de gasto y de orden tributario estimulan más que otros. Una agencia experta sería capaz de producir y hacer énfasis en las opciones más efectivas para estimular la economía, mientras que el proceso legislativo está sujeto a intereses que pueden impedir que se tomen las mejores decisiones.

Pero que se delegue la política fiscal a una agencia es un poco raro, pues se les quita a las legislaturas algo esencial de su función democrática. La política fiscal no es un ejercicio tecnócrata, estructura el papel desempeñado por el Gobierno en la economía, las prioridades de gasto público y los esfuerzos redistributivos. Aunque las legislaturas retuvieran algún tipo de

control al dictar las directrices tributarias y de gasto, la agencia asumiría un rol central e inusual en la vida nacional. Tomaría decisiones para las cuales la legitimidad democrática es esencial, aun cuando carecen de cualquier atribución fuerte de legitimidad.

Se necesita urgentemente una mejor política fiscal, aunque no al costo de sacrificar el núcleo de los valores democráticos. Los autores de la Constitución de Estados Unidos no tuvieron el suficiente conocimiento económico que da el tiempo y que los científicos sociales de hoy pueden atribuirse; sin embargo, comprendieron que dar cualquier tipo de poder fiscal a unos pocos oficiales no elegidos democráticamente sería inherentemente insensato. Esta es la razón por la cual la Constitución dejó en manos del Parlamento esa potestad, por ser la rama más democrática del poder público¹⁸⁰.

Creación de una Oficina de Asuntos Fiscales y Regulatorios

Aunque una agencia que se encargue de la política fiscal se atribuiría demasiado poder de la rama legislativa, todavía quedaría campo para la creación de agencias que racionalicen políticas fiscales contracíclicas. Si cada agencia de Estados Unidos considerara el impacto fiscal de corto plazo de sus acciones discrecionales, la política fiscal de la Unión sería más efectiva. Los Gobiernos deberían, por tanto, tener una Oficina de Asuntos Fiscales y Regulatorios (OFRA, por sus siglas en inglés) para coordinar la estabilización mediante la política fiscal (y la política legal). La OFRA gozaría de

180 Constitución de Estados Unidos, art. I, sec. 7, cl. 1; art. I, sec 9, cl. 7.

autoridad para supervisar las decisiones administrativas que tengan efectos fiscales, pero no estaría dotada de poder financiero. El poder financiero permanecería en el Congreso o en agencias administrativas difusas a las cuales el Congreso les haya delegado componentes limitados de ese poder. La autoridad de la OFRA sería de supervisión.

Un modelo para este tipo de oficina ya existe en Estados Unidos, donde normalmente el Gobierno confronta nuevos problemas de política pública estableciendo oficinas de supervisión. Por ejemplo, al final de la década de 1970 e inicios de la de 1980, los legisladores de Estados Unidos concluyeron que debían prestarles más atención a los costos de sus decisiones y no solo a los beneficios que estas conllevan. El Congreso creó la Oficina de Asuntos de Información y Regulación (OIRA, por sus siglas en inglés) para atender este tema¹⁸¹. Tiempo después, Ronald Reagan expidió la Orden Ejecutiva 12291 en la que daba instrucciones en el siguiente sentido: “una acción regulatoria no debe ser suscrita a menos que los beneficios potenciales para la sociedad generados por la regulación compensen los costos potenciales incurridos en la sociedad”. Adicional a requerir a los legisladores para que consideraran los costos de la regulación, la orden ejecutiva instruyó a la OIRA para que supervisara el análisis de costo-beneficio de todas las regulaciones significativas. (Muchos otros países tienen desde entonces agencias con tareas similares). En la práctica, esto significa que, por ejemplo, si la Agencia de Protección Medioambiental (EPA, por sus siglas en inglés) se excede en la protección del medio ambiente sobre los costos, la OIRA insistirá para que la regulación se modifique. Por

181 Paperwork Reduction Act of 1980, Pub. L., n.º 96-511.

medio del análisis costo-beneficio, la OIRA institucionaliza una perspectiva microeconómica sobre el derecho, aun cuando la mayoría de los reguladores no tenga experticia microeconómica.

La política de estabilización fiscal en Estados Unidos y en cualquier lugar necesita una institución similar a la OIRA. Una OFRA que revise los efectos macroeconómicos de las acciones regulatorias, fiscales y de los proyectos de ley reduciría el riesgo de malos consejos procíclicos sobre diseños fiscales. La OFRA estaría compuesta por expertos en macroeconomía, así como por expertos en derecho y regulación. En una recesión con tasas de interés de corto plazo en cero y con el multiplicador fiscal por encima de uno, la OFRA debería instruir a cada agencia con autoridad implícita sobre la política fiscal para analizar los efectos macroeconómicos de sus acciones fiscales y regulatorias con relación al gasto de estimulación. La OFRA también supervisaría estos análisis para estar segura de que hayan sido desarrollados competente y consistentemente.

Para reafirmar su legitimidad, el Congreso debería crear la OFRA. Una vez creada, las órdenes ejecutivas del presidente pueden guiar sus funciones, del mismo modo en que ha sucedido con la OIRA.

Una nueva oficina para coordinar la política macroeconómica goza de precedente histórico. De hecho, la OIRA tiene orígenes macroeconómicos. El Congreso creó la primera agencia de coordinación regulatoria, el Consejo sobre la Estabilidad de Salarios y Precios (Council on Wages and Prices Stability), en 1974^[182]. Se autorizó al Consejo para revisar las decisiones de

182 Consejo sobre la Ley de Estabilización de Salarios y Precios de 1974, Pub. L., n.º 93 387.

todas las agencias de Estados Unidos en un intento (fallido) por controlar la inflación. (Véase el capítulo 10 para una discusión crítica sobre la experiencia de Estados Unidos en el control de precios). Para obligar a los reguladores no interesados en la macroeconomía a que consideraran los efectos de sus decisiones en la economía, el presidente Gerald Ford exigió que “las proposiciones principales de la legislación, y de la promulgación de regulaciones, o decisiones, de cualquier agencia de la rama ejecutiva, deben estar acompañadas por una declaración que certifique que el impacto inflacionario de la propuesta ha sido evaluado”¹⁸³. El presidente Ford también instruyó al director del Consejo, entre otros, para crear criterios para el desarrollo y la evaluación de este tipo de “declaración de impacto inflacionario”¹⁸⁴. Cuando la OIRA se fundó en 1981, reclutó a los economistas que antes habían sido empleados del Consejo para evaluar estas declaraciones de impacto inflacionario¹⁸⁵. Hay por tanto una larga historia en Estados Unidos de exigir a los reguladores que consideren las implicaciones macroeconómicas de sus decisiones y de capacitar a las agencias centralizadas para realizar esas evaluaciones.

183 Véase Gerald R. Ford, Exec. Order n.º 11 821, “Inflation Impact Statements”, 39 Federal Register 41 501 (29 de noviembre de 1974).

184 *Ibid.*, secciones 2a y 2b.

185 Véase Thomas D. Hopkins, Benjamin Miller y Laura Stanley, “The Legacy of the Council on Wage and Price Stability”, Research Paper/Study, Mercatus Center, George Mason University (26 de agosto del 2014), <http://www.mercatus.org/publication/legacy-council-wage-and-price-stability>

La enseñanza de la macroeconomía a los abogados

La estabilización efectiva de la política fiscal en una democracia requiere que los diseñadores de política pública tengan algún conocimiento de macroeconomía. En particular, los legisladores y los miembros de la rama ejecutiva necesitan estar sintonizados con el ciclo económico y reconocer cuándo el límite inferior igual a cero de las tasas de interés constriñe la política monetaria y pone en evidencia la necesidad de estímulos fiscales. Para mejorar la estabilización de la política fiscal, por tanto, se necesita considerar no solo cómo se diseña e implementa la política fiscal, sino también quién es el responsable de su diseño e implementación, y, asimismo, si estos responsables tienen la experticia necesaria para hacer una buena política pública. Si no la tienen, hay que pensar en qué tipos de cambios mejorarían el conocimiento económico del legislativo.

Hay buenas razones para creer que los políticos no tienen la experticia necesaria para hacer buenas políticas públicas contracíclicas tales como las que se requieren. Muchos legisladores simplemente carecen de entrenamiento para hacerlo. La mayoría de las veces no son economistas sino abogados. De los 45 presidentes de Estados Unidos, 25 (56 %) han sido abogados. Lo que es verdad para los del ejecutivo también es verdad para los miembros de la rama judicial. En el Congreso número 114 de Estados Unidos (2015-2016), 159 miembros de la Cámara (36 %) y 54 miembros del Senado (54 %) tenían un grado en Derecho. Y en el 2010 aproximadamente un tercio de los miembros del Parlamento alemán eran abogados¹⁸⁶.

186 Dan Slater, "Barak Obama: "The U. S.'s 44th President

Los futuros políticos no estudian macroeconomía en las facultades de Derecho. En Estados Unidos, la microeconomía está fuertemente presente en la formación de los abogados, pero la macroeconomía casi no se encuentra en ningún lado. En los cursos introductorios relacionados con el impuesto federal sobre la renta, por ejemplo, los estudiantes de Derecho aprenden ampliamente sobre cómo la tributación distorsiona los incentivos con respecto al ahorro y la oferta laboral —lo que corresponde a la microeconomía—. Sin embargo, libros de texto (*bookcase*) importantes sobre tributación rara vez discuten la estabilidad macroeconómica como un objetivo de la política tributaria y mucho menos explican cómo esta política debería cambiar para ser útil en situaciones de tasas de interés cercanas a cero. Una razón por la cual los políticos fracasaron en la aprobación y la implementación adecuadas de estímulos fiscales durante la Gran Recesión podría ser que muchos de ellos nunca aprendieron por qué un paquete de estímulos sería deseable cuando las tasas de interés están en el límite inferior cero. E incluso, si aprendieron economía en algún momento, su importancia fue minimizada o de hecho no fue mencionada durante su más importante periodo de entrenamiento antes de asumir un importante papel en la política pública.

Felizmente, es factible cambiar esto: puede enseñarse macroeconomía a los abogados y a otros profesionales cuya formación los hace idóneos para la carrera política, como los estudiantes de Administración de

(and 25th Lawyer-President!”, *Wall Street Journal Law Blog*, 5 de noviembre del 2008, <https://blogs.wsj.com/law/2008/11/05/barack-obama-the-us-s-45-president-and-24th-lawyer-president/>; “There Was a Lawyer, and Engineer and a Politician”, *Economics*, 16 de abril del 2009, <http://www.economics.com/node/134966381>

Empresas. Ellos, también, están concentrados principalmente en la microeconomía. Los abogados y otros que consideran la carrera política no necesitan ser macroeconomistas expertos; solo se les pide ser conscientes de la urgencia de los estímulos durante las recesiones prolongadas.

La educación en macroeconomía, como la mejora en las instituciones de política fiscal, deberían favorecer la política fiscal en sí misma en casos de futuros episodios de límites inferiores iguales a cero de las tasas de interés u otro tipo de situaciones que constriñan la política fiscal. Pero la tarea difícil de la reforma institucional no es la única forma en la que el derecho y macroeconomía pueden mejorar la política fiscal. Un lente macroeconómico revela muchas oportunidades existentes para los estímulos fiscales que fueron pasados por alto durante la Gran Recesión.

7

La política fiscal expansiva desarrollada por las agencias gubernamentales

Lo discutido en el capítulo 6 en relación con el mayor papel desempeñado por las agencias en la política fiscal no requiere de una reforma institucional radical para lograrse. En casi todos los casos un simple cambio de actitud de los administradores sería suficiente. Si la ineeficiencia política y no solo la falta de espacio fiscal limita la política fiscal discrecional, los reguladores y administradores deberían hacer uso de su discrecionalidad sobre la política fiscal para estimular la economía cuando las tasas de interés estén en el límite inferior igual a cero.

Contrario a lo que sucede con los bancos centrales, la mayoría de las agencias no gozan de total discrecionalidad sobre las políticas a su cargo, pero sí de la suficiente sobre importantes asuntos de política pública. En la medida en que las agencias no “abusen” de su poder de discreción, gozarán de un amplio margen de maniobra para la toma de decisiones. Por ejemplo, cuando el IRS les ordenó a los empleadores que les hicieran retención en la fuente a aquellos empleados que tuvieran cierto nivel salarial, esta decisión fue totalmente discrecional. A menos que los

contribuyentes presenten evidencia de mal comportamiento dentro de la agencia, los tribunales dejarán que el IRS decida sobre la retención en la fuente tanto como le permiten a la Reserva Federal disponer sobre las tasas de interés de corto plazo.

Al respecto, salvo el banco central, las agencias gubernamentales en raras ocasiones han planteado consideraciones macroeconómicas en la toma de decisiones de política fiscal. Si las agencias usaran su discrecionalidad para estimular la demanda agregada durante las trampas de liquidez, contribuirían en gran medida a la reactivación de la economía en períodos de recesión sin necesidad de cambios legales.

Recuérdese que la administración Obama aceptó que los estímulos fiscales de corto plazo eran necesarios, tal como lo demuestran su apoyo a la ARRA y las reiteradas peticiones para que hubiese más estímulos fiscales en el futuro. Sin embargo, el ejecutivo no pudo hacer que el Congreso aprobara un programa de estímulos adicional más allá de la ARRA, a pesar de que la Gran Recesión y sus pesadas secuelas permanecieron por mucho tiempo. En otros casos en los que el Congreso se mostró reticente frente a nuevos estímulos fiscales, la administración Obama viró hacia una acción administrativa agresiva. Cuando el Congreso no aprobó una ley sobre cambio climático, la administración desarrolló el Plan de Energía Limpia (Clean Power Plan). Cuando la reforma migratoria fue bloqueada, la administración puso en marcha la Acción Diferida de Niños Migrantes (Deferred Action for Children Arrived), que constituye la interpretación de la autoridad administrativa más agresiva que presento en este trabajo. Por esto, es sorprendente que la administración Obama no hiciera uso de su discrecionalidad cuando el Congreso no aprobó estímulos económicos. Siempre

que la administración pueda desarrollar estímulos de este tipo, debería hacerlo.

Para asegurar que la política fiscal expansiva propuesta por la administración no se descontrola se proponen principios para limitarla. Primero, los reguladores y administradores no pueden desconocer la ley en su intento de desarrollar medidas de expansión fiscal cuando la economía se encuentre en el límite inferior igual a cero. Por el contrario, las agencias deberían estimular el gasto durante las trampas de liquidez siempre que el ordenamiento jurídico garantice el ejercicio de la discrecionalidad gubernamental de las agencias sobre la base de dos opciones, una de las cuales incremente el gasto más que la otra. Segundo, la política fiscal expansiva que propongan las agencias requerirá una coordinación macroeconómica experta. La Oficina de Asuntos Fiscales y Regulatorios, discutida en el capítulo 6, funcionaría como un instrumento para ello, pues se encargaría de dirigir las agencias en aras de que estas implementen políticas fiscales expansivas.

La estabilización fiscal por medio del IRS

En Estados Unidos, el Congreso ha delegado en el IRS una gran autoridad en relación con las leyes relacionadas con el impuesto sobre la renta. Esta agencia ha producido innumerables páginas en aras de regular y emitir guías administrativas, mediante las cuales explica cuáles leyes tributarias aplicar a quién y bajo qué circunstancias. Cuando un nuevo pronunciamiento del IRS produce un mayor recaudo tributario, la política fiscal efectivamente se endurece. Cuando las decisiones del IRS disminuyen el ingreso del Gobierno, la demanda agregada se estimula. Pero el IRS no genera

en la actualidad efectos macroeconómicos a partir de sus decisiones en estos aspectos. A continuación, ofrezco dos sugerencias de lo que debería hacerse para que el IRS use su autoridad legal y legítima de forma eficaz en su intento de estimular la demanda durante las trampas de liquidez. Las autoridades tributarias en otras jurisdicciones deberían gozar de oportunidades similares para lograr el estímulo económico.

Ofertas de transacción

El IRS es bastante autónomo para establecer acuerdos con personas que no pueden pagar sus obligaciones tributarias. Esto se conoce como ofertas de transacción (*offers in compromise*). Como explica el IRS, “una oferta de transacción le permite [al contribuyente] pagar su deuda tributaria en una suma inferior a lo que verdaderamente adeuda. Es una medida legítima si el contribuyente no puede pagar el total de su obligación o si al hacerlo se le genera un perjuicio. Para esto se consideran sus condiciones individuales: capacidad de pago, ingresos, gastos y su patrimonio”¹⁸⁷. En el 2015, el IRS aceptó pagos por 205 millones de dólares mediante reestructuración de deudas en una suma que, aunque no se conoce, puede superar los 295 millones de dólares¹⁸⁸.

187 Véase International Revenue Service, “Officer in Compromise”, 6 de febrero del 2018, <http://www.irs.gov/individuals/offer-in-compromise-1>

188 Véase John A. Koskinen, Alain A. Dubois, Barry W. Johnson, Darien B. Jacobson y Wayne K. Kei, *International Revenue Service Data Book, 2015* (Washington, D. C.: International Revenue Service, 2015), <http://www.irs.gov/pur/irs-soi/15databk.pdf>

Los recaudadores deberían usar esta discrecionalidad para estimular una economía que atraviese una trampa de liquidez. En el límite inferior igual a cero, el IRS debería adoptar posturas más laxas en la aceptación de este tipo de ofertas cuando sean presentadas por contribuyentes con serias dificultades para pagar la carga tributaria. Aunque esto causará que los ingresos fiscales de largo plazo caigan, los contribuyentes con dificultades para el pago tendrán un mayor nivel de ingreso disponible y habrán resuelto una fuente de incertidumbre económica. Si como consecuencia se aumenta el consumo, así mismo lo hará la demanda agregada. Como el IRS tiene la potestad para determinar las reglas sobre estas ofertas de transacción, cuenta con un poder inherente para estimular la demanda sin necesidad de hacer cambios en el ordenamiento jurídico.

Durante la Gran Recesión, sin embargo, el IRS aceptó un número menor de ofertas de transacción en comparación con otros períodos. El valor máximo aceptado por el IRS de este tipo de ofertas se presentó durante los veinte años anteriores al 2010. En vez de aceptar más ofertas para resolver rápidamente la incertidumbre financiera durante la Gran Recesión, el IRS continuó con sus posturas habituales, como si la situación económica fuera la misma. De esta manera perdió una gran oportunidad para coadyuvar a la estabilización.

Es posible que los contribuyentes abusen de este mecanismo y dejen de pagar sus obligaciones durante los buenos tiempos económicos para obtener un buen acuerdo sobre sus cargas tributarias cuando llegue alguna trampa de liquidez. Este es un riesgo real y por esto el IRS debería rechazar las ofertas de contribuyentes que pudieran estar usando el programa de manera oportunista. Sin embargo, el riesgo no debería exagerarse. Las trampas de liquidez son eventos

impredecibles, por lo que un contribuyente que aplace el pago de sus obligaciones tributarias a la espera de que la economía se deteriore es un contribuyente que está mal aconsejado.

Cronogramas de retención en la fuente

Aunque las ofertas de transacción son un pequeño ejemplo ilustrativo de la capacidad desaprovechada del IRS para lograr estímulos fiscales, su papel protagónico dentro de la administración del sistema tributario hace que su capacidad para desarrollar una política de estabilización fiscal discrecional sea cuantitativamente significativa. Por ejemplo, el IRS podría desarrollar un estímulo multimillonario para la demanda agregada mediante el ajuste del programa de retención en la fuente de los empleados¹⁸⁹. El programa, presentado en la publicación 15, establece el nivel de retención a un empleado dado su nivel de ingreso y su situación familiar. Con independencia de si el empleado modifica su situación financiera o no, el monto retenido varía cada año en la medida en que la publicación propone un nuevo programa de retenciones. En la actualidad, el programa establece retenciones superiores a las habituales para una gran cantidad de empleados. El valor adicional es reembolsado a los contribuyentes que presentan su declaración. El valor del exceso de retención es económicamente significativo, puesto que el IRS generó en el 2016 casi 315 000 millones de dólares

189 Véase Departamento del Tesoro de Estados Unidos, Internal Revenue Service, *Employer's Supplemental Tax Guide (Supplement to Pub. 15, Employer's Tax Guide)*, 21 de febrero del 2018, <http://www.irs.gov/pub/irs-pdf/p15a.pdf>

en reembolsos¹⁹⁰. Para algunos contribuyentes lo anterior no hace la diferencia; sin embargo, entre el dinero retenido y la retención adicional se retarda el consumo y se reduce la demanda.

Por tanto, una retención excesiva podría ser dañina durante una trampa de liquidez. En estas condiciones, el IRS debería ajustar el programa de retenciones para que el salario esté menos castigado tributariamente. Con mayores ingresos, los empleados podrán gastar incluso durante una trampa de liquidez. Lo anterior es algo deseable porque previene la histéresis, la cual se vuelve más exigente cuando hay una menor demanda agregada permanente en el tiempo. En otras palabras, cuanto más rápido se salga de una trampa de liquidez mucho mejor. Más todavía, la evidencia sugiere que hay una mayor tendencia por parte de los contribuyentes a ahorrar dinero cuando lo reciben como un reembolso que a ahorrar del ingreso semanal, lo que significa que la reducción en la retención no solo modifica la fecha de consumo, sino que también la dilata¹⁹¹.

Ya que el Congreso ha delegado en el IRS la potestad para que establezca el programa de retención en la fuente (por ejemplo, el IRS ofrece a los empleadores

190 Véase Internal Revenue Service, "2016 Filing Season Statistics", <http://www.irs.gov/newsroom/filing-season-statistics-for-the-week-ending-december-20-2016>

191 Véase Barry Schwartz, "On the Economic Stimulus Package: The 'Packaging' Counts", *Psychology Today*, 1.^º de febrero del 2009, <http://www.psychologytoday.com/us/blog/the-choices-worth-having/200902/the-economic-stimulus-package-the-packaging-counts>. Sobre el efecto contrario véase Claudia R. Sahm, Matthew D. Shapiro y Joel Slemrod, "Check in the Mail or More in the Paycheck: Does the Effectiveness of Fiscal Stiulus Depend on How It Is Delivered?", *American Economic Journal: Economic Policy* 4, (2012): 216-250.

diversos métodos para calcular la suma a retener)¹⁹², la agencia podría modificar el comportamiento del gasto sin violar ninguna ley o sin poner en jaque la legitimidad democrática. De hecho, en 1992, el IRS lo hizo sin aprobación legislativa: redujo las tasas de retención con el objetivo de proveer estímulos económicos¹⁹³. Infortunadamente, el IRS no desplegó este tipo de acciones durante la Gran Recesión, aun cuando la necesidad de estímulos era mucho más grande que en 1992.

Además de la disminución del nivel de retención en aras de aumentar la demanda cuando las tasas de interés están en el límite inferior igual a cero, el IRS puede incrementar la retención para retrasar el gasto e incrementar los ahorros cuando una demanda agregada excesiva genere un aumento en la inflación. En la medida en que se requiera una política fiscal contractiva, el IRS puede lograrla sin tener que sortear los difíciles obstáculos del proceso legislativo, tales como la vacilación y el oportunismo político. El IRS también tiene un alto nivel de experticia, pues emplea un alto número de profesionales en economía y versados en políticas públicas por medio de la Oficina de Investigación, Análisis Aplicado y Estadística.

La Circular 2008-83 del IRS

Durante la Gran Recesión, el IRS estimuló la economía haciendo uso de su discrecionalidad tributaria, salvo

¹⁹² Compárese 26 C. F. R., sección 31.3402(b)-1 con 26 C. F. R., sección 31.3402(c)-1.

¹⁹³ Para una descripción de este cambio en la retención véase Matthew D. Shapiro y Joel Slemrod, "Consumer Response to the Timing of Income: Evidence from a Change in Tax Withholding", *American Economic Review* 85, (1995): 274-283.

con su Circular 2008-83. Con este circular, el IRS incrementó el valor de los *tax-shelter* de los activos malos, un invaluable cambio dada la ubicuidad de los malos activos durante la crisis financiera del 2008. De acuerdo con reportes recientes, la Circular 2008-83 incrementó los déficits proyectados por cerca de 140 000 millones de dólares¹⁹⁴. Tiempo después, el Congreso anuló los lineamientos de la circular, decisión que reflejó una percepción ampliamente divulgada según la cual la circular se basaba en una interpretación excesiva de la norma; además de que una “circular” —una forma relativamente informal de acción administrativa— no era un procedimiento apropiado ni pensado para un momento económico como aquel. Esto último constituyó una modificación sin buenos fundamentos¹⁹⁵.

La Circular 2008-83 es un caso de una política fiscal expansiva implementada por una agencia gubernamental que fue demasiado lejos. En vez de haber apostado todas sus cartas a un mecanismo ilegítimo de política fiscal expansiva, el IRS debió haber suministrado una postura en áreas donde su nivel de discrecionalidad era menos debatible y los méritos no macroeconómicos de sus decisiones fueran más ambiguos.

La Circular 2008-83 ofrece un ejemplo sobre los cuidados que deben tenerse frente a las políticas fiscales expansivas implementadas por agencias

194 Véase “Revisiting Notice 2008-83”, Jones Day, diciembre del 2008, <http://www.jonesday.com/revisiting-notice-2008-83-12-19-2008>

195 Véase Rich Delmar, “Inquiry Regarding IRS Notices 2008-83” (Memorando Oficial, Washington, D. C.: Departamento del Tesoro, 2009), <http://www.treasury.gov/about/organizational-structure/ig/Documents/Inquiry%20Regarding%20IRS&20Notice%202008-83.pdf>

gubernamentales, pero, al mismo tiempo, la circular demuestra el nivel de poder discrecional que tiene el IRS sobre los ingresos federales. Si este poder discrecional se ejerce para estimular la economía en formas más legítimas, el IRS podría convertirse en un poderoso agente de estímulos fiscales.

La discreción de las agencias sobre el gasto y los estímulos

Las autoridades tributarias pueden usar su discrecionalidad únicamente sobre un lado de la ecuación de la política fiscal: el ingreso fiscal. Pero podemos acudir a otro tipo de agencias gubernamentales para ejercer algún tipo de discrecionalidad en cuestiones implícitas o explícitas de gasto. En una trampa de liquidez debería usarse esta discrecionalidad para estimular la economía.

Ejecución del gasto asignado

Incluso si el Parlamento ha apropiado dinero para el gasto, muchas veces son las agencias gubernamentales las que están a cargo de ejecutarlo. Las agencias que no estén familiarizadas con la urgencia de los estímulos fiscales pueden bloquearlos, aun cuando estén autorizadas por la legislatura. Durante la Gran Recesión, el Congreso realizó varios intentos para apoyar a los propietarios de viviendas mediante la reducción de las obligaciones hipotecarias. Por ejemplo, el Programa de Alivio de Activos Problemáticos (TARP, por sus siglas en inglés) del 2008 autorizó casi 45 600 millones en gasto

para “apoyar programas de vivienda” que ayudaran a los propietarios hipotecarios a reducir sus deudas¹⁹⁶.

Esto tenía todo el sentido, pues el gasto financiado con déficit incrementa la producción durante una trampa de liquidez. Sin embargo, el dinero apropiado no se gastó. En el primer cuatrimestre del 2017 solamente se gastaron 23 700 millones de dólares¹⁹⁷. Por el contrario, la más famosa parte del TARP —una apropiación de 204 900 millones de dólares para apoyar instituciones financieras por medio de compras de capital— se gastó en su totalidad.

Si había 45 600 millones de dólares en financiación, ¿por qué no hubo 45 600 millones de dólares en condonación de deudas? De acuerdo con académicos y diseñadores de políticas públicas familiarizados con la

196 Véanse Departamento del Tesoro de Estados Unidos, “Daily TARP Update (Figures as of 02/09/2011)”, 9 de febrero del 2011, http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/reports/Documents/Daily_Tarp_Update_02.09.2011.pdf (bajo “Treasury Housing Programs under TARP”); Oficina del Inspector Especial General para el Programa de Alivio de Activos Problemáticos (SIGTARP, por sus siglas en inglés), *Quarterly Report to Congress, April 29, 2015* (Washington, D. C.: Oficina del Inspector Especial General para el Programa de Alivio de Activos Problemáticos, 2015), http://www.sigtar.gov/Quarterly%20Reports/April_29_2015_Quarterly_Report_to_Congress.pdf, tabla 4.1.

197 Véase Departamento del Tesoro de Estados Unidos, “Monthly TARP Update for 02/01/2017”, 1.^º de febrero del 2017, http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/reports/Documents/Monthly_TARP_Update%20-%2002.01.2017.pdf (en relación con “Treasury Housing Programs under TARP”, nótese que, después de que gran parte del dinero del programa no fuera gastado, los dineros apropiados para programas de vivienda decayó de 46 000 millones a 37 000 millones de dólares); SIGTARP, *Quarterly Report to Congress*, 149.

producción, el problema fue de orden legal y administrativo¹⁹⁸. Así como el dinero para nuevos proyectos de infraestructura enfrentó bastantes obstáculos, lo mismo le sucedió al dinero destinado para los alivios¹⁹⁹.

Parte de la culpa por las fallas pueden atribuirse a la Administración Federal de Financiación de Vivienda (FHFA, por sus siglas en inglés), una agencia gubernamental que garantiza y que posee créditos hipotecarios por medio de su control sobre las firmas y los créditos nacionalizados Fannie Mae y Freddie Mac. A lo largo del 2012, la FHFA se rehusó a condonar cualquier principal sobre hipotecas, aun cuando esta condonación estuviera subsidiada por fondos del TARP apropiados por la “reducción del principal del crédito”²⁰⁰. Esta decisión fue momentánea. Mediante la colocación de más de la mitad del mercado hipotecario por fuera del límite de la condonación del principal, la FHFA dramáticamente recortó el alcance de la condonación sistemática de la deuda.

198 Véanse, por ejemplo, Clara Benson, “TARP Funding for Housing Relief 90 Percent Unspent, Auditor Says”, *Bloomberg*, 25 de julio del 2012, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-07-25/tarp-funds-for-housin-relief-90-percent-unspent-auditor-says>; “Three Years Later, 90 percent of TARP Housing Relief Remains Unspent”, Think Progress, 25 de julio del 2012, <http://thinkprogress.org/three-years-later-90-percent-of-tarp-housin-relief-remains-unspent-497bbe66eb8e#.1t41pdf1>

199 Carta de Edward J. DeMarco, en calidad de director de la Agencia Federal de Financiamiento de Vivienda, a Elijah E. Cummings, miembro del Comité de Vigilancia y Reforma Gubernamental, 20 de enero del 2012, http://www.fhfa.gov/Media/PublicAffairs/Documents/Letter-To-Congress-Principal-Forgiveness_12312.pdf

200 Neil Barofsky, *Bailout: An Inside Account of How Washington Abandoned Main Street While Rescuing Wall Street* (Nueva York: Free Press, 2012), 133-134.

Aunque la FHFA fue el mayor contraventor en este respecto, no fue la única que obstruyó el gasto de lo destinado por el Congreso para los alivios de la deuda. El Departamento del Tesoro también merece, y ha recibido, una gran parte de la culpa por sus defec tuosos esfuerzos de ajuste de hipotecas con el Plan de Modificación de Viviendas Asequibles (HAMP, por sus siglas en inglés). Como explicó Niels Barofsky, inspec tor general del TARP:

La torpeza del Tesoro con el HAMP y su rechazo para prestar atención a nuestros avisos, así como de otros órganos de supervisión del TARP resultaron en que el programa vulnerara a muchas personas que supuestamente debía ayudar [...]. El Tesoro falló, pues no aseguró que los servicios de préstamos tuvieran la suficiente infraestructura para apoyar un amplio programa de modificación de las hipotecas [...]. Peor aún, aunque el Tesoro expidió varias “directivas” a los prestadores de esos servicios, las cambiaron muchas veces, lo que hizo que todo estuviera conforme a los requisitos, pero que resultara de imposible realización. Los documentos guía, por ejemplo, se cambiaban habitualmente, lo que hizo que surgiera rápidamente un problema con el manejo incompetente por parte de los prestadores de los servicios de documentos de quienes solicitaban los préstamos.

Otro gran problema fue que el Tesoro cambió constantemente los términos por los cuales los prestadores de los servicios tenían que evaluar a los prestatarios para las modificaciones. Estos términos fueron llamados la prueba de valor presente neto (NPV, por sus siglas en inglés). Bajo el HAMP, si la prueba del NPV para un préstamo particular era positivo, el prestador del servicio era requerido para ofrecer una modificación.

Pero el Tesoro no pudo idear la fórmula correcta para la prueba, que estaba en el corazón de su programa, cambiándola nueve veces solo en un año²⁰¹.

Otros creen que el error del HAMP se generó por una falta de compromiso por parte de los empleados del Gobierno. Sheila Bair, presidenta de la Corporación Federal de Seguros de Depósito, atribuyó la culpa al más respetable asesor económico de Obama, Larry Summers, y a Tim Geithner:

El HAMP fue un programa diseñado para salir en la prensa, no para recomponer el mercado inmobiliario. A Larry y Tim parecía no importarles la paliza política que le costó al presidente entregar cientos de miles de millones de dólares para los rescates de los grandes bancos y en bonos de AIG; pero, cuando tuvieron que vérselas con los propietarios inmobiliarios, la historia fue diferente. No creo que ayudar a los propietarios fuera alguna vez una prioridad para ellos²⁰².

Si lo anterior es correcto, no es sorprendente que los fondos apropiados para alivios de deuda no fueran gastados. La incompetencia administrativa y la debilidad de los compromisos hunden casi cualquier programa, no importan cuánto financiamiento tenga.

La incompetencia administrativa es inevitable y algunas políticas, cuando se ponen en práctica, se revelan como alocadas. Pero este problema puede

201 Sheila Bair, *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself* (Nueva York: Simon and Schuster, 2012).

202 Véase Janet Currie, "The Take up of Social Benefits", National Bureau of Economics Research Working Paper n.º 10488 (mayo del 2004), <http://www.nber.org/papers/w10488.pdf>

superarse. Si una política pública es prioritaria, probablemente sea administrada por un equipo enérgico y competente que pueda superar los obstáculos. Durante una trampa de liquidez, las políticas de estímulos fiscales deben ser prioridad. Los obstáculos a los programas de gasto gubernamental necesitan superarse rápidamente para revivir la demanda antes de que la histéresis y la inestabilidad política se instalen por un largo tiempo.

La administración de los beneficios de seguridad social y las tasas de aceptación

Así como las guías tributarias determinan implícitamente una política fiscal, del mismo modo lo realiza la administración de los programas de seguridad social. Esto se hace evidente en las bajas tasas de aceptación que tienen tales programas en Estados Unidos. De todos los que son elegibles para ser beneficiarios en cualquier tiempo dado, solamente una pequeña fracción los toma. Muchos programas de beneficios de vivienda, por ejemplo, tienen tasas de aceptación inferiores al 50 %, incluso programas ampliamente adoptados como el Crédito de Ingreso Ganado (EIC, por sus siglas en inglés) tienen tasas de aceptación por debajo del 90 %.²⁰³

Las bajas tasas de aceptación reducen el gasto del Gobierno. En el 2010, los Gobiernos estatales y federal de Estados Unidos gastaron cerca de 900 000 millones en programas de beneficios públicos aparte de la

203 Casey Mulligan, *The Redistribution Recession* (Nueva York: Oxford University Press, 2012). Véase también Robert Barro, "The Folly of Subsidizing Unemployment", *Wall Street Journal*, 30 de agosto del 2010.

seguridad social y de Medicare. Un incremento del 5 % en las tasas de aceptación se convertiría en un incremento del ingreso de decenas de miles de millones de dólares.

Una de las causas de las bajas tasas de aceptación es el procedimiento de aprobación para decidir cuáles beneficios deben obtenerse. Por ejemplo, las agencias gubernamentales pueden exigir entrevistas personales para vetar potenciales beneficiarios. Esto reduce el número de beneficiarios fraudulentos, pero también disminuye las aceptaciones entre los individuos elegibles, quienes no pueden presentarse a una entrevista por muchas razones diferentes, incluyendo obligaciones laborales. El voto es por tanto una acción de balanceo, en ocasiones muy cruel. Destinatarios merecedores de programas de asistencia social pueden perder el acceso a los programas a causa de filtros diseñados para prevenir falsos tomadores. Pero ninguna agencia desembolsa fondos de asistencia social sin suscribir ciertos actos de veto, lo que implica que esta transacción termina por considerarse necesaria.

Siempre y cuando las agencias veten a los aplicantes a programas de asistencia social, la elegibilidad debe depender del ciclo económico. En el límite inferior igual a cero, suministrar algún tipo de beneficios a las personas en situación de indigencia producirá un mayor beneficio social del que se produciría en tiempos ordinarios, porque el incremento en el gasto de estas personas está sujeto a un efecto multiplicador más grande que en tiempos ordinarios. En el límite inferior igual a cero un nivel más alto de aplicación lleva a una inflación más alta y a mayores tasas de interés sin aumento en la producción. Si se asume que el costo de las aplicaciones fraudulentas es constante a lo largo del ciclo económico, las agencias gubernamentales deberían buscar que las aplicaciones a los programas

de beneficios fueran más altas durante las trampas de liquidez. Cuando la economía se encuentra en el límite inferior igual a cero, aumentan las tasas de aceptación a programas de asistencia, ya sea que las solicitudes sean verdaderas o falsas; en cambio, cuando la economía está bien, esas mismas tasas tienden hacia la baja. La agencia que vete procedimientos para programas de asistencia social debería ajustarse de acuerdo con lo anterior.

Sin embargo, ¿qué hay acerca de la preocupación sobre la rendición de cuentas reflejada en el estricto control legislativo sobre la política fiscal en la mayoría de las democracias? Si los administradores usan su discrecionalidad sobre la política pública para expandir los estímulos fiscales en el límite inferior igual a cero, los legisladores pierden algo de control sobre la política fiscal. Así, ¿los estímulos fiscales propuestos en esta sección riñen con el núcleo de los valores democráticos?

Debería existir una preocupación sobre la invasión administrativa dentro de la política fiscal. Pero las recomendaciones presentadas en este capítulo no atribuyen un nuevo poder a las burocracias. Las agencias gubernamentales ya ejercen cierto nivel de discrecionalidad con respecto a las reglas de retención en la fuente o sobre los procedimientos para calificar a beneficiarios de programas de asistencia social. Los estímulos fiscales recomendados en esta sección usan esta discrecionalidad ya existente para un nuevo fin —la política macroeconómica— más que para aumentar de manera unilateral el poder administrativo. De hecho, la política fiscal expansiva hace difusa la respuesta gubernamental a la demanda agregada inadecuada por medio de las agencias, una solución más legítima que concentrar el poder macroeconómico en

una sola agencia, como el banco central o una agencia fiscal con capacidad de implementarla.

¿Cuáles programas de gasto?

Si los programas de asistencia social siempre gastan una cantidad fija, mayores tasas de aceptación en los programas, que estén inducidas por la discrecionalidad administrativa, conducen a mayor redistribución del gasto gubernamental, pero no a un mayor incremento de este. Como resultado, las agencias no deben usar su discrecionalidad para aumentar los programas de gasto “discrecional”, los cuales están sujetos a presupuestos anuales fijos. Sin embargo, muchos programas de asistencia social confieren derechos. Un programa de derechos (por ejemplo, Medicare) garantiza beneficios a todos los miembros de un grupo sin importar sus límites presupuestales. El Gobierno gasta más cuando más personas toman un programa de derechos. La demanda agregada, por tanto, aumenta cuando las agencias usan su discrecionalidad para aumentar las tasas de aceptación en programas de derechos, tal como deberían hacerlo durante las trampas de liquidez.

La sugerencia de que las agencias administrativas usen su discrecionalidad para expandir el grado de elegibilidad para programas de asistencia social en el límite inferior igual a cero asume que con un mayor nivel de gasto en estos programas se incrementa la demanda agregada. Algunos no están de acuerdo con esto en relación con ciertos programas. En el texto *The Redistribution Recession*, Casey Mulligan argumenta que, mediante la flexibilización de la elegibilidad para seguros de desempleo para un periodo mayor a veintiséis semanas después del despido y durante un año,

el Gobierno de Estados Unidos incentiva el desempleo y a que las personas estén por fuera de la fuerza laboral. Esto lleva a un largo e innecesario nivel de desempleo²⁰⁴.

La visión de Mulligan —la ampliación de los subsidios por desempleo incrementa el desempleo y reduce la producción— ha sido ampliamente cuestionada. Los estudios empíricos más recientes sugieren que el incremento en la duración del desempleo no influye ni en el aumento ni en la disminución de la tasa de desempleo²⁰⁵. En consecuencia, la afirmación de Mulligan sobre los seguros de desempleo no se sostiene (ya que son afirmaciones según las cuales los subsidios al desempleo disminuyen el desempleo mediante el incremento de la demanda agregada). Pero aun si se acepta el argumento de Mulligan, no puede aplicarse a todos los programas de asistencia social. Aunque es posible que algunos de estos programas, como el

204 Véanse Gabriel Chodorow-Reich, John Coglianese, y Loukas Karabarbouni, "The Limited Macroeconomic Effects of Unemployment Benefit Extensions", <http://scholar.harvard.edu/chodorow-reich/publications/limited-macroeconomic-effects-unemployment-benefit-extension>; John Coglianese, "Do Unemployment Insurance Extension Reduce Employment?", (30 de noviembre del 2015), http://scholar.harvard.edu/files/coglianese/files/coligane_2015_ui_extnesion.pdf. Estos documentos utilizan pronósticos de errores de desempleo que inevitablemente señalan una tasa de desempleo más generosa en unas áreas que en otras, como un "experimento natural" por el efecto de unos más generosos beneficios de desempleo.

205 Para un ejemplo de la discrecionalidad del IRS en acción obsérvese que las tasas de auditoría son más altas en Estados Unidos durante administraciones democráticas que durante las republicanas. Véase Sutirtha Bagchi, "The Political Economy of Tax Enforcement: A Look at the IRS from 1978-2010" (12 de marzo del 2015), <http://ssrn.com/abstract=2091796>

seguro de desempleo y el seguro de discapacidad, reduzcan la oferta laboral, otros programas, como el de crédito de ingreso ganado en Estados Unidos, incrementan la participación de la fuerza laboral. Así, incluso aquellos que rechazan la intervención por medio de estímulos fiscales que motivan el placer y el ocio deberían apoyar la expansión de la elegibilidad para el EIC en el límite inferior igual a cero. La expansión del EIC aumenta el incentivo del empleo y estimula la demanda agregada en el límite inferior igual a cero.

Límites del alcance de la política fiscal expansiva por medio de la acción administrativa

Al utilizar el poder regulatorio de los Estados para estimular la economía se obtienen beneficios macroeconómicos, pero también se crean riesgos. Si las agencias gubernamentales implementan políticas fiscales expansivas casi al azar, pueden darse estímulos fiscales oportunistas o excesivos. En esta sección considero formas para mitigar estos riesgos.

Las acciones de la política fiscal expansiva no pueden exceder los límites preexistentes sobre la discreción administrativa

La política fiscal expansiva mediante acciones administrativas introduce el riesgo de administradores deshonestos. Si un administrador del IRS, por ejemplo, piensa que el Gobierno recauda demasiado ingreso tributario, el administrador puede usar la excusa de la política fiscal expansiva para implementar sus propias preferencias.

Para mitigar este riesgo, la política fiscal expansiva debe restringirse a la legítima discrecionalidad preexistente de las agencias gubernamentales. En la delegación de la autoridad en una agencia, el Parlamento especifica un conjunto de políticas que son obligatorias para la agencia y un conjunto de prohibiciones, mientras que otras políticas quedan a discreción de la agencia. Al margen de estos requerimientos formales, las agencias desarrollan normas que se relacionan con lo que es obligatorio, prohibido o discrecional. La política fiscal expansiva usa esta tercera, la discrecionalidad, para establecer las políticas para estimular la economía. Se ha visto que esto es lo que se hace. A inicios de la década de 1990, el IRS utilizó su discrecionalidad para hacer retroceder las tasas de retención en la fuente para estimular la economía. Esta acción estaba dentro de los límites de las normas existentes. Las agencias no pueden y no deberían implementar estímulos fiscales franqueando prohibiciones expresas del Parlamento, pero cuando están en el límite, pueden alcanzar resultados útiles. Con esta restricción, la política fiscal expansiva mediante agencias gubernamentales no implica riesgos adicionales de comportamiento administrativo deshonesto.

Cuando los funcionarios ya se encuentran en los límites, no pueden ir más allá, una razón más para no tener que preocuparse por los deshonestos. Considerese el caso de los funcionarios del IRS que piensan que el Gobierno recauda demasiados impuestos y ejercen su discrecionalidad al decidir modificar la política impositiva para reducir el recaudo²⁰⁶. Si estos

206 Véase Interagency Working Group on Social Cost of Carbon, Gobierno de Estados Unidos, "Technical Support Document: Social Cost of Carbon for Regulatory Impact Analysis under Executive Order 12866", febrero del 2010,

funcionarios ya ejercen su autoridad discrecional en favor de los contribuyentes, no tendrán alcance con la política fiscal expansiva en el límite inferior igual a cero. Y el derecho y las normas confinan a estos administradores para que no se sobreactúen, sin importar si los estímulos son verdaderas preocupaciones.

De hecho, la Circular 2008-83 del IRS mostró cómo el derecho y las normas constriñen a las agencias en sus intentos de perseguir una política fiscal expansiva. Cuando el IRS vulneró normas en su persecución de la política fiscal expansiva, el derecho intervino. El Congreso derogó la circular y al mismo tiempo aprobó una expansión fiscal masiva.

Únicamente los administradores que no usen ya su poder discrecional hasta el límite gozan de libertad para implementar la política fiscal expansiva en el límite inferior igual a cero. Como resultado, la política fiscal expansiva de las agencias gubernamentales no expande el alcance de la discrecionalidad administrativa. Por el contrario, direcciona su preexistente discrecionalidad de una nueva manera.

La coordinación de la política fiscal expansiva por medio de una agencia gubernamental

Restringir la política fiscal expansiva a conductas dentro de la discrecionalidad ya existente de las agencias gubernamentales limita el alcance del comportamiento deshonesto. Pero esto no asegura que las agencias implementen la política fiscal expansiva sabiamente.

<http://obamawhitethehouse.archives.gov/sites/default/files/omb/infotreg/for-agencies/Social-Cost-of-Carbon-for-RIA.pdf>

Las agencias no contratan expertos en macroeconomía. Condicionadas solo por sus propios criterios, cada agencia podría poner un peso diferente sobre los imperativos para estimular, llevando a estímulos inconsistentes y menos efectivos.

Un “zar” del derecho y macroeconomía, tal como el que aquí propongo y que denomino OFRA, reduce estos riesgos. Cuando los expertos de la OFRA determinen que la demanda agregada es inadecuada y que los multiplicadores fiscales son superiores a uno, podrían instruir a las agencias a usar su discrecionalidad sobre el gasto y el recaudo de ingresos para buscar estímulos.

La OFRA debería también facilitar la aplicación consistente de la política fiscal expansiva mediante las agencias gubernamentales. Por medio de la publicación de una estimación oficial de multiplicadores fiscales relevantes y de la revisión del uso de estas estimaciones por parte de las agencias, la OFRA se aseguraría de que todas las agencias usen consistente y sensiblemente los estimados macroeconómicos en la persecución de la política fiscal expansiva.

Al hacer esto, la OFRA haría por las externalidades macroeconómicas —los multiplicadores del gasto mayores a uno— lo que la OIRA hace ahora por las externalidades asociadas con el cambio climático. Casi cualquier regulación producida por una agencia gubernamental afecta las emisiones de carbono, pero la mayoría de las agencias no tienen experticia para estimar los daños asociados con tales emisiones. Para calcular consistentemente el “costo social del carbono”, la OIRA estableció un grupo de trabajo interagencias. Una vez que el grupo de trabajo calcula los costos estimados, todas las agencias gubernamentales son instruidas para usarlos cuando evalúan los efectos en el cambio climático de la regulación aprobada. La OIRA, de este modo, facilita políticas públicas consistentes

sobre el cambio climático por medio de las agencias regulatorias. La OFRA debería hacer algo similar en relación con las externalidades macroeconómicas, mediante el cálculo de los “beneficios sociales del gasto”, que estimaría el multiplicador fiscal durante las crisis prolongadas.

Conclusión de la primera parte de este libro

A lo largo de este capítulo y de toda la primera parte de este libro hemos visto el límite cada vez más pequeño entre la política monetaria, la política fiscal y el derecho. Si la política monetaria no convencional eventualmente desconoce el orden constitucional de la Unión Europea, y la interpretación y la administración de las leyes tributarias alteran la política fiscal, entonces la línea divisoria entre la política monetaria, la política fiscal y la política legal tendería a desvanecerse.

Vimos también que las agencias gubernamentales normalmente fallan en aprovechar un sinnúmero de oportunidades para desarrollar estímulos fiscales. Esta falla en la acción revela la ausencia de la relación entre derecho y economía en la discusión sobre política pública. Si la política macroeconómica es el terreno de los legisladores y de los banqueros centrales, pero no de los abogados y de otros reguladores y administradores, entonces no debería sorprender que estos últimos actores pierdan las posibilidades de mejorar la política macroeconómica en el límite inferior igual a cero. Al resaltar la interacción entre derecho y macroeconomía se espera que se haga posible que las políticas de estabilización, tanto fiscal como monetaria, sean más efectivas en el futuro. Las oportunidades para los estímulos abundan, pero se necesitan lentes de derecho y macroeconomía para verlas.

Tras explorar el papel que desempeña el derecho, la regulación y la administración en la política fiscal y en la política monetaria, en la segunda parte de este trabajo se girará hacia el potencial del derecho para estimular la demanda por medio de canales privados, sin alterar directamente el gasto gubernamental o la generación de ingresos públicos. Se comienza con el caso del oleoducto Keystone del 2010 y 2011, tiempo en el cual se necesitó ampliamente de la política expansiva y momento en el cual el derecho hubiera podido aprobarla.

Segunda parte

**Los pros y contras de
la política legal expansiva**

La política legal expansiva: el caso del oleoducto Keystone

La intercambiabilidad parcial entre derecho y política fiscal es fácil de ver. Por ejemplo, cuando los Gobiernos quieren proteger el planeta del cambio climático, pueden cambiar la regulación (que es derecho), pero también pueden cambiar la tributación y el gasto gubernamental (política fiscal). La mayoría de los países usan una combinación de derecho y de política fiscal para gestionar el cambio climático o cualquier otra “externalidad” que resulte del funcionamiento de la economía. En Estados Unidos, la investigación en tecnología para mitigar el daño causado por el carbono, como la optimización de baterías, es apoyado mediante gasto público. Los impuestos a la gasolina reducen el consumo de combustible. Los paneles solares, autos eléctricos y dispositivos energéticamente eficientes se subsidian mediante recursos públicos. Estos recursos son usados por la política fiscal para reducir las emisiones de carbono. En relación con la regulación y el derecho, Estados Unidos (o algunas partes, por lo menos) establecieron ciertos niveles de eficiencia del combustible de los automóviles e introdujeron el Plan de Energía Limpia para limitar las emisiones de

dióxido de carbono de las plantas de energía. (La administración Trump estructuró proyectos para rescindir la regulación del Plan de Energía Limpia en el 2018^[207]).

Los economistas y abogados debaten sobre los alcances microeconómicos de la tributación y la regulación. Cada diseñador de política pública ofrece un conjunto de oportunidades y debilidades. Para el propósito de este trabajo, el debate está al margen del tema principal. Lo verdaderamente importante es que los Estados usan el derecho y la política fiscal como mecanismos para implementar políticas medioambientales y en muchos otros dominios de la política pública.

Tal como pasa con la política medioambiental sucede con la política macroeconómica. El comportamiento económico causa externalidades sobre el cambio climático que justifican la regulación. El gasto genera “externalidades en la demanda agregada” en el límite inferior igual a cero, lo que hace necesaria la intervención legal o regulatoria. Los increíbles multiplicadores del gasto que caracterizan el límite inferior igual a cero en las tasas de interés reflejan el tamaño de esas externalidades en la demanda agregada.

Como vimos, durante la Gran Recesión, la ineeficacia legislativa y la aversión a la deuda pública limitaron la política fiscal expansiva. El límite inferior igual a cero sobre las tasas de interés hizo que la política monetaria convencional resultara ineeficaz. En estas circunstancias, los diseñadores de política pública deberían haber

207 Juliet Eilperin, “Trump Administration Proposes Rules to Relax Carbon Limits on Power Plants”, *Washington Post*, 21 de agosto del 2018, https://www.washingtonpost.com/national/health-science/trump-administration-proposes-rules-to-relax-carbon-limits-on-power-plants/2018/08/21/b46b0a8a-a543-11e8a656-43eefab5daf_story.html?utm_term=.f172bc2410d8

tenido en cuenta las herramientas legales y regulatorias, tal como lo hacen normalmente en otras áreas de la política pública.

El uso que hacen los Estados del derecho y la regulación para estimular una demanda débil es denominado en este trabajo política legal expansiva. Esta política amplía el alcance de las respuestas frente a una demanda agregada inadecuada. En vez de apoyarse en uno o dos instrumentos para estimular la economía, como la política monetaria o la política fiscal, la política legal expansiva ofrece muchos otros instrumentos: si casi cualquier decisión legal afecta el gasto, asimismo cualquier decisión legal crea una oportunidad para diseñar políticas macroeconómicas.

La economía del restaurante ofrece un ejemplo sencillo de la manera como la política legal expansiva funciona. El Gobierno debe actuar promulgando una orden —sustentada en consecuencias sancionatorias— para que cada consumidor adquiera más almuerzos. Una orden debidamente diseñada puede hacer que la demanda de almuerzos se equilibre de nuevo con la oferta.

Tal como pasa con la política fiscal expansiva, la política legal expansiva aumenta la demanda de bienes y servicios. Ello sucede al menos en teoría. Pero, en la práctica, tanto la política legal expansiva como las políticas monetarias y fiscales se enfrentan a una serie de obstáculos institucionales. En este y el siguiente capítulo exploró las virtudes y los inconvenientes de la política legal expansiva mediante el análisis del proceso de aprobación que rodeó el caso del oleoducto Keystone entre el 2005 y el 2018.

El oleoducto Keystone y el derecho y macroeconomía

En el 2005, TransCanada, una compañía de energía con base en Alberta, propuso la construcción de un oleoducto que llevaría crudo desde los pozos petrolíferos del occidente canadiense hacia la costa del golfo de Estados Unidos²⁰⁸. Ya que el oleoducto cruzaba la frontera entre Canadá y Estados Unidos, el oleoducto requería la aprobación del Departamento de Estado de Estados Unidos, que la compañía buscó directamente en el 2008^[209]. La Orden Ejecutiva 13 337, emitida para interpretar el papel desempeñado por el Departamento de Estado en la implementación de muchas leyes que fueron aprobadas por el Congreso, le encargó al Departamento de Estado que determinara si el oleoducto era de “interés nacional”, una “determinación que tenía que ver con implicaciones en lo económico, lo medioambiental, la seguridad nacional y la política exterior”²¹⁰. Al principio pareció que el Departamento de Estado aceptaría el proyecto, pero recularon después del 2010. El Congreso intervino y, a finales del 2014, pasó una ley aprobando la construcción, que luego el presidente Obama vetó. Poco después de esto, 62 senadores votaron para la anulación del voto, apenas el margen requerido. Mientras tanto, el proceso en el

208 Coral Devenport, “Keystone Pipeline, Cons and Steps to Final Decision”, *New York Times*, 18 de noviembre del 2014, <http://www.nytimes.com/2014/11/19/us/politics/what-does-the-proposed-keystone-xl-pipeline-entail.html>

209 House Energy and Commerce Committee, “Keystone XL Opposition Turns to Beetle in the Effort to Block the \$7 Billion Project, Its Thousands of Jobs, and Energy Security”, 6 de marzo del 2013, <http://energy.commerce.house.gov/content/keystone-xl>

210 Davenport, “Keystone Pipeline Pros, Cons”.

Departamento de Estado continuó y a finales del 2015 el presidente Obama anunció que la propuesta había sido rechazada, “finalizando una revisión de siete años que se había convertido en el símbolo del debate sobre las políticas sobre el cambio climático”²¹¹. Muy poco después de su posesión en el 2017, el presidente Trump emitió un memorando en el que reclamaba la reconsideración de la negación²¹². En ese momento, el Departamento de Estado aprobó la construcción²¹³.

Por qué se necesita el derecho y macroeconomía: la inadecuación del análisis convencional de costo y beneficio

La propuesta del oleoducto Keystone provocó enormes y continuas controversias porque demandó una negociación entre importantes objetivos de los sistemas legales y regulatorios²¹⁴. Por un lado, el oleoducto ofrecía muchos beneficios, incluyendo la provisión

211 Coral Davenport, “President Rejects Keystone Pipeline, Invoking Climate”, *New York Times*, 7 de noviembre de 2015, A1.

212 Véase el memorando del presidente Donald J. Trump a la Secretaría del Estado y a la Secretaría de Defensa, “Presidential Memorandum Regarding Construction of the Keystone XL Pipeline”, 24 de enero del 2017, Casa Blanca, <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/01/24/presidential-memorandum-regarding-construction-keystone-xl-pipeline>

213 Véase Clifford Krauss, “U. S., In Reversal, Issues Permit for Keystone Oil Pipeline”, *New York Times*, 24 de marzo del 2017, <http://www.nytimes.com/2017/03/24/business/energy-environment/kystone-pipeline-html>

214 Ver “Keystone XL Pipeline Political Timeline”, Ballotpedia, http://ballotpedia.org/Keystone_XL_Pipeline_political_timeline

confiable de petróleo para Estados Unidos (antes de la revolución del “petróleo de esquisto”), 40 000 nuevos puestos temporales de trabajo, la promoción de la buena relación entre Estados Unidos y Canadá, y las ganancias derivadas del transporte del petróleo desde un lugar donde era relativamente barato a uno donde era relativamente costoso²¹⁵.

Por otra parte, implicaba daños dignos de señalar-se. Ya que los combustibles de los pozos petroleros de Canadá emiten más dióxido de carbono por unidad que cualquier otro tipo de petróleo, la construcción del oleoducto habría apresurado el cambio climático debido al excesivo dióxido de carbono en la atmósfera. Aunque las emisiones adicionales asociadas con el proyecto Keystone habrían sido menores al 1 % del total de las emisiones de Estados Unidos, el oleoducto, no obstante, significaba nuevas inversiones en la economía de los combustibles fósiles, que son los tipos de inversiones a las que los activistas del cambio climático se oponen. La construcción del oleoducto también creaba riesgos de fuga de petróleo que podrían dañar los débiles y singulares ecosistemas de las montañas de arena de Nebraska y las tierras tribales de nativos americanos cerca al oleoducto.

El análisis convencional de costo y beneficio —el tipo clásico del análisis económico del derecho— evalúa importantes características de los proyectos como el de Keystone²¹⁶. Desde esta perspectiva, la aproba-

215 Davenport, “Keystone Pipeline Pros, Cons”.

216 El análisis de costo y beneficio no siempre es tan riguroso. En algunos casos, el costo se estima mediante la producción perdida más que por los excedentes perdidos. La producción perdida es un indicador pobre pero fácilmente estimable para los costos, por ejemplo, de restricciones de registro. Falla en tener en cuenta el hecho de que los

ción del oleoducto produce beneficios para los consumidores y productores de petróleo. La diferencia en dólares del valor de petróleo en los pozos petroleros canadienses y el petróleo en el costa del golfo de Estados Unidos, multiplicado por la cantidad de petróleo transportado por el Keystone, constituyen los principales beneficios del proyecto; además de los beneficios diplomáticos con Canadá logrados con la aprobación del Keystone. Estos beneficios son difíciles de cuantificar, pero el análisis de costo y beneficio requiere que sean cuantificados. Los costos del Keystone incluyen la construcción, el daño medioambiental causado por las emisiones adicionales de dióxido de carbono y el valor de mitigar y limpiar los derrames de petróleo. Estos costos también son difíciles de cuantificar, aunque también son dados en valores en dólares (a pesar de la fuerte y estridente crítica²¹⁷).

El análisis de costo y beneficio convencional ignora la creación de puestos de trabajo y la fricción en el mercado laboral²¹⁸. Los trabajadores y el capital son

consumidores, trabajadores e inversionistas pueden sustituir otros bienes o trabajos para reemplazar lo que se restringe mediante la regulación.

217 Para una discusión detallada de las ventajas morales y prácticas, así como de las desventajas del análisis convencional de costo y beneficio, véase Amartya Sen, "The Discipline Cost-Benefit Analysis", *Journal of Legal Studies* 29, (2000): 931-952. Aunque es importante tener en cuenta estos aspectos en la aprobación de proyectos, el análisis convencional de costo y beneficio también ignora un asunto importante. El análisis convencional omite las consideraciones deontológicas, como el hecho de que podemos poner un precio a la degradación de un ecosistema único y frágil.

218 En teoría, el análisis de costo y beneficio siempre compara los trabajos creados por el proyecto con los trabajos que las personas hubieran tenido de otra manera, e incluye las

tratados como los costos dados de un proyecto, y se asume que cualquier trabajador o cualquier unidad de capital que no se dedique al proyecto será utilizado (ligeramente menos) en otro lugar²¹⁹.

El derecho y macroeconomía mejora el entendimiento de los costos y los beneficios mediante la consideración de la fricción en el mercado laboral. Pero la ignorancia sobre la fricción en este mercado es solo uno de los síntomas de un problema mucho más amplio. El análisis convencional de costo y beneficio pasa enteramente por alto la disciplina macroeconómica. Cualquier análisis de costo y beneficio que no tenga en cuenta el efecto de la política pública en la demanda agregada es incompleto, por no decir lo menos. Las variables macroeconómicas, como el desempleo y la producción, deben contemplarse.

El efecto potencial del proyecto Keystone sobre la demanda agregada

En el 2011, el Departamento de Estado describió los efectos de corto plazo del proyecto Keystone:

diferencias entre estos dos números como un beneficio. Véase Anthony E. Boardman, David Greenberg, Aidan Vining y David Weimar, *Cost-Benefit Analysis: Concepts and Practice* (Nueva York: Pearson Press, 2010), 99-106. En la práctica, sin embargo, esto implica el conocimiento de los salarios de los trabajadores, una cantidad muy complicada de establecer. Por consiguiente, este ajuste normalmente se ignora.

²¹⁹ Jonathan Mansur y Eric Posner ofrecen una crítica mordaz de esta defectuosa suposición. Véase Jonathan Mansur y Eric A. Posner, "Regulation, Unemployment, and Cost-Benefit Analysis", *Virginia Law Review* 98, (2012): 579-634.

Durante la construcción, habría impactos positivos temporales a nivel socioeconómico como resultado del empleo local, los impuestos sobre los ingresos de los trabajadores, el gasto de los trabajadores de la construcción, y el gasto en bienes y servicios de la construcción. La fuerza laboral de la construcción consistiría aproximadamente de entre 5000 y 6000 trabajadores, incluyendo a los trabajadores de Keystone, los empleados del contratista y el equipo de inspección medioambiental. Así se generarían unos salarios anuales de entre 349 y 419 millones de dólares. Un estimado de entre 6580 y 6650 millones de dólares se gastarían en materiales, suministros, servidumbres, ingeniería, permisos y otros costos²²⁰.

Con un multiplicador de límite inferior cero estimado de 1,7, esta construcción, a su vez, produciría otra buena cantidad de miles de millones en gasto adicional de terceras partes: externalidades positivas de la demanda agregada del gasto inicial.

La aprobación del Keystone habría incrementado la demanda agregada en una considerable cantidad solo con un proyecto. En comparación, la Oficina de Presupuesto del Congreso estimó que la ARRA agregaría 750 000 nuevos puestos de trabajo a la economía en el segundo trimestre del 2012^[221], cuando la construcción

220 United States Department of State, Bureau of Ocean and International Environmental and Scientific Affairs, *Executive Summary: Final Environmental Impact Statement for the Proposed Keystone XL Project ES-22*, 26 de agosto del 2011, <http://keystonepipeline-xl.state.gov/documents/organization/182010.pdf>

221 Véase Congressional Budget Office, “Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from April 2012 through June 2012”, agosto del 2012, <http://www.cbo.gov/sites/>

del Keystone estuviera en su máxima actividad. Por tanto, la sola aprobación del Keystone habría asociado un estímulo al empleo de corto plazo, incluyendo puestos de trabajo indirectos, igual al 5 % del efecto de la principal respuesta fiscal de Estados Unidos a la Gran Recesión.

El análisis macroeconómico de costo y beneficio en el caso del proyecto Keystone

Solo los efectos positivos sobre la demanda agregada no significan que Keystone debería haber sido aprobado. Las consecuencias macroeconómicas del proyecto deberían haberse considerado entre otros muchos posibles resultados. Más aún, el efecto de Keystone sobre la producción y el empleo no es inmutable, depende del estado de la economía. En algunos momentos, un impulso de la demanda agregada es útil, y en otros tiempos, no.

Durante las condiciones ordinarias de la economía, con tasas de interés muy por encima de cero, los efectos de la demanda agregada deberían desempeñar un papel secundario en el análisis de costo y beneficio de un proyecto como el Keystone. Cuando la economía está cerca de su capacidad, las inversiones en infraestructura no se trasladan a una mayor producción. Por el contrario, llevan la producción de un proyecto a otro: uno es construido a costa de otro. El resultado son tasas de interés y precios más altos en lugar de una mayor producción. En estas circunstancias es

defuault/files/112th-congress-2011-2012/reports/arrao-ne-col00.pdf. (Los 750 000 trabajos estimados surgen del punto medio de la corta estimación de la Oficina de Presupuesto del Congreso de 200 000 trabajos adicionales y la amplia estimación de 1,3 millones de trabajos adicionales).

razonable asumir que, como lo hace el análisis convencional de costo y beneficio, la mayoría de los trabajadores y del capital encontraría otras alternativas para usarse. Así, cuando las tasas de interés están muy por encima de cero, el análisis de costo y beneficio debería ignorar ampliamente la demanda agregada, como normalmente lo hace.

Supóngase que la economía del restaurante está funcionando a su capacidad y que algunos trabajadores en su dimensión de consumidores solicitan al Gobierno permiso para fumar cigarrillos en el restaurante, lo que está prohibido en la actualidad. El hecho de fumar en el restaurante da a los fumadores un placer que se valúa en 100 dólares, pero crea externalidades —los fumadores pasivos— que causan daños valuados en 150 dólares a los demás comensales. La aprobación de la petición significa que las personas que deseen fumar en el restaurante comprarán los almuerzos en vez de que lo hagan las personas que estarán sujetas a ser fumadores pasivos. Ya que el hecho de fumar en el restaurante causa daños a terceros, además de afectaciones que son mayores a los beneficios que genera a los fumadores y no influye en la producción, el Gobierno debería negar la petición.

Pero si hay un exceso de capacidad en el restaurante —por ejemplo, en el límite inferior igual a cero— el Gobierno debería considerar la autorización de fumar, ya que el incremento de la compra de almuerzos se usaría para aumentar la demanda agregada. Una comparación entre los beneficios que produce el hecho de fumar a los fumadores y los daños que se les imputan a terceros no permite proferir la autorización. Por el contrario, el Gobierno también necesita considerar los efectos de la petición en la demanda agregada. La autorización para fumar en el restaurante probablemente cambie la demanda agregada de almuerzos. La

demandas de almuerzos por parte de los fumadores incrementa mientras que la demanda de almuerzos por parte de los no fumadores se reduce. Si el efecto neto es incrementar la demanda de almuerzos, entonces la aprobación de la petición incrementa la producción y el empleo, mediante la provisión de beneficios a los trabajadores y a los propietarios del restaurante. El Gobierno aún necesita comparar los beneficios de permitir fumar con el daño causado a los trabajadores por el hecho de que se fume, pero las condiciones macroeconómicas indican que los efectos de la petición en la demanda agregada también deben considerarse.

En el caso de Keystone, el Gobierno efectivamente rechazó la solicitud de los fumadores mientras que las mesas del restaurante permanecían vacías. Posponer la aprobación en el 2010 y el 2011, cuando las tasas de interés eran de cero y el desempleo alto, significó que los trabajadores de la construcción, que hubieran estado empleados, permanecieran ociosos. Otros recursos, asimismo, resultaron desatendidos, pues no fueron ubicados en otro lugar.

Las compras de construcción también crean una *externalidad de la demanda agregada* indirecta en el límite inferior igual a cero sobre las tasas de interés, que no tienen en condiciones económicas ordinarias²²². Cuando un comprador privado como TransCanada compra fuerza laboral y capital, el ingreso que resulta tiene importantes efectos multiplicadores ya que los trabajadores empleados por TransCanada incrementan sus propias compras, lo que aumenta la producción y el

²²² Farhi y Werning presentan un modelo en el cual las compras gubernamentales tienen externalidades sobre la demanda agregada. Emmanuel Farhi e Ivan Werning, "A Theory of Macroprudential Policies in the Presence of Nominal Rigidities", *Econometrica* 84, (2016): 1645-1704.

empleo un poco más. Estos efectos son un resultado externo de las decisiones de compra de TransCanada que no se internalizan. Este multiplicador es más alto en el límite inferior igual a cero porque una demanda agregada inadecuada (reflejada en la tasa de interés de cero), y no las restricciones de capacidad, es lo que está limitando la producción y el empleo. Cuando se consideran estas externalidades dependientes del ciclo económico, el análisis de costo y beneficio cambia de la misma manera en que lo hace si se considerara cualquier otra externalidad. La construcción de Keystone durante una trampa de liquidez podría ser eficiente (esto es, sus beneficios exceden sus costos), porque las externalidades positivas que genera sobre la demanda agregada, cuando existe una situación de límite inferior igual cero, exceden las externalidades negativas que se producirían con su aprobación en tiempos ordinarios.

Robert Haveman *et al.*, entre otros, han hecho justo un análisis de costo y beneficio como ese de un proyecto de construcción genérico, teniendo en cuenta los resultados macroeconómicos²²³. Encontraron que, bajo ciertas condiciones adecuadas, los costos totales de la construcción de un proyecto como Keystone, en una situación de empleo total, se aproximan razonablemente bien mediante el estudio de los costos nominales de la construcción. Ello permite concluir que la aprobación del proyecto no cambiaría el nivel de empleo.

223 Véase Robert H. Haveman y Scott Farrow, "Labor Expenditures and Benefit-Cost Analysis Accounting in Times of Unemployment", *Journal of Benefit-Cost Analysis* 2, (2011): 1-9. Para una revisión crítica de literatura sobre el ajuste del análisis de costo y beneficio del empleo y otros efectos macroeconómicos véase Timothy J. Bartik, "Including Jobs in Benefit Cost Analysis", *Annual Review of Resources Economics* 4, (2012): 55-73.

En otras palabras, la construcción de Keystone en las condiciones económicas favorables del 2018 hubiera tenido pocos efectos económicamente visibles. Los autores estimaron que en una trampa de liquidez con alto desempleo –las condiciones dadas entre el 2009 y el 2015– el costo total de la construcción de un proyecto puede ser menos del 50 % del costo nominal²²⁴. Este resultado sugiere que, para el caso del proyecto Keystone, dadas sus externalidades negativas, no era una buena decisión aprobar su construcción durante la administración Trump. Pero los costos sociales de Keystone en el 2011 hubieran sido mucho menores que los costos del 2017, sugiriendo que el proyecto debería haberse aprobado en el 2011.

El Departamento de Estado fue incapaz de proveer un estimado como ese porque su trabajo asumía que el efecto económico de un proyecto no varía en el tiempo²²⁵. Sin embargo, como se vio a lo largo de la primera parte, por lo general esta suposición es equivocada. En una trampa de liquidez, la capacidad de producción excede la producción demandada. La oferta excede la demanda, así que un incremento en la demanda es

224 Robert H. Haveman y David L. Weimer, "Public Policy Induced Changes in Employment: Valuation Issues for Benefit-Cost Analysis", *Journal of Benefit-Cost Analysis* 6, (2015): 112-153; 147, tabla 4.

225 Especialmente, el modelo de input-output IMPLAN (Impact Analysis for PLANing) descrito en el apéndice O, del Suplemento Final del Análisis Medioambiental del Keystone, no parece incluir ningún parámetro que varíe con el ciclo económico. United States Department of State, Bureau of Ocean and International Environmental and Scientific Affairs, *Executive Summary: Final Environmental Impact Statement for the Proposed Keystone XL Projects ES-22*, 26 de agosto del 2011, <http://kyeastonepipeline-xl.stategov/documents/organization/182010.pdf>

adecuado, y los efectos del multiplicador de la demanda son altos. En una situación de empleo total, por el contrario, los *inputs* y la capacidad constriñen la producción. El incremento en la demanda no aumenta en general la producción, sino que reasigna la producción de una fuente de demanda a otra. Los efectos multiplicadores de la demanda son bajos.

Un mejor análisis del impacto económico, más sensible desde el punto de vista de la macroeconomía de Keystone, hubiera tenido en cuenta los efectos que varían en el tiempo. La investigación de Haveman *et al.* ofrece lo que el Departamento de Estado no brindó. Usan estimados de la probabilidad de que los empleados contratados por un proyecto evitan el desempleo, lo que permitiría que el análisis de costo y beneficio se ajuste con el ciclo económico. De acuerdo con los estimados de Haveman *et al.*, el estado del ciclo económico es un determinante importante de los verdaderos costos y beneficios de la regulación. Ignorar el estado del ciclo económico al momento de decidir sobre Keystone era tan imprudente como ignorar los efectos de Keystone sobre el medio ambiente.

Evidencia empírica de la efectividad de la política legal expansiva

Sobre la base del análisis del Departamento de Estado se puede tener la seguridad de que, durante una trampa de liquidez, los efectos aproximados de la construcción del Keystone sobre el gasto agregado hubieran sido positivos. Pero continúa la incertidumbre con respecto a los efectos secundarios²²⁶. Por ejemplo, una

226 Michael Greenstone mostró que, a largo plazo (20 años o más), cargas regulatorias adicionales disminuyen los

preocupación para cualquier propuesta de estímulo de la demanda es la confianza de los negocios y de los consumidores. Cuando el Gobierno usa la política fiscal para incrementar el gasto, los ciudadanos pueden preocuparse por los déficits y reducir el consumo y la inversión como respuesta a ello. De forma similar, la política legal expansiva puede hacer que los consumidores y los inversionistas se pongan nerviosos. Si las reducciones que resultan en el consumo y la inversión exceden el incremento en el gasto, el estímulo fallará. Debe tenerse en cuenta la confianza y el rango de otros factores si se está razonablemente seguro de que se está presentando una buena política pública.

En la actualidad no se tiene evidencia empírica acerca de tales efectos indirectos de la política legal sobre la demanda agregada; sin embargo, se cuenta con evidencia empírica acerca del tamaño de los efectos del

niveles de empleo en la industria objetivo. Michael Greenstone, "The Impacts of Environmental Regulations on Industrial Activity: Evidence from the 1970 and 1977 Clean Air Act Amendments and the Census of Manufactures", *Journal of Political Economy* 120, (2002): 1175-1219. La negativa a construir el oleoducto Keystone impone una alta carga regulatoria sobre la construcción del oleoducto. A largo plazo, la negativa del Keystone significa menor cantidad de trabajos en la industria de la construcción. Sin embargo, también a largo plazo, deberíamos esperar una declinación en el empleo de la industria de la construcción como resultado del menor empleo sobre toda la economía. Por el contrario, las personas no empleadas en la construcción deberían encontrar empleo en otra industria. Así, el estudio de Greenstone debería aplicarse a la decisión sobre el Keystone con amplia consideración. En el corto plazo, por otro lado, la pérdida de trabajos en la construcción no puede compensarse con trabajos adicionales en otra industria. Y la dificultad de encontrar trabajos alternativos fue particularmente aguda durante la Gran Recesión, cuando la apertura de nuevos trabajos era escasa.

gasto indirecto en otro contexto: el multiplicador fiscal. Como se vio antes, una amplia literatura muestra que, cuando hay trampas de liquidez, el incremento en el gasto gubernamental se traslada como un ingreso significativo a la producción, e incluso tiene un efecto positivo en la confianza, entre otros efectos indirectos. Si esto es cierto para el gasto directo del Gobierno, probablemente es cierto para el gasto inducido por el Gobierno en relación con la regulación. A falta de evidencia en contra, podría asumirse que el multiplicador sobre el gasto inducido por actuaciones legales es igual al multiplicador del gasto gubernamental. Esto sería así tanto para el proyecto Keystone como para cualquier otro proyecto que requiera aprobación gubernamental.

De hecho, se tienen razones para creer que el multiplicador del gasto legal sería más alto que el multiplicador del gasto directo del Gobierno. Cuando el Gobierno incurre en déficits, los consumidores prevén más altas obligaciones impositivas en el futuro y, por esto, reducen el consumo, lo que limita el impacto positivo en la demanda y la producción. La evidencia empírica fundamenta esta idea mediante el hallazgo de multiplicadores significativamente altos cuando un incremento en el gasto no se acompaña de una obligación futura de repago, algo que ocurre cuando el gasto es financiado por una jurisdicción superior (por ejemplo, los estados de Estados Unidos al gastar el dinero federal, o países de la Unión Europea al gastar recursos de la Unión en programas de desarrollo locales)²²⁷. El gasto inducido por una decisión que aprueba el Keystone no debería aumentar la deuda pública o

227 Para revisar esta literatura véase Chodorow-Reich, “Geographic Cross-Sectional”.

las obligaciones tributarias; así, debería resultar en un multiplicador mayor.

La política fiscal expansiva no significa desregulación

El rechazo del proyecto Keystone puede entenderse como la imposición de un tributo infinito sobre la construcción del oleoducto. Después de todo, la regulación normalmente se piensa como un tipo de impuesto: ambos obligan al pago (costos) que reduce el ahorro y la inversión. En términos generales, la menor imposición es expansiva, al incrementar el ingreso disponible se favorece el consumo y la producción²²⁸. Razonando por analogía, debería asumirse que la desregulación, como la disminución impositiva, estimula la economía. La política legal expansiva, entonces, es otro término para la desregulación que lucha contra la demanda deficiente en el límite inferior igual a cero.

Pero esto no es realmente una explicación de cómo la política legal expansiva o la regulación funciona. La regulación no es en todos los casos equivalente a la imposición. A la vez, una gran cantidad de regulación impone órdenes de gasto. Una orden de estas se asemeja a un programa híbrido entre gasto e imposición. El Gobierno establece un impuesto igual al costo de cumplir con la orden y entonces gasta lo recaudado en nivelar el aspecto regulado. Aunque este proceso es neutral frente a los déficits, tiene un efecto positivo sobre la demanda agregada porque los impuestos

228 Véase Lawrence J. Christiano, "A Reexamination of the Theory of Automatic Stabilizers", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 20, (1984): 147-206.

pagados de lo ahorrado se gastan tiempo después. En virtud de la regulación, el dinero, que de otra manera perdería valor en el límite inferior igual a cero, se usa de manera productiva.

Este principio también podría haberse aplicado en el caso Keystone. En vez de simplemente impedir su aprobación, el Departamento de Estado debió haber aprobado el oleoducto bajo condiciones que, además, incrementaran la demanda agregada. De hecho, debió buscar esto antes de que el proyecto se hundiera. En el 2011, el Departamento de Estado negoció estándares de construcción más altos, los cuales fueron rechazados en el proyecto Keystone original. Los niveles más altos habrían reducido el riesgo de daño medioambiental del oleoducto, previendo, de acuerdo con el Departamento de Estado, “un grado de seguridad sobre cualquier otro oleoducto construido a nivel doméstico”²²⁹. TransCanada aceptó y dijo que “adoptaría 57 condiciones especiales de proyectos específicos en el diseño, la construcción y las operaciones”. Esto incluyó sistemas de monitoreo mejorados que se extendieron a las pruebas del oleoducto, y el mejoramiento de los requisitos de construcción. El cumplimiento de estas condiciones implicó mayor contratación laboral y el uso de más capital que una aprobación sin condiciones, que hubiera sido la del proyecto de oleoducto inicial.

El costo de las órdenes de construcción adicionales dependía del ciclo económico. Para evaluar las órdenes de construcción, compárense los costos directos que

229 United States Department of State, Bureau of Oceans and International Environmental and Scientific Affairs, *Executive Summary: Final Environmental Impact Statement for the Proposed Keystone XL Project ES-22*, 26 de agosto del 2011, <http://keystonepipeline-xl.state.gov/documents/organization/182010.pdf>

imponían con los beneficios medioambientales que ofrecían. En el límite inferior igual a cero, los costos reales de la producción pueden ser tan bajos como la mitad de los costos de los titulares, ya que el proyecto reusó fuerza laboral y capital. Por tanto, los beneficios de las órdenes probablemente excedían sus costos en el límite inferior igual a cero más que en otros tiempos.

Lo que sucedió con el Keystone, sucede con muchas otras órdenes. Durante la Gran Recesión, por ejemplo, la EPA formuló una regulación que exigía a las plantas de energía que instalaran costosos depuradores de contaminación para reducir las emisiones de mercurio, entre otras emisiones perjudiciales. La EPA estimó que la regulación sobre la polución crearía 46 000 nuevos puestos de trabajo en el corto plazo, pero muy poco en el largo²³⁰. Esta regulación fue especialmente deseada cuando las tasas de interés estaban restringidas por el límite inferior igual a cero, como ocurrió durante la Gran Recesión.

En el límite inferior igual a cero, se requiere considerar los efectos de las decisiones regulatorias sobre la demanda agregada. Las intervenciones regulatorias que incrementan el gasto, como la aprobación del incremento de condiciones de seguridad medioambiental del oleoducto Keystone, se hacen aún más deseables en el límite inferior igual a cero porque incrementan la producción y el empleo, al hacer que la capacidad ociosa entre de nuevo en la línea de producción. Este valor dependiente del ciclo económico de la política legal es paralelo al valor dependiente del ciclo económico de la política fiscal. La política fiscal óptima cambia con

230 United States Environmental Protection Agency, *Regulatory Impact Analysis for Mercury and Air Toxics Standards*, diciembre del 2011, <http://www3.epa.gov/ttnecas1/reg-data/RIAs/matsriafinal.pdf>

el ciclo económico, con programas que incrementan la demanda agregada, tales como la inversión gubernamental en infraestructura, haciéndolos más interesantes en el límite inferior igual a cero que en otros tiempos. Si se cambia la manera de evaluar la política fiscal para considerar el ciclo económico, también debería cambiarse la forma de evaluar la regulación, a menos, por supuesto, que los problemas introducidos por la vinculación del derecho con la macroeconomía exceda los beneficios (una condición que se aplica a la política legal expansiva, así como a la política fiscal expansiva). El capítulo 9, por tanto, explora las dificultades de incorporar consideraciones macroeconómicas dentro de la evaluación legal del Keystone.

9

Los costos de la política legal expansiva

Tan solo por el hecho de que se pueda estimular la demanda agregada mediante el proceso regulatorio no se debe hacer siempre de ese modo. Así como sucede con las políticas monetaria y fiscal, las decisiones legales requieren negociación. Un objetivo deseable podría alcanzarse solo a costa de otro también deseable. Nuestras instituciones no son las óptimas para la implementación de la política legal expansiva; algunos de sus defectos inherentes hacen que no logren una adecuada estimulación de la economía. El oleoducto Keystone constituye un caso interesante al respecto. Su aprobación hubiera sido económicamente deseable durante la recesión, a pesar de los desafíos que hubiera generado. Estos desafíos constituyen los posibles obstáculos que hay que franquear al usarse el derecho para alcanzar objetivos macroeconómicos.

En este capítulo exploró una serie de objeciones que debería resolver la política legal expansiva. Cada una refleja preocupaciones totalmente válidas y, por supuesto, algunas deben tomarse muy en serio.

La macroeconomía y los objetivos del derecho

Cuando los encargados de la regulación tienen en cuenta los efectos macroeconómicos, pueden olvidarse de otros objetivos que persigue el derecho. Considero tres de estos: la eficiencia, la justicia y la equidad.

¿Se compromete la eficiencia microeconómica con la política legal expansiva?

Comienzo con la famosa suposición según la cual todos los costos y beneficios del proyecto Keystone pueden cuantificarse y que, de este modo, todos los efectos de su aprobación pueden exponerse mediante una medida simple como el dinero²³¹. Asumo que un análisis favorable establece que, en tiempos macroeconómicos ordinarios, los costos del proyecto Keystone exceden sus beneficios. ¿Puede entonces argumentarse razonablemente que el proyecto no debería aprobarse? Lo que el análisis de costo y beneficio concluye es que el proyecto fallaría ante la prueba de la eficiencia microeconómica, principalmente la *eficiencia Kaldor-Hicks* (que asocia la eficiencia con la más grande torta económica)²³². En otras palabras, aquellos que resulten beneficiados con la construcción del oleoducto Keystone no estarían en una situación tan favorable

231 Al final solo necesitamos tomar una única decisión, teniendo en cuenta todos los factores, incluso si no los comparamos mediante el análisis de costo y beneficio, pues habrá que compararlos de algún modo.

232 El análisis de costo y beneficio no puede pretender identificar lo que es eficiente bajo las más exigentes condiciones de eficiencia de Pareto, lo que requiere que cada una sea mejor por una decisión para que sea “eficiente”.

como para que, en teoría, puedan compensar a los que quedan en peores condiciones. Algunos ganan por el proyecto, pero el pastel total se reduce.

Parece, entonces, que el Keystone es microeconómicamente ineficiente. Como por lo general se asume que la microeconomía no depende de las condiciones de la macroeconomía (si no la microeconomía no sería más microeconomía), aprobar el proyecto Keystone cuando las tasas de interés están en cero disminuiría el tamaño del pastel.

Pero esto solo sucede si se llega a la definición de eficiencia Kaldor-Hicks, cuyos criterios de eficiencia son invariables en el tiempo. No tiene que ser así. El derecho y macroeconomía replantea el significado de eficiencia, pues hace que la noción dependa de las condiciones macroeconómicas. En el límite inferior igual a cero, la maximización de la torta implica diferentes políticas públicas que se necesitarían de acuerdo con las condiciones económicas dadas. El mismo Hicks (uno de los dos autores por quienes se nombró dicha definición de eficiencia) hizo énfasis en que la economía “clásica” no se aplica en el límite inferior igual a cero, sino que en estas circunstancias se aplica la economía keynesiana. Esto significa que las políticas públicas que maximizan la torta en el límite inferior igual a cero son diferentes de las políticas eficientes en circunstancias ordinarias. Si se ajusta el análisis de costo y beneficio para que se tengan en cuenta las diferencias económicas durante las trampas de liquidez, los analistas pueden hacer uso de una noción más cercana de eficiencia Kaldor-Hicks, que no se limitaría a una noción de eficiencia invariable en el tiempo.

Por supuesto que si el proyecto Keystone es ineficiente en tiempos ordinarios podría también serlo durante una trampa de liquidez. El derecho y macroeconomía no plantea que los análisis de costo-beneficio

sean equivocados, sino que estos análisis se aplican de manera diferente en una economía que funcione bien. Por tanto, plantea que el análisis de costo y beneficio solamente es parcial.

Cualquier elemento que sea relevante en una economía saludable, también lo será en una economía cuando las tasas de interés de corto plazo estén cercanas a cero. Si los daños medioambientales asociados con el oleoducto Keystone son lo suficientemente graves, incluso los bajos costos producidos en virtud de la trampa de liquidez serán insuficientes para que el proyecto sea eficiente. Las consideraciones macroeconómicas solo harían que cambie el análisis de costo y beneficio para favorecer decisiones que promuevan el gasto en el límite inferior igual a cero, pero no serían necesarias.

Los efectos marginales de las consideraciones macroeconómicas pueden ser muy importantes, así que cierto nivel de ineficiencia microeconómica sería aceptable. Gauti Eggertsson argumenta que las trampas de liquidez pueden requerir, y en ciertos momentos han requerido, intervenciones legales que parecen enormes desde la perspectiva microeconómica clásica:

¿Pueden las políticas públicas contractivas, de acuerdo con el modelo neoclásico, ser expansivas una vez que el modelo se amplía para incluir [consideraciones macroeconómicas]? Por ejemplo, ¿puede incrementarse la producción si se facilita el monopolio de los precios a las formas y/o incrementando el poder de negociación de los sindicatos de trabajadores? [...] la respuesta es afirmativa en condiciones especiales de “emergencia” que se aplican cuando las tasas de interés de corto plazo están en el límite inferior igual a cero y existe un alto nivel de deflación [...]. Estas condiciones especiales de “emergencia” estuvieron

presentes durante la Gran Depresión en Estados Unidos²³³.

El costo microeconómico de las restricciones a la colusión de los monopolios (restricciones que son reconocidas generalmente como eficientes en tiempos ordinarios) es mucho más alto que el que resulta de aprobar el debatido proyecto Keystone. Ya que las restricciones antimonopolistas pueden sacrificarse en el límite inferior igual a cero, seguramente también podrían justificarse las ineficiencias microeconómicas de proyectos límites.

Eggertsson también argumenta que las ineficiencias microeconómicas causadas por cambios regulatorios en el límite inferior igual a cero son probablemente menos costosas de lo que se teme. Las ineficiencias microeconómicas limitan la capacidad de oferta, pero podrían ser irrelevantes en una trampa de liquidez porque en este caso la economía no está produciendo a su capacidad. Siempre y cuando la oferta no se vuelva inferior a la demanda agregada, solamente los efectos de una política de demanda agregada —no sus efectos microeconómicos sobre la oferta— tienen relevancia para la eficiencia.

Otro problema relacionado con la eficiencia microeconómica surge por malos incentivos. La variación del derecho de acuerdo con el ciclo económico motivará a los inversionistas a hacer propuestas controversiales como el Keystone y proponerlas en el límite inferior igual a cero. Lo que debería pasar entonces es que el derecho y macroeconomía permitan aprobar muchos proyectos que en principio no son deseados.

233 Gauti B. Eggertsson, "Was the New Deal Contractionary?", *American Economic Review* 102, (2012): 524-555.

Los reguladores necesitan ser conscientes de los efectos de estas políticas, pero eso sería posiblemente muy costoso por una razón. Incluso si se facilitara la aprobación de proyectos en el límite inferior igual a cero, la regulación impuesta no podría asegurar de manera inequívoca que habría un mejor nivel de retorno para los inversionistas. Los reguladores podrían armonizar la aprobación de los proyectos con órdenes de gasto que no existirían en tiempos ordinarios porque este gasto influiría adecuadamente en la demanda agregada en el límite inferior igual a cero. La aprobación de gasto puede reducir, más que incrementar, las ganancias en algunos proyectos.

Otro factor que mitigaría el incentivo para retrasar la aprobación de proyectos es la impredecibilidad de las trampas de liquidez. Aunque existen buenas razones para creer que un caso de límite inferior igual a cero se presentará en el futuro, no es posible prever con precisión el surgimiento de las trampas de liquidez. Los inversionistas podrían comprobar que sus previsiones están bastante desfazadas. Por último, que los inversionistas tengan incentivos para retrasar la creación de proyectos hasta que las trampas de liquidez surjan podría ser realmente deseable desde el punto de vista social. La inversión, cuando la economía está en su máxima capacidad, aumenta los precios, lo que produce inflación y desestabiliza la economía. Por el contrario, la inversión durante una trampa de liquidez reduce los costos de la capacidad subutilizada, estabilizando la economía. La regulación sensible al ciclo económico conduciría entonces a que el sector privado eligiera la ruta de la estabilización.

En suma, introducir el derecho y macroeconomía a la ecuación de la política pública puede complicar la búsqueda de leyes y regulaciones eficientes, pero eso no deja de lado el criterio de eficiencia Kaldor-Hicks,

el principal criterio microeconómico. Por el contrario, replantearía la comprensión de la eficiencia Kaldor-Hicks, de manera que las políticas públicas eficientes dependerían del ciclo económico.

Los desafíos de los objetivos deontológicos y de justicia en el derecho

Si todos los costos y beneficios derivados del proyecto Keystone pudieran expresarse en términos monetarios, los daños medioambientales generados por el oleoducto podrían calcularse en comparación con otros factores. Sin embargo, se argumenta con insistencia que los objetivos deontológicos son difícilmente cuantificables. De acuerdo con esto, sería un error ponerles un precio a la conservación ambiental, a la justicia y a otros bienes protegidos por el derecho.

Esta es una poderosa crítica, pero no se limita a la macroeconomía. Cualquier perspectiva económica sobre la eficiencia del derecho pone en consideración objetivos deontológicos con el propósito de incrementar el tamaño de la torta. Siempre que se utilice la economía para evaluar las políticas públicas con herramientas como el análisis de costo y beneficio, existirá para el derecho y macroeconomía un papel que desempeñar en aras de mejorar la evaluación de las políticas.

Pero las críticas van más allá. Una parte del proceso legal y regulatorio consiste en la comparación entre intereses y valores en conflicto. La cuantificación impone algún grado de rigor a este proceso. Aunque las críticas según las cuales la evaluación de la justicia o la protección del medio ambiente en términos monetarios no tendría que tomarse en serio, no es cierto que cualquier intento de cuantificación debe ser siempre rechazado. El hecho de no aceptar la cuantificación no

descarta el hecho de que se necesiten tener en cuenta objetivos deontológicos en las decisiones de políticas públicas. Por el contrario, hace que esta consideración sea menos explícita, debilitando el proceso de decisión.

Temores frente a la inequidad en el derecho

Al menos en teoría, el derecho persigue la igualdad. Las personas en condiciones similares deberían ser tratadas de manera igual frente a la ley. Lo mismo sucede con todos los proyectos cuya aprobación se persigue. Si el derecho fuera sensible al ciclo económico, parecería violar el principio de igualdad. ¿De qué manera podría ser justo que el proyecto Keystone se aprobara cuando las tasas de interés están en cero, mientras que otros proyectos similares se rechazan en momentos de actividad económica normal?

Presento aquí un argumento según el cual en este caso no existe desigualdad porque los dos proyectos realmente no son iguales. El proyecto Keystone, desarrollado durante una trampa de liquidez, es diferente del mismo proyecto si se desarrolla en otro momento de la economía. Aunque el proyecto pueda parecer el mismo, los costos sociales son profundamente diferentes si las tasas de interés están en cero y o si la economía funciona normalmente. No hay algo inherentemente inequitativo en el hecho de favorecer una propuesta que emplea la capacidad inutilizada de la economía en vez de otra que simplemente reorganiza esa capacidad.

Políticas imperfectas para tiempos difíciles

Recientemente se observó que la estabilización mediante la política fiscal puede lograrse a costa de

otros objetivos de la misma política fiscal. Cuando en los países se crean estímulos fiscales, se balancean los costos de la imposición con los beneficios de los bienes públicos y la redistribución. Aun cuando existen fuertes críticas a la política fiscal discrecional en tiempos ordinarios, como las de James Buchanan, estas críticas aceptan que cuando “la economía es presa de en una trampa de liquidez [...] la creación de un déficit en el presupuesto gubernamental resulta ser lo recomendado por reglas racionales de política pública, que requieren únicamente el reconocimiento de que el empleo total y la producción real expandida son los objetivos adecuados”²³⁴.

De manera similar, la política legal expansiva balancea muchos objetivos del derecho que compiten entre sí. En el límite inferior igual a cero, sin embargo, no hay muchas buenas opciones. O se favorecen otros objetivos de la política pública o la economía permanece atascada en una terrible depresión con consecuencias que al final serán desastrosas a nivel económico y político. Dado lo que está en juego, no tiene menos sentido tener en consideración el derecho para fines macroeconómicos que diseñar una política fiscal para los mismos fines.

Las debilidades institucionales de la política legal expansiva

La política legal expansiva hace evidente importantes virtudes y sus puntos flacos parecen no ser más

234 James Buchanan y Richard Wagner, *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes* (Nueva York: Academic Press, 1977), sección 6.12.

desalentadores de lo que lo son aquellos de la mayoría de las demás herramientas de creación de estímulos, siempre y cuando cada uno se use en las condiciones adecuadas. Sin embargo, dadas las realidades del diseño de políticas públicas, ¿puede el derecho y macroeconomía verdaderamente funcionar como se espera? ¿Pueden las instituciones actuales favorecer efectivamente propuestas de política legal expansiva, o solo puede restringirse a estímulos monetarios o fiscales?

Antes evalué el derecho y la política regulatoria sobre bases instituciones que resultan familiares a la discusión inicial sobre políticas de orden monetario y fiscal, incluyendo (1) compensación monetaria, (2) experticia, (3) efectos impensados, (4) rezagos temporales, (5) riesgos de oportunismo político y de arbitrariedad, (6) legitimidad democrática, (7) efectos secundarios y (8) coordinación de problemas. Ahora compararé estos tres tipos de política macroeconómica en términos institucionales.

Aunque existen muchos obstáculos, argumento que las leyes y la regulación que sean sensibles al ciclo económico resultan adecuadas en algunos contextos, como por ejemplo en el caso del proyecto Keystone del 2010-2011. En otros casos discutidos en los últimos capítulos buscaré la conclusión contraria: que el derecho y la regulación no van bien en la política macroeconómica. Por ejemplo, argumento que el derecho —en la forma de control de precios y salarios— fue el peor mecanismo institucional para enfrentar la alta inflación de la década de 1970. En el límite inferior igual a cero, sin embargo, con la política monetaria impotente y la política fiscal potencialmente constreñida por el estancamiento o el miedo a una excesiva deuda, algunas formas de política legal expansiva se justifican.

Compensación monetaria

En tiempos económicamente ordinarios, el estímulo de la demanda agregada que se asocia con la aprobación de proyectos, como el del oleoducto Keystone, aumenta la inflación. En consecuencia, el banco central incrementa las tasas de interés, lo que reduce la producción que se genera por la demanda que la aprobación del proyecto incentiva. Sin embargo, si la política legal expansiva está restringida por el límite inferior igual a cero, no hay riesgo alguno de que la política monetaria compense algo. El banco central, entonces, armonizará el incremento en la demanda agregada con una decisión regulatoria que aumente el gasto, ya que la economía estará produciendo por debajo de su potencial y el estímulo llevará a que la producción esté más cerca de su capacidad y a que se reduzcan las presiones deflacionarias. Así, la política regulatoria expansiva en el límite inferior igual a cero no se ve afectada por la compensación monetaria.

Experticia

Los abogados, administradores públicos y reguladores normalmente tienen poca experticia en macroeconomía. La macroeconomía no se enseña en las facultades de Derecho y tampoco es del interés de los estudiantes de políticas públicas. Una vez terminan sus estudios, los abogados muy raras veces enfrentan cuestiones de política macroeconómica. Los abogados y reguladores, por lo general, argumentan sobre si un resultado legal es microeconómicamente ineficiente, injusto, inequitativo o moralmente incorrecto. En raras ocasiones acostumbran, si lo hacen alguna vez, a considerar los efectos macroeconómicos. Comparados con

los banqueros centrales, quienes suelen contemplar los efectos macroeconómicos de las políticas públicas, los funcionarios del Departamento de Estado y los administradores públicos que tomaron decisiones sobre el proyecto Keystone eran inexpertos en macroeconomía.

Sin embargo, al compararse con los diseñadores de políticas fiscales –esto es, legisladores– los administradores y reguladores, en el Departamento de Estado y en cualquier otro lugar, parecen mucho mejores. La revisión que hizo en el 2011 el Departamento de Estado sobre el proyecto Keystone fue realizada por más de veinte agencias federales y estatales de Estados Unidos. El reporte contenía análisis profundos sobre los efectos del proyecto, entre otros, “justicia medioambiental, emisiones de gases de efecto invernadero, geología y suelos, recursos hídricos, humedales, flora, recursos de pesca, y socioeconomía”²³⁵. La propuesta del proyecto del Keystone pudo no haber llegado a los escritorios de los macroeconomistas, pero fue auscultado por muchos más expertos de lo que una legislatura podría haber hecho.

La ausencia de experticia macroeconómica en el proyecto Keystone no refleja las debilidades institucionales existentes; esto es corregible. Si la OFRA, propuesta en la primera parte de este trabajo desplegara su experticia macroeconómica para realizar el análisis de costo y beneficio, el debate sobre el oleoducto Keystone hubiera estado macroeconómicamente más informado que la mayoría de las decisiones de política pública. En

235 United States Department of State, Bureau of Oceans and International Environmental and Scientific Affairs, *Executive Summary: Final Environmental Impact Statement for the Proposed Keystone XL Project ES-22*, 26 de agosto del 2011, <http://keystonepipeline-xl.state.gov/documents/organization/182010.pdf>

su momento, entre los expertos que fueron llamados al proceso de toma de decisiones —que venían de agencias como el EPA y que asesoraron al Departamento de Estado sobre el oleoducto— pocos eran macroeconomistas²³⁶. Esto refleja preferencias, no estructuras institucionales. Si las agencias estuvieran apoyadas por otras agencias supervisoras, como la OFRA, para considerar los efectos macroeconómicos de las regulaciones, podrían fácilmente encontrar macroeconomistas que aconsejen sus cálculos de políticas públicas.

El problema de la experticia también puede mitigarse por la aplicación reducida de la política legal expansiva a las trampas de liquidez. Las trampas de liquidez son fácilmente detectadas al revisar si las tasas de interés de corto plazo están en el límite inferior igual a cero o no. Únicamente cuando los banqueros centrales, constreñidos por ese límite, no puedan seguir formulando más políticas monetarias convencionales, los reguladores estarían en posición de considerar estímulos legales. Debería, por tanto, ser fácil para los reguladores identificar cuándo es el momento indicado para hacer consideraciones macroeconómicas.

236 Por ejemplo, el Centro Nacional de Economía Medioambiental, una oficina de investigación de la EPA, describe una “estrategia de investigación” que omite la macroeconomía. Véase <https://www.epa.gov/environmental-economics/environmental-economics-research-strategy>. Para un argumento sobre el hecho que el medio ambiente y la macroeconomía están ampliamente relacionadas véase Douglas Kysar, “Sustainability, Distribution, and the Macroeconomic Analysis of Law”, *Boston College Law Review* 42, (2011): 1.

Efectos inciertos

¿Cuáles leyes y regulaciones incrementan o disminuyen el gasto? Esta pregunta debe responderse sobre la base de cada caso concreto, porque los efectos del derecho sobre el gasto dependen de las condiciones de cada decisión legal. Imponer órdenes sobre la construcción del Keystone hubiera incrementado el gasto, siempre y cuando TransCanada aceptara el costo adicional. Si las órdenes se volvían tan onerosas que hacía inviable la construcción del oleoducto, las órdenes realmente hubieran hecho que el gasto desapareciera.

En el caso del proyecto Keystone, los efectos de la decisión regulatoria eran relativamente directos. Autorizar el proyecto incrementaba el gasto en construcción. Si los efectos secundarios hubieran sido demasiado negativos, podrían haber deshecho los efectos directos. Así, aun con falta de evidencia empírica, “el empirismo de escritorio” podía haber sido suficiente para apoyar la aprobación del proyecto Keystone durante una profunda recesión. No se requería absoluta certeza de que se lograrían 42 000 nuevos empleos (el estimado del Departamento de Estado) cuando la economía simplemente necesitaba crear nuevos puestos de trabajo. La confianza en el impacto económico del proyecto Keystone se incrementó por las condiciones que rodearon su aprobación. Estas condiciones, que hubieran aumentado el gasto mientras que se frenaban las fugas, deberían haber puesto en peligro el estímulo para su desarrollo por el excesivo costo del proyecto (lo que en principio generaba una reticencia a que TransCanada sacara adelante el proyecto). Pero la compañía estuvo de acuerdo con eso.

No puede tenerse siempre la suficiente certeza sobre los efectos en la demanda agregada de las decisiones regulatorias. Pero esto es solo una razón para

aproximarse a la política legal expansiva con precaución, no una excusa para que el derecho y la regulación simplemente ignoren la demanda agregada. En el análisis económico del derecho convencional, el empirismo de escritorio para enfrentar los efectos de cierta regulación es lo común. Cuando no se tiene un estimado confiable y empíricamente establecido de los efectos del derecho sobre la eficiencia microeconómica, el análisis económico del derecho tradicional pide que los actores legales predigan esos efectos; pero esto induce a que se evite el uso de la microeconomía para evaluar las leyes. Las intuiciones sobre los efectos del derecho en el gasto adicional por lo general son más claras que los efectos del derecho sobre la eficiencia, la cual depende de la comparación de muchos posibles efectos. Si puede diseñarse un campo —derecho y economía— en torno a la evaluación del derecho desde una perspectiva microeconómica, entonces, dado lo que está en juego, no debería menospreciarse un intento de explorar también el derecho y macroeconomía.

Tampoco debería descartarse el derecho y macroeconomía sobre la base de una falsa certeza en relación con las políticas fiscales y monetarias. Estas también pueden ser impredecibles. Por ejemplo, durante el *taper tantrum* del 2013, la política del FED resultó mucho más contractiva de lo esperado. Un pequeño decrecimiento en la flexibilización cuantitativa estuvo acompañado por un muy alto e inesperado incremento de las tasas de interés de largo plazo. Además, el impacto de la política fiscal no estaba garantizado. Durante la recesión, quienes defendían la austeridad expansiva argumentaban con sinceridad que la reducción de los déficits generaría confianza en el hecho de que la contracción fiscal estimularía la economía. La realidad resultó ser diferente.

Las políticas de orden fiscal y monetario carecen de garantías absolutas, pero son pocos los economistas y diseñadores de políticas públicas que argumentan que estas herramientas de política pública deberían descartarse por esta razón. Entonces no debería suceder que, por ser inciertos los efectos macroeconómicos, se eche por la borda el uso del derecho y la regulación para alcanzar fines macroeconómicos.

Desfases temporales

Como mostré, uno de los más significativos obstáculos para la buena política fiscal es el *timing*. La legislación avanza tan lentamente que por lo general no puede dar cuenta oportuna de las fluctuaciones de la demanda. La política legal enfrenta los mismos obstáculos. Los *shocks* en la demanda pueden ser tan cortos en su duración que la política legal no puede suministrar una respuesta adecuada. Muchas recesiones duran seis meses o un año, mientras que el cambio en el derecho y la regulación suele tardar mucho más. La decisión sobre la aprobación del proyecto Keystone, por ejemplo, tardó seis años. Incluso si el proceso aprobatorio hubiera sido más rápido y la ejecución del proyecto hubiera sido aprobada en el 2011, la construcción hubiera comenzado en el 2013^[237]. Si una recesión finaliza antes de que los efectos de una decisión legal sobre la demanda agregada se hagan realidad, el derecho y la regulación ofrecen una herramienta inadecuada para responder a las fluctuaciones macroeconómicas.

¿Qué significa lo anterior para la política legal expansiva? Al margen del límite inferior igual a cero,

237 United States Department of State, *Executive Summary*.

significa que la intervención legal no es una buena aproximación a la política macroeconómica. No debería pedírseles a los reguladores que tengan en cuenta las condiciones macroeconómicas que cambiarán significativamente durante la vida de un proyecto.

Los desfases temporales de la regulación no serían un problema si los intervalos de la demanda agregada inadecuada duran muchos años, un resultado que puede de esperarse en el límite inferior igual a cero o después de una crisis financiera. Volviendo al proyecto Keystone, la persistencia en el 2011 de la trampa de liquidez, así como otros indicadores macroeconómicos negativos quizá hubieran hecho que el elevado desempleo en Estados Unidos persistiera hasta el 2013, como en efecto sucedió. Los reguladores, por tanto, deberían haber considerado las implicaciones macroeconómicas del proyecto Keystone para decidir lo que sucedería con el proyecto: había una amplia y fuerte evidencia de que, incluso en una fecha tardía, el proyecto Keystone habría tenido un notable y positivo efecto macroeconómico.

Pequeñas reformas pueden ayudar a promover consideraciones regulatorias de la macroeconomía en momentos en los que el derecho puede tener efectos rápidos sobre el gasto. Una opción sería proveer a los reguladores de líneas de tiempo anuales de costos y beneficios de proyectos dados. En su momento, los análisis de costo y beneficio y los análisis de factibilidad suelen condensar los costos y beneficios de la regulación en un número simple. Aunque esto simplifica el proceso de toma de decisiones, lo hace evitando que se tenga en cuenta el ciclo económico. Una línea de tiempo les permitiría a los reguladores tener en cuenta el ciclo económico mediante la indicación de cuándo se pierden puestos de trabajo, ganancias, así como otros beneficios y costos que emergirían con la regulación. Con el uso de esta información, los encargados de

tomar decisiones pueden imaginarse de qué manera se pueden ajustar los costos de una aprobación particular para crear estímulos económicos cuando estos en verdad se necesiten. Si un proyecto incrementa las tasas de empleo rápidamente, pero tiene pocos efectos en el largo plazo, como hubiera sucedido con el proyecto Keystone, sería más atractivo en el límite inferior igual a cero que lo que indican sus suposiciones de “creación de puestos de trabajo” de largo plazo. Las buenas decisiones regulatorias normalmente requieren buena información. Proveer a los reguladores con líneas de tiempo de creación de puestos de trabajo es un paso más hacia las buenas decisiones.

Asimismo, algunas intervenciones regulatorias están menos sujetas a problemas de retraso que otras. La formulación de normas completas para estimular la economía es complicada. Retrasar la aplicación de normas que impiden el gasto, para que estas se apliquen cuando la economía sea más robusta, o acelerar los períodos de implementación de reglas que estimulen la demanda, para que el gasto se concentre en la crisis, son intervenciones más sencillas y rápidas. Concentrarse en intervenciones más oportunas hace que los reguladores generen impactos significativos sobre el gasto dentro de los marcos temporales apropiados para episodios en los que se llega al límite inferior igual a cero.

Así, los desfases temporales asociados a la intervención regulatoria no tienen por qué impedir la regulación en cualquier momento económico.

Los riesgos del oportunismo político y la arbitrariedad

Cuando se introduce la macroeconomía como una consideración adicional que la regulación debe tener en

cuenta, se le da al regulador un grado mayor de libertad. Incluso si la regulación parece mala desde cierta perspectiva, por ejemplo, la de la equidad, el daño medioambiental o la eficiencia microeconómica, el regulador puede aprobarla sobre bases macroeconómicas. Pero estas bases podrían resultar solo una cortina de humo que permitirían que el regulador termine regulando según sus propias preferencias. ¿Desearía darse verdaderamente este tipo de oportunidad a los reguladores para abusar del derecho como mejor les parezca?

Hay algún grado de riesgo en este tipo de oportunismo. Por ejemplo, el de decir que el proyecto cuya aprobación se pretende genera amenazas medioambientales tan graves que nunca debería autorizarse su desarrollo, sin importar el ciclo económico. En la mitad de una trampa de liquidez, una administración poco preocupada por el ambiente, quizás porque ha sido “cooptada” por los que contaminan, podría usar la macroeconomía como excusa para aprobar un proyecto perjudicial.

Pero no debería exagerarse esto solo porque el riesgo esté asociado a las consideraciones de orden macroeconómico, por una razón. El impacto progresivo sobre la discrecionalidad regulatoria es pequeño. Los reguladores ya gozan de una amplia libertad de acción para imponer sus preferencias. En el 2017, por ejemplo, el Departamento de Estado de la administración Trump aprobó el proyecto Keystone sin tener en cuenta el ciclo económico. La aprobación echó por tierra la decisión del Departamento de Estado de rechazar el oleoducto durante la administración Obama. Si el proceso regulatorio ya goza de considerable discrecionalidad, la introducción de la macroeconomía dentro de las consideraciones de política pública no abre las compuertas para llenar de discrecionalidad el proceso: las compuertas ya están abiertas.

También se requiere tener en mente que la imperfección de los estímulos regulatorios, que pueden inducir a cierto grado de oportunismo, no es fatal en sí misma dentro de la propuesta aquí presentada, según la cual las decisiones legales deben tener en cuenta el ciclo económico. Lo que importa es el resultado de comparar sus deficiencias con aquellas de la política fiscal, que es la opción existente en el límite inferior igual a cero. Propongo que, si se presenta algún grado de oportunismo político, la comparación favorezca la regulación sobre la política fiscal aprobada por los legisladores. A diferencia de los políticos, los reguladores están bastante aislados de las presiones de las elecciones, así que tendrían menos razones para abusar de su discrecionalidad en el intento de encontrar beneficios políticos. De hecho, la autoridad monetaria, la primera que queda por fuera en una situación de límite inferior igual a cero, se le delega a los bancos centrales precisamente porque se cree que los administradores están menos propensos que los legisladores al oportunismo político.

Si realmente el oportunismo es una preocupación, debería preferirse la expansión legal a la alternativa de la política fiscal. Y dado lo que está en juego en una trampa de liquidez —una convulsión financiera y social— un muy pequeño incremento diferencial en el oportunismo regulatorio es un costo que bien podría asumirse.

La necesidad de fundamentar las decisiones desempeña un importante papel en el intento de constreñir al derecho y la regulación tanto del oportunismo como de la arbitrariedad. Una decisión regulatoria no solo resuelve una cuestión, también explica la decisión. Esta explicación guiará futuras regulaciones de las respuestas gubernamentales para sus propias propuestas. Por ejemplo, los extensos “motivos de la decisión”

incluidos en la aprobación del proyecto Keystone en el 2017 serán evaluados por los reguladores en futuros proyectos similares ya que explican por qué el Departamento de Estado al final aprobó el proyecto²³⁸.

Si se usa la política macroeconómica para formular la decisión regulatoria, se complicarían las justificaciones dadas por los reguladores en la toma de decisiones. En particular, se distorsiona la señal que los futuros reguladores y actores privados reciben de la aprobación o la negativa de una decisión. ¿Qué hubiera pasado si el proyecto Keystone hubiera sido aprobado en el 2011? Los futuros reguladores y actores privados no deberían saber si la aprobación se dio por el estado del ciclo económico o por la cualidad intrínseca del proyecto de oleoducto.

Aunque estas complicaciones son tratadas en la actualidad de manera adecuada dentro del derecho, la base de la decisión que explica lo que es y lo que no es el “interés nacional” es ya tan compleja y multifaética que agregar macroeconomía a la evaluación no implica que se esté haciendo difuso algo que ya de por sí lo es. Decir que incluir aspectos macroeconómicos complica las explicaciones regulatorias es como afirmar que unas pocas gotas de color es lo que hacen que el océano sea azul.

La política legal expansiva hace uso de la discrecionalidad legal ya existente, solo que la utiliza para propósitos distintos: los estímulos. Si los reguladores y otros funcionarios legales abusaran de esta discrecionalidad,

238 Véase United States Department of State, “Record of Decision and National Interest Determination: TransCanada Keystone Pipeline, L. P. Application for Presidential Permit, Keystone XL Pipeline”, 23 de marzo del 2017, <http://keystonepipeline-xl.state.gov/documents/organization/269323.pdf>

la política legal expansiva se haría ilegal. El objetivo de crear ciertos estímulos no es un objetivo diferente a los demás que se persiguen mediante la regulación, pueden perseguirse únicamente cuando sean consistentes con las disposiciones de los reguladores. En comparación con los bancos centrales, que gozan de una discrecionalidad casi absoluta en su proceso de implementación de política macroeconómica, el alcance de los reguladores dentro de la política legal expansiva parece más reducida.

De hecho, la macroeconomía indudablemente no complicaría una decisión, porque las implicaciones que genera son mucho más específicas que los problemas que ya deben considerarse. Cuando las tasas de interés están en cero, los reguladores deberían promover acciones que incentiven el gasto más de lo que lo incentivan en tiempos económicamente ordinarios. Lo anterior resulta ser suficientemente simple en comparación con la evaluación de los efectos de un proyecto sobre criterios como la seguridad nacional, que requiere contemplar muchos más factores, y cualquier determinación que se tome estará abierta a argumentación e interpretación. Los precedentes creados por el actual proceso regulatorio son ya mucho más opacos que cualquier otra consideración del ciclo económico que se introduzca.

Una oficina para la política de derecho y macroeconomía, como la OFRA (véase el capítulo 6), además, reduciría el riesgo de oportunismo y arbitrariedad. Cuando se requieran los estímulos, la OFRA debería anunciar un estimado del multiplicador que todas las agencias deberían aplicar, y cuya observancia deberían verificar los entes de control. Con medidas estándar de supervisión, el alcance de los reguladores para la arbitrariedad y el oportunismo estarían significativamente reducidos.

Legitimidad democrática

La política legal expansiva sufre de poca legitimidad democrática. Los reguladores y el Departamento de Estado que decidieron sobre el proyecto Keystone (influidos por el presidente de turno) no fueron elegidos de forma democrática.

A diferencia del poder sobre el dinero, la política macroeconómica no es una función central de la democracia. La más poderosa herramienta de política macroeconómica, la política monetaria, ya está delegada en “agencias” que se conocen como bancos centrales. El poder regulatorio no puede usar el problema de la legitimidad democrática asociado a la política legal expansiva con fines macroeconómicos. Más aún, muchos cuerpos reguladores gozan de más legitimidad democrática que los bancos centrales porque son menos independientes que estos. Los funcionarios elegidos democráticamente, como el presidente de Estados Unidos, nombran muchos de esos reguladores y pueden también despedir incluso al más antiguo de los funcionarios a su voluntad. Como resultado, la política legal expansiva mejora la legitimidad democrática de la política macroeconómica. (Cuando las democracias no están sanas, la capacidad de respuesta democrática puede ser más un vicio que una virtud).

¿Quizá, entonces, el problema es que, al tener en cuenta la macroeconomía en el proceso de diseño de política regulatoria, los reguladores adquieren demasiado poder? Pero exigirles a los reguladores que tengan presentes consideraciones de macroeconomía no les confiere nuevos o mayores poderes. Por el contrario, lo que hacen es usar el poder que ya se les ha asignado, pero de una forma diferente. La Orden Ejecutiva 13 337, que estableció las funciones del Departamento de Estado, dispuso que ese departamento evaluaría los efectos

“económicos, medioambientales, de seguridad nacional y de política exterior” relacionados con el proyecto Keystone. (El presidente expidió la orden ejecutiva para regir las operaciones de la rama ejecutiva, sujeto a la autoridad dada por la ley). Esta orden ejecutiva, que se refiere a los “efectos económicos”, le dio al Departamento de Estado toda la autoridad que necesitaba para contemplar los efectos macroeconómicos.

La orden ejecutiva 13 337, más que la consideración macroeconómica, fue la que creó el problema de legitimidad democrática al otorgarle al Departamento de Estado (un órgano gubernamental no elegido democráticamente) una autoridad muy amplia. Para reducir el problema de la legitimidad democrática debería reducirse el alcance total de la autoridad del Departamento de Estado, más que enfocarse en las dificultades que surgen de la política legal expansiva.

Además, el problema con el poder regulatorio no es necesariamente de legitimidad democrática. Las agencias, como el Departamento de Estado de Estados Unidos, forman parte de la rama ejecutiva que goza de legitimidad democrática en Estados Unidos por medio de la elección democrática del presidente. Por el contrario, el problema se describe de mejor manera como la arbitrariedad regulatoria causada por una orden ejecutiva abierta.

Si la legislatura es la que implementa la política legal expansiva, no habría preocupaciones relacionadas con la legitimidad democrática. Por ejemplo, si la legislatura complementa el gasto en infraestructura con un trámite más rápido de aprobación, de manera que se asegure el gasto, el cambio en los procedimientos regulatorios gozaría de una inusual legitimidad democrática para cualquier aspecto de la regulación.

Efectos colaterales

Cuando se crea un nuevo puesto de trabajo como resultado de la política legal expansiva en Nebraska, tal como la aprobación del proyecto Keystone, el nuevo empleado adquiere bienes y servicios adicionales producidos a nivel local y también en otras jurisdicciones. Como resultado, los beneficios de la política legal expansiva en Nebraska tienen efectos colaterales en las jurisdicciones vecinas, como Kansas. Aunque los beneficios de la política legal expansiva se dispersan, los costos tienden a concentrarse en una sola área. Por ejemplo, solo las regiones vinculadas directamente con el oleoducto Keystone enfrentarán riesgos por posibles derrames de petróleo.

Cuando un regulador federal toma una decisión, como en el caso del proyecto Keystone, esta asimetría geográfica de la distribución de los costos y los beneficios no debería impedir la política pública. Aunque los costos de la política legal expansiva se concentren mientras que los beneficios resultan dispersarse más, el regulador también considerará esa dispersión de los beneficios como la concentración de los costos en la decisión sobre política pública. Aunque Nebraska podría sufrir un poco por el proyecto Keystone, también se beneficiaría de los efectos colaterales de la demanda de la política legal expansiva en otro lugar.

Cuando los reguladores de Nebraska elijan o rechacen una política legal expansiva, por el contrario, la asimetría de beneficios dispersos y costos concentrados evitará la política. Si se concentra exclusivamente en Nebraska, los reguladores de este estado rechazarían el desarrollo del proyecto Keystone cuando la economía se encuentre en una situación de límite inferior igual a cero, aunque los beneficios nacionales excedieran los costos, porque Nebraska solo cosecharía algunos de los

beneficios de la demanda agregada, pero cargaría con todos los costos. Sin embargo, incluso esta preocupación no debería exagerarse. Como discutí en la primera parte, el incremento en la demanda agregada crea muchos puestos de trabajo en el nivel local durante una trampa de liquidez, lo que significa que los reguladores de Nebraska tendrían un gran incentivo para comprometerse con la política legal expansiva.

Los problemas de coordinación

Si se usa la regulación para estimular la economía durante las trampas de liquidez, deberían calibrarse bien las decisiones regulatorias para obtener el monto exacto de los estímulos. Esto sería más fácil si solo hubiera un regulador, con un simple conjunto de reglas, tomando unas pocas decisiones. Pero muchos reguladores se deben atener a voluminosos compendios normativos y están involucrados en miles de decisiones regulatorias cada año. El proyecto Keystone representa solo una importante decisión regulatoria entre miles de otras decisiones. Si la economía estuviera atascada en una trampa de liquidez y cada regulador cambiara la política pública para estimular la demanda agregada, el resultado sería una demanda excesiva que generaría un alza de la inflación.

La OFRA propuesta en la primera parte manejaría esta debilidad de la política legal expansiva. Si la OFRA observara que algunas agencias ponen más peso sobre la política legal expansiva que lo que justifican sus estimaciones de las “externalidades de la demanda agregada” sobre el gasto, la OFRA debería usar su poder de supervisión para mitigar este problema.

La OFRA, como cualquier otra agencia, será imperfecta. La coordinación de la política legal expansiva

tendrá más problemas de los que tiene la coordinación de las políticas monetarias y fiscales. Pero la dificultad de coordinación de la política legal expansiva al tiempo que sugiere una ventaja también señala una desventaja de la política legal. Un sistema con herramientas de política solapadas no es solo más torpe que un sistema unidimensional. El sistema disperso también es más robusto. Si un instrumento de política macro falla, ya sea por un sobreestímulo o por un infraestímulo, puede usarse otro instrumento para compensar los defectos de la primera. Si la política monetaria y la política fiscal prueban ser inadecuadas, la habilidad del derecho, aunque esté imperfectamente coordinado para responder a la demanda agregada inadecuada, puede evitar depresiones económicas y recesiones que amenacen el orden social.

En efecto, ya se vio en la primera parte la gran ventaja que significa la existencia de una variedad de instrumentos de política macroeconómica. Cuando la política fiscal falla para estimular la economía en el límite inferior igual a cero, los bancos centrales responderían con una política monetaria no convencional, aun cuando la legitimidad constitucional de esta política sea cuestionable. La disponibilidad de varias políticas, aunque eran independientemente imperfectas, permitieron una mejor respuesta de la política pública durante la Gran Recesión, en comparación con la que hubiera sido posible si la política fiscal, la instrucción inmediata del libro de texto en el límite inferior igual a cero, hubiera sido la única en que se hubiera confiado.

La posibilidad de una compensación monetaria del estímulo regulatorio excesivo reduce los costos asociados con una coordinación débil de la política regulatoria expansiva. Si la falta de coordinación lleva a una estimulación excesiva de la economía, el resultado sería una compensación monetaria, y entonces el banco

central respondería a la inflación mediante el incremento de las tasas de interés. Esto representaría una pérdida neta: la regulación sería más complicada en virtud de la introducción de la macroeconomía, pero no habría beneficios a la demanda agregada para compensar. Pero esto sería el costo aislado de la sobreestimulación mediante la regulación. Habría poco riesgo de exceso macroeconómico que llevase a la inflación.

Como con otras debilidades institucionales del derecho y la regulación, el problema de coordinación no es tan temible como para que implique abstenerse del desarrollo de la política legal expansiva. El problema de coordinación tiene que balancearse con el potencial de una nueva herramienta de política macroeconómica y con la dolorosa realidad de una demanda agregada inadecuada en el límite inferior igual a cero. Y no es claro que el problema sea tan grande en principio. No se está solamente lejos de la sobreestimulación de la regulación, aunque la experiencia de la Gran Recesión también sugiere que se necesita algo más. Muchos observadores creen que la política fiscal ofrece muy poco. Si los reguladores sobrecorrigen al aprobar muchos proyectos como el Keystone, causarán inflación y habrá un buen argumento para imponer límites al estímulo regulatorio. Hasta entonces, debería desearse experimentar con trampas de liquidez fijas más que preocuparse con que sean demasiado efectivas.

¿Cuándo deberían el derecho y la regulación tener en cuenta aspectos macroeconómicos?

Que el derecho y la regulación afectan la demanda agregada es incontrovertible. Sin embargo, ¿deberían los jueces y los reguladores usar de manera activa el

derecho para estabilizar la economía? La respuesta es negativa si se refiere a momentos económicamente ordinarios. La debilidad institucional del derecho y la regulación como instrumento de política macroeconómica hace que la política monetaria convencional sea un mejor instrumento de estabilización en esas condiciones. Contrario a lo que sucede con la política fiscal, la política monetaria la determinan expertos independientes con poder para moverse con rapidez de acuerdo con las condiciones macroeconómicas. Por tanto, debería, por lo general, haber un supuesto contra la política legal expansiva. Pero en las condiciones descritas aquí, la suposición puede superarse.

El límite inferior igual a cero de las tasas de interés

La mayor fortaleza de la política legal expansiva, tal como mostré en los capítulos 8 y 9, se da en situaciones cuando el límite inferior es igual a cero. El valor de la política legal expansiva se incrementa en estas circunstancias, a la vez que los costos decrecen.

El valor de los estímulos sube en el límite inferior igual a cero por muchas razones. La mitigación del alto desempleo, de la histéresis y del riesgo concomitante de agitación política justifica que se dependa de instrumentos, incluso torpes, como el derecho y la regulación, contrario a lo que sucede en pequeñas recesiones o cuando se da la necesidad de reducir la inflación, que no justifican esa dependencia. Esto resulta especialmente cierto cuando los defectos de los instrumentos de estímulos macroeconómicos —al usar la política monetaria para cambiar las tasas de interés— resulta impotente en el límite inferior igual a cero. La urgencia por encontrar herramientas efectivas

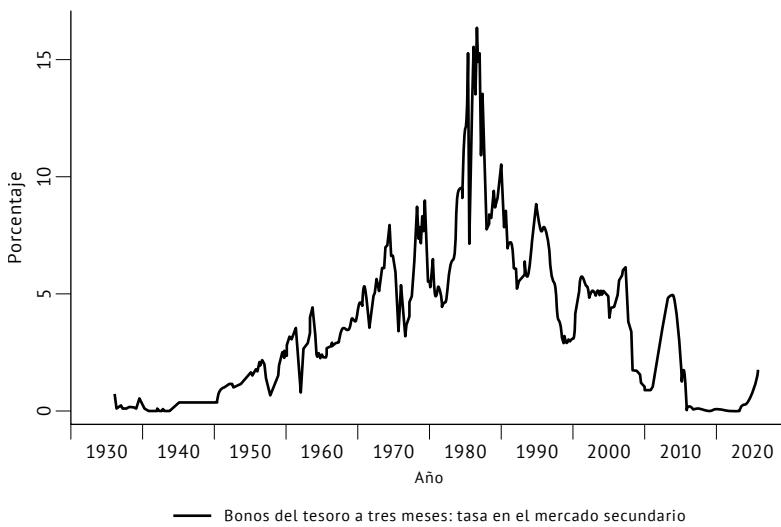
de estímulos durante la Gran Recesión (los bancos centrales implementaron técnicas de política monetaria no convencional que son riesgosas) tiene una efectividad cuestionable y mina la legitimidad de los bancos. Si los bancos centrales perciben que es necesario un estímulo macroeconómico tan urgente como para seguir una política monetaria no convencional, los argumentos relacionados con cualquier herramienta alternativa de política macro, incluyendo el derecho, deberían ser seriamente considerados.

Mientras que los beneficios de la política legal expansiva aumentan en el límite inferior igual a cero, los costos bajan. La inusual duración de las trampas de liquidez, por ejemplo, mitiga los costosos impuestos por el movimiento naturalmente lento de la política legal. Aunque los reguladores deberían, en tiempos de normalidad, evitar el tener en cuenta las condiciones macroeconómicas, deberían contemplarlas, incluso de manera entusiasta, en el límite inferior igual a cero. Esto es porque las trampas de liquidez tienden a ser prolongadas. Mientras que la mayoría de las recesiones son breves y corregibles por recuperaciones relativamente rápidas, los períodos prolongados de debilidad económica que tienden a seguir a las crisis financieras disparan el límite inferior igual a cero. Los últimos dos episodios de interés de corto plazo iguales a cero en Estados Unidos, la Gran Depresión y la Gran Recesión, duraron más de cinco años. Japón es el típico caso de estudio de todo libro de texto sobre el estancamiento secular, con un crecimiento anémico y tasas de interés a ras de cero desde la década de 1990. En esta escala de tiempo, la política legal expansiva puede estimular efectivamente la economía, incluso si se mueve con lentitud.

Asimismo, un indicador objetivo y fácilmente observable, el cero de las tasas de interés de corto plazo, señalan las trampas de liquidez (por ejemplo, los bonos

del gobierno a noventa días con tasa de retorno muy cercana a cero). Y las tasas de interés de corto plazo en cero están casi siempre asociadas con condiciones macroeconómicas de depresión, como se muestra en la gráfica 13. En Estados Unidos, las tasas trimestrales del Tesoro han caído a cifras cercanas al 0 % y 0,5 % únicamente dos veces, de 1934 a 1942 (la Gran Depresión) y de diciembre del 2008 a diciembre del 2015 (la Gran Recesión). En otros períodos, durante los últimos cien años, diferentes a esos dos de prolongado crecimiento deprimido y bajas tasas de empleo, las tasas trimestrales del Tesoro no han alcanzado el cero.

Gráfica 13. Histórico de tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos



Nota: las tasas de interés de corto plazo han alcanzado el límite mínimo de cero en Estados Unidos solamente en dos ocasiones: la Gran Depresión (1933-1942) y la Gran Recesión (2008-2015).

Fuente: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, “3-Months Treasury Bill: Secondary Market Rate [TB3MS]”, recuperado de FRED, Banco de la Reserva Federal de San Luis, <https://fred.stlouis-fed.org/series/TB3MS>

Se observan relaciones similares entre las tasas de interés en cero y un crecimiento anémico en el empleo en otras democracias industrializadas. En el Reino Unido y Japón, las tasas de interés de corto plazo alcanzaron un rango entre 0 % y 0,5 % a finales del 2008 –el pico más agudo de la Gran Recesión– y allí permanecieron hasta el 2017, reflejando un crecimiento crónicamente bajo en Japón y un intento de Brexit en el Reino Unido. En la eurozona, las tasas de interés de los depósitos bancarios nocturnos alcanzaron 0,5 % en el 2011 –en el centro de la crisis europea–, cayeron a niveles negativos en el 2014 y permanecieron casi siempre por debajo de cero hasta el 2017, lo que refleja una debilidad económica continua. Las raras excepciones a esta regla, como Alemania y Dakota del Norte durante la Gran Recesión, que experimentaron crecimientos robustos con tasas de interés en cero, reflejan condiciones fuera de serie entre las demás jurisdicciones o uniones monetarias de las que forman parte, un problema que discutiré en breve. Si Alemania hubiera usado su propia moneda en vez del euro, el Banco Central Alemán seguramente hubiera aumentado las tasas de interés de corto plazo por encima de cero durante la última parte de la Gran Recesión²³⁹.

Debido a que el límite inferior igual a cero se presenta como el representante por excelencia de las economías deprimidas, los reguladores y los jueces no necesitan ser macroeconomistas expertos para poder diagnosticar la necesidad de una política legal

239 Véase Fernando Nechio, “Monetary Policy When One Size Does Not Fit All”, Federal Reserve Bank of San Francisco, 31 de junio del 2011, <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2011/june/monetary-policy-europe>

expansiva. Solo necesitan observar que las tasas de interés de corto plazo estén en cero.

El carácter observable del límite inferior igual a cero también reduce el riesgo de que los reguladores y los jueces usen de manera oportunista y arbitraria la política legal expansiva. En vez de elegir otros indicadores, podrían mostrar que la demanda agregada está deprimida, señalar que las tasas de interés están en cero y explicar por qué sus decisiones deberían incrementar el gasto. Si los jueces y reguladores omiten estas explicaciones, las decisiones de estos agentes podrían reversarse sobre la base de carecer de motivos. Haciendo una política legal expansiva solo en períodos cuyos límites están bien definidos y mediante buenas prácticas, un indicador como el límite inferior igual a cero reduce el riesgo de arbitrariedad y ayuda a tener claro el sentido de la ley.

Aunque los períodos de tasas de interés en cero han sido raros en el pasado, han mostrado una gran importancia cuando han aparecido. Más aún, la disminución sostenida de las tasas de interés desde la década de 1980 hasta hoy (como se presenta en la gráfica 13) significa que los períodos con un límite inferior igual a cero probablemente serán más comunes en el futuro de lo que han sido en el pasado. Investigaciones recientes sugieren que el límite inferior igual a cero se trata de “episodios que sustancialmente son más frecuentes [...] ocurren casi el 40 % de las veces”²⁴⁰.

Debido a que las tasas de interés de corto plazo pueden variar a diario, un indicador exacto, como las tasas de interés en cero, para hacer viable la política legal

240 Michael T. Luley y John M. Roberts, “Monetary Policy in a Low Interest Rate World”, Brookings Papers on Economic Activity (marzo del 2017), http://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/03/5_kileyroberts.pdf

expansiva parece poco acertado. Por el contrario, se recomendaría que la política legal expansiva se tenga en cuenta como remedio a una crisis cuando las tasas de interés de corto plazo caigan por debajo de 0,5 %. Al mismo tiempo, debería existir una oposición fuerte a una política legal expansiva si las tasas de interés exceden el 0,5 % y una más débil cuando las tasas estén en cero o por debajo de cero.

Después de las crisis financieras

En el capítulo 4 expliqué que tener en cuenta la trampa de liquidez y el estancamiento general no ha sido una idea aceptada de manera general. Por el contrario, muchos culpan al *superciclo de la deuda* como causante de las recesiones prolongadas. Cuando el valor de los activos disminuye dramáticamente, las depresiones prolongadas permanecen por mucho tiempo porque los prestatarios no pueden mantener su nivel de gasto basado en los préstamos. Con una demanda agregada inadecuada, la producción cae y el desempleo aumenta. La baja producción dispara más incumplimientos y una disminución adicional en el valor de los activos, y así continúa el ciclo.

Las consideraciones del superciclo de la deuda y del límite inferior igual a cero en extensos períodos de debilidad prolongada no se excluyen mutuamente. El uso del límite inferior igual a cero como disparador de la política legal expansiva responderá de manera efectiva a algunas crisis financieras porque los períodos de límite inferior igual a cero suelen seguir a las crisis financieras (como en la Gran Depresión y en la Gran Recesión).

Las explicaciones del superciclo de la deuda y del límite inferior igual a cero no son equivalentes de

todos modos. De acuerdo con la teoría del superciclo de la deuda, las economías deberían sufrir recesiones prolongadas después de las crisis financieras, incluso con las tasas de interés por encima de cero. Defensores de la teoría del superciclo de la deuda de las recesiones prolongadas deberían apoyar la política legal expansiva en los interregnos de las crisis financieras, así las tasas de interés no están en cero.

Aunque las tasas de interés pueden estar por encima de cero durante una crisis financiera, la política monetaria pierde eficacia. De hecho, si los bancos centrales reducen las tasas de interés de corto plazo durante la crisis financiera, las tasas para prestatarios ordinarios pueden no seguir el decrecimiento de las tasas de corto plazo, porque los transmisores principales de las tasas de interés disminuyen dentro de la economía: las instituciones financieras no funcionan de manera efectiva. Así mismo, una disminución en el valor del colateral hace que muchos prestatarios no sean elegibles para un préstamo a esa tasa de interés. Como resultado, la política monetaria expansiva no puede mitigar con rapidez las recesiones después de una crisis financiera. Encontrar otras herramientas para estimular la economía, como la política legal, se vuelve, por tanto, más necesario.

Así como con los episodios de límite inferior igual a cero persisten en el tiempo, del mismo modo ocurre con las secuelas de las crisis financieras. Reinhart y Rogoff documentaron esta situación después de una crisis financiera típica, “el desempleo aumenta casi durante cinco años más”²⁴¹. También muestran que incluso después de que el desempleo deja de aumentar, “el crecimiento es demasiado modesto en el tiempo

241 Reinhart y Rogoff, *This Time Is Different*, 227 y figura 14.3.

posterior a la crisis” financiera. Estados Unidos, por ejemplo, superó realmente las expectativas en este aspecto durante la Gran Recesión con un pico de desempleo en el 2010, y con una tasa de desempleo se mantuvo muy por encima del promedio anterior a la Gran Recesión, lo que indica algunas deficiencias en la demanda agregada hasta el 2015.

Con recuperaciones lentas y prolongadas posteriores a las crisis financieras, el derecho ofrece un instrumento de estímulo realista para enfrentar el periodo que sigue a esas turbulencias. Aun cuando la política legal expansiva se mueve con lentitud, puede operar efectivamente en lapsos de cinco o más años.

Las crisis financieras son también fácilmente identificables, aunque no tanto como el límite inferior igual a cero. Los indicadores objetivos de las crisis financieras incluyen las fallas de muchas instituciones financieras y un incremento en los *spreads* (diferencia entre las tasas de interés) entre prestatarios ordinarios y prestatarios soberanos. Para justificar la política legal expansiva en las largas recesiones que siguen a las crisis financieras, los reguladores y jueces deberían demostrar que ha sucedido una crisis financiera mediante esos indicadores.

La política fiscal se obstaculiza

En el límite inferior igual a cero o después de una crisis financiera, la política monetaria convencional no puede estimular economías en crisis. Como se vio, la política macroeconómica estándar prescrita en esos casos es la política fiscal expansiva. Pero esta política está limitada por la carencia de espacio fiscal, restricciones de déficit y el estancamiento legislativo.

La política legal expansiva ofrece su mayor utilidad cuando la política monetaria y la política fiscal están obstaculizadas. Como resultado, los esfuerzos del derecho y macroeconomía deberían ser más activos cuando la política fiscal no está respondiendo al límite inferior igual a cero. Si la política fiscal está respondiendo al límite inferior igual a cero con adecuados estímulos, el derecho y la regulación deberían mantenerse al margen como mecanismo de estimulación económica, porque el ejercicio legislativo, un instrumento con mayor legitimidad democrática que la política legal, está gestionando el problema de la demanda agregada inadecuada y el exceso de desempleo.

En condiciones adecuadas, la legislatura también puede desarrollar una política legal expansiva. Pero, cuando las condiciones del mercado o las restricciones constitucionales evitan el estímulo fiscal, incluso una legislatura activa y decidida carece de herramientas para estimular la demanda agregada. En respuesta, la legislatura debería considerar reformas legales que estimulen la demanda agregada. Después de muchas de las crisis financieras, por ejemplo, los Gobiernos implementan leyes de alivios a la deuda de gran aliento (discutidos en el capítulo 11).

Las políticas promulgadas por la legislatura gozan de la mayor legitimidad democrática y, por tanto, son preferibles a la política legal expansiva que implementan jueces y reguladores. La confianza en la legislatura, sin embargo, también limita la experticia de los diseñadores de políticas públicas y sujeta la política legal expansiva al estancamiento de la legislatura. Para mitigar estos costos, las legislaturas suelen garantizar que los reguladores y los jueces tengan una amplia discrecionalidad sobre algunas decisiones, discrecionalidad que podría usarse para alcanzar la política legal expansiva.

Los reguladores y los jueces ya ejercen una gran discrecionalidad

Para minimizar el oportunismo, en relación con el estado de derecho y la legitimidad política, los reguladores y los jueces persiguen la política legal expansiva cuando están implementando *estándares legales* vagos más que al aplicar *reglas legales claras*. El *interés nacional* –el estándar del Departamento de Estado aplicado en el caso del proyecto Keystone– es ya una prueba vaga que faculta a los reguladores y jueces a tener en cuenta el contexto. Haber incluido consideraciones macroeconómicas, además de aquellas que versan sobre el interés nacional, en el caso del proyecto Keystone hubiese agregado muy poco riesgo adicional, incluso el riesgo agregado ya estaba allí. Así, incluir consideraciones de orden macroeconómico a los estándares de evaluación que ya son en sí mismo un tanto vagos, no incrementa el riesgo de oportunismo ni genera ocasiones adicionales para que se dé el oportunismo por parte de los reguladores y jueces.

La modificación de una norma, por el contrario, hace más probable las situaciones de oportunismo político. Las normas establecen cómo se supone que un actor legal toma las decisiones sin referirse al contexto. Por ejemplo, un límite de velocidad establece que si un agente conduce a una velocidad superior al límite indicado incurre en una conducta ilegal, incluso si el conductor conduce con todas las condiciones de seguridad necesarias para la velocidad a la que se desplaza. De este modo, un límite de velocidad restringe la discreción policial y por tanto el oportunismo de la Policía en la determinación de la sanción a imponer, pues deja al margen las preferencias que tenga el agente de tránsito al imponerla. Pero, como los límites de velocidad no son establecidos de manera uniforme en

todos lados, los beneficios que impiden la oportunidad de oportunismo se atenúan en algunos casos.

Si se intenta estimular la economía mediante el cambio de sanciones rigurosas a los límites de velocidad para permitir que la Policía considere los efectos sobre el ciclo económico de la sanción, además de la velocidad del conductor, la política legal expansiva sería fácilmente oportunista. Con la introducción de la política legal expansiva, la habilidad para evaluar la acción policial se desvanece, haciendo que el oportunismo sea indetectable. Como resultado, la política legal expansiva debería implementarse ajustando los estándares más que ajustando las normas.

Jurisdicciones desintonizadas con la unión monetaria a la que pertenecen

Hemos visto en el capítulo 3 que las opciones de estabilización están limitadas en jurisdicciones que forman parte de una unión monetaria, como es el caso de los estados de Estados Unidos, los países de la eurozona y los países que mantienen una moneda común. Estas jurisdicciones no controlan la política monetaria, la cual se subordina a las facilidades del mercado.

En esas jurisdicciones, la política monetaria está controlada por el banco central de la unión monetaria como un todo o por el banco central del país que mantiene la referencia de la moneda. Si, por ejemplo, el ciclo económico de una jurisdicción se sincroniza con el ciclo económico de la unión monetaria como un todo, existen pocos costos asociados con la pérdida del control de la política monetaria. Pero si la economía de las jurisdicciones está pobemente relacionada con la economía de la unión monetaria como un todo la jurisdicción sufre por la pérdida del control monetario.

Si la jurisdicción pasa por una recesión mientras que el resto de la unión monetaria está bien, la política monetaria contractiva (apropiada para la unión monetaria como un todo) puede hacer retroceder la recesión, la histéresis y la inconformidad política. Más aún, las restricciones presupuestales de orden constitucional limitan la habilidad de muchas jurisdicciones, como la de los estados de Estados Unidos y de los países de la eurozona, para perseguir la estabilización fiscal. Con el fin de evitar una dolorosa crisis, la jurisdicción debería considerar la política legal expansiva a pesar de los defectos institucionales. Y si la jurisdicción está en una posición fuerte cuando el resto de la unión monetaria está sufriendo, la jurisdicción debería contemplar la política legal contractiva para mitigar los costos de los auges.

La experiencia de Dakota del Norte durante la Gran Recesión ejemplifica esta débil correlación, la única condición en la que la política legal contractiva tiene sentido. En medio de la Gran Recesión, el estado experimentó un auge del petróleo de esquisto, el cual aumentó el trabajo y las hipotecas, generó la congestión del tráfico, la degradación medioambiental y altos precios coyunturales²⁴².

La política monetaria no respondió a la tensión causada por el auge aislado, porque la economía en la mayoría de los estados de Estados Unidos estaba yendo a trompicones, por lo que el FED mantuvo bajas las tasas de interés; de hecho, estas llegaron a cero. La respuesta fiscal de Dakota del Norte también fue obstaculizar mediante una combinación de necesidades públicas

242 Véase William Caraher y Kyle Conway, *The Bakken Goes Boom: Oil and the Changing Geographies of Western North Dakota* (Grand Forks: Digital Press at the University of North Dakota, 2016).

y un pobre diseño de sus políticas. Cuando el estado tuvo superávits presupuestales en la parte alta del auge redujo los impuestos, lo que estimuló la demanda agregada. Gracias en parte al recorte impositivo, el estado enfrentó un déficit aplastante después de que el precio del petróleo colapsara a finales del 2014 e inicios del 2015^[243]. Dakota del Norte entonces también estuvo maniatada en términos del gasto gubernamental. Los recortes hubieran reducido la demanda agregada, pero hacerlo de esa manera hubiera sido demasiado difícil. El auge puso una gran presión sobre la provisión de bienes públicos, recortarlos en mitad del *boom* hubiera inducido a un gran sufrimiento y a una gran reacción política.

Con pobres medios fiscales para restringir una economía sobrecalentada durante los auges, y sin control sobre las decisiones monetarias, Dakota del Norte debió haber considerado la política legal contractiva. Por ejemplo, el estado podría haber impuesto estándares más fuertes para obtener permisos de uso del oleoducto durante el auge. Aunque el oleoducto Keystone no pasaría a través de Dakota del Norte, otras propuestas de oleoductos también se adelantaron, incluyendo el controversial Oleoducto de Acceso a Dakota. Un ritmo de construcción del oleoducto más lento hubiera reducido la presión inflacionaria y le hubiera permitido al mercado laboral y al hipotecario de Dakota del Norte, además de a la inversión en bienes públicos,

243 Véase “North Dakota Faces Devastating Budget Shortfall Amid Oil Slump”, *Cavalier County Republican*, 6 de febrero del 2016, <http://www.cavaliercountyextra.com/2016/02/06/north-probably-whishes-they-could-take-back-those-congratulatory-handshakes-they-exchanged-following-the-completion-of-a-budget-for-the>

como avenidas y escuelas, capturar incrementos en la demanda causados por el auge petrolero.

A diferencia del límite inferior igual a cero, identificar y remediar una política macroeconómica inadecuada en una unión monetaria requiere experticia macroeconómica por parte de los reguladores y los jueces. Ellos deben saber (1) si la jurisdicción está en recesión o en auge, (2) si la unión monetaria como un todo está en recesión o en auge y (3) si la política macroeconómica es inapropiada en la jurisdicción como resultado de una discordancia con el ciclo económico. Asimismo, los reguladores y jueces necesitan confiar en que la discordancia macroeconómica persistirá para poder justificar el viraje hacia la política legal.

Ya que no existen indicadores objetivos y simples para todas estas variables, el riesgo del uso del derecho con fines oportunistas y arbitrarios es más probable de lo que lo es en el límite inferior igual a cero. Como resultado, los reguladores y jueces deberían comprometerse con la estabilización de la política legal para responder a las condiciones macroeconómicas en jurisdicciones descoordinadas en una unión monetaria únicamente si las condiciones macroeconómicas en la jurisdicción son en verdad evidentes.

Argumenté la viabilidad de una política legal expansiva en el límite inferior igual a cero luego de las crisis financieras y cuando la economía de una jurisdicción esté totalmente fuera de sintonía con la economía del resto de la unión monetaria. Pero suministré únicamente un ejemplo de la política legal expansiva: la aprobación del oleoducto Keystone en el 2011, pero no en el 2017. De hecho, el proyecto Keystone representa un ejemplo hipotético, más que uno real, de usar el derecho para fines macroeconómicos.

En el capítulo 10, me concentraré en dos períodos en los cuales la política macroeconómica se desarrolló

más por medio del derecho que por medio de las políticas monetaria y fiscal. Me refiero a los casos del New Deal de Franklin D. Roosevelt, en respuesta a la Gran Depresión, y al control de precios implementado por el presidente Nixon en respuesta a la Gran Inflación de la década de 1970. Mientras que puede decirse que el New Deal tan solo fue un éxito parcial, el control de precios sí debe reconocerse como un fracaso absoluto. Estos casos muestran (1) que el derecho puede ser una herramienta importante para la política macroeconómica y (2) que la debilidad institucional del derecho como una herramienta de política macroeconómica implica que debe emplearse en pocos casos.

10

El derecho y macroeconomía: lecciones de la historia

El derecho y la regulación desempeñaron un papel muy pequeño en la política macroeconómica con que se respondió a la Gran Recesión. Los diseñadores de políticas públicas no siempre han rechazado el derecho, como reviso en este capítulo. La respuesta a la Gran Depresión, conocida como New Deal, consistió en su mayoría en intervenciones legales más que en estímulos fiscales. Y en la *estanflación* de Estados Unidos en la década de 1970 se mostró en todo su esplendor las oportunidades que tiene el derecho en estas circunstancias. En la medida que la inflación excedía el 6 % por año, el Congreso autorizó la Ley de Estabilización Económica de 1970. El presidente Nixon usó las potestades conferidas por esta ley y estableció un conjunto de controles sobre los precios y los salarios. En ambos casos, los desafíos macroeconómicos produjeron respuestas desde el derecho.

¿Por qué se echó en el olvido el derecho como herramienta de política macroeconómica? La respuesta más simple a esta pregunta es que las intervenciones del derecho para fines macroeconómicos no siempre han funcionado bien del todo. Sin embargo, aunque el

control de precios falló en la década de 1970, la historia sobre la política monetaria expansiva durante el New Deal muestra mejores perspectivas. A pesar de que la Suprema Corte declaró inconstitucional la Administración Nacional de Recuperación, la pieza central para estimular la economía de Estados Unidos por medio del derecho durante la Gran Depresión, la economía del país se recuperó a muy buen ritmo una vez que el Congreso promulgó las reformas, sobre todo de orden legal, de los primeros “cien días” de la administración presidencial de Franklin D. Roosevelt en 1933. Pese a los aportes que el New Deal brindó al derecho y macroeconomía, estos no se reflejaron en el “estado del arte” de la macroeconomía.

En este capítulo argumento que el control de precios y la planeación centralizada fueron importantes proyectiles económicos que perdieron su blanco. Pero sostengo que, pese a esto, no deberían descartarse totalmente las herramientas macroeconómicas del derecho. Si bien las intervenciones mediante el derecho son peligrosas, también pueden proveer poderosos remedios económicos. La intuición de los diseñadores del New Deal de utilizar herramientas de derecho y macroeconomía en el límite inferior igual a cero fue correcta. En efecto, incluso sus estímulos legales no previstos funcionaron sorprendentemente bien entre 1933 y 1937. Si las futuras intervenciones del derecho y macroeconomía gozan de mejores fundamentos desde la teoría macroeconómica y ajusta de forma directa la demanda agregada cuando otras herramientas macroeconómicas deben solo esperar por otras condiciones, entonces puede que el derecho y macroeconomía se convierta en una opción invaluable de política pública.

El derecho y macroeconomía del New Deal

Mientras que los juristas se resistieron a la política legal expansiva durante la Gran Recesión, para el presidente Franklin D. Roosevelt y otros diseñadores del New Deal durante la Gran Depresión fue evidente que la situación requería una aproximación desde el derecho. La pieza maestra de legislación aprobada durante los primeros cien días de la administración Roosevelt fue la Ley de Recuperación Industrial Nacional (NIRA, por sus siglas en inglés). Una vez aprobada esta ley, el presidente Roosevelt declaró:

La historia posiblemente recuerde la Ley de Recuperación Industrial Nacional como la ley más importante y de más amplio alcance jamás promulgada por el Congreso de Estados Unidos. Representa un verdadero esfuerzo para estabilizar de una vez y para siempre muchos factores relacionados con la prosperidad de la nación y la preservación de la calidad del país.

La NIRA permitió importantes cambios legales. El objetivo compartido por muchos era incrementar los precios para favorecer el gasto: si las personas esperaban que los precios aumentaran en el futuro, las tasas nominales de interés en el límite inferior igual a cero podrían decrecer incluso por debajo de cero; con tasas de interés reales muy bajas, el gasto podría incrementarse. Para esto, la NIRA suspendió las leyes antimonopolios que evitaban la creación de carteles; se fortalecieron los sindicatos laborales, y se creó la Administración Nacional de Recuperación, una agencia encargada de reducir el desempleo mediante la creación de estándares de buena conducta para la mayoría de los empleadores. La revista *Time* nombró

al presidente de la agencia, Hugh Johnson, el “hombre del año” en 1933.

El presidente Roosevelt y el Congreso aprobaron otras normas con importantes efectos macroeconómicos durante los primeros cien días. Una vez tomó posesión del cargo, la FDR declaró un “festivo bancario”, un cierre temporal de todos los bancos para evitar que estos quebraran. El Congreso ratificó la declaración de la FDR al aprobar la Ley de Emergencia Bancaria poco tiempo después. Eso funcionó. El feriado bancario suspendió efectivamente el derecho de los depositantes sobre su dinero. Esta intromisión sobre derechos contractuales “finalizó con la quiebra bancaria que plagó la economía durante la Gran Depresión”²⁴⁴. La Ley de Emergencia Bancaria también debilitó la adherencia de Estados Unidos al patrón oro, lo que disminuyó las presiones inflacionarias.

La Corte Suprema declaró inconstitucional la NIRA en la sentencia de *A. L. A. Schechter Poultry Corp. versus United States* porque la ley trasladaba una gran autoridad a la Administración Nacional de Recuperación que, en principio, le correspondía al Congreso²⁴⁵. Además, la Corte sostuvo que la ley violaba las potestades del Congreso sobre la cláusula de comercio de la Constitución. El razonamiento de la Corte fue perdiendo prestigio solo dos años después.

Incluso después del rechazo de la NIRA por parte de la Corte Suprema, Estados Unidos continuó haciendo uso del derecho y macroeconomía. Steven Ramirez, explica que mucho del aparataje legal del New Deal,

²⁴⁴ William L. Silber, “Why Did FDR’s Bank Holiday Succeed?”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, julio del 2009, 19-30.

²⁴⁵ Schechter Poultry Corp. vs. United States, 295 U. S. 495 (1935).

como la introducción de un impuesto al ingreso corporativo y la Ley de Relaciones Laborales Nacionales (NLRA, por sus siglas en inglés) de 1935, pretendía estimular la economía²⁴⁶. Tal como lo concibió inicialmente el presidente Roosevelt, el impuesto sobre el ingreso corporativo gravaba solo el efectivo y no las ganancias, lo que motivó a las empresas a gastar más que a atesorar el efectivo²⁴⁷. La NLRA pretendía dar más poder a los sindicatos laborales para que los salarios de los trabajadores se incrementaran. Esto aumentaría las expectativas inflacionarias estimulando, de esta manera, el gasto.

Muchos han criticado la NIRA, y en menor medida también la NLRA, sobre bases microeconómicas. En tiempos ordinarios, suspender las leyes antimonopolio reduce la producción y disminuye el potencial de la economía, incluso si los precios aumentan.

Para muchos, las políticas del New Deal parecían defectuosas, incluso desde la perspectiva macroeconómica. Algo notable es que muchas de las intervenciones legales no pretendían estimular directamente la demanda agregada. En 1933, en una carta abierta al presidente Roosevelt, John Maynard Keynes reconoció que aumentar el nivel de precios mediante la reducción de la ley antimonopolio, en teoría, podría estimular indirectamente la demanda agregada, pero criticó la política económica de Roosevelt por su excesiva dependencia sobre sus efectos²⁴⁸. Por el contrario, Key-

246 Steven A. Ramirez, "The Law and Macroeconomics of the New Deal at 70", *Maryland Law Review* 62, (2003): 515-572.

247 Véase Steven A. Bank, "Corporate Managers, Agency Costs, and the Rise of Double Taxation", *William & Mary Law Review* 44, (2002): 167-261.

248 Véase John Maynard Keynes, "An Open Letter to Franklin D. Roosevelt", *New York Times*, 31 de diciembre de 1933,

nes prefería políticas que estimularan directamente la demanda agregada. Argumentaba que incrementar “el gasto estatal” y no incrementar el nivel de precios sería la “movida principal” para la recuperación. Keynes escribió sobre “el fracaso de la administración [de la FDR] para organizar cualquier incremento material en [...] el gasto durante sus primeros seis meses en el cargo”.

El prematuro New Deal parecía, por tanto, un total fracaso, tanto desde la perspectiva micro como desde la macroeconómica. Pero no debería condenarse tan rápido este seminal ejemplo de política legal expansiva. En el corto plazo, la NIRA y las demás intervenciones legales de los primeros cien días aumentaron dramáticamente las expectativas de inflación y estimularon el gasto²⁴⁹. La economía de Estados Unidos, que se contrajo en un increíble 30 % entre 1929 y 1933, se recuperó notablemente entre 1933 y 1936, y aumentó por cerca de un 10 % al año, antes de que cayera de nuevo en 1937. Aunque la NIRA disminuyó probablemente el potencial económico de largo plazo, Gauti Eggertson asegura que la economía de Estados Unidos no estaba constreñida por el potencial en 1933, sino más bien por una demanda inadecuada. Como resultado, los efectos positivos indirectos sobre la demanda agregada de la NIRA compensaron los daños sobre el potencial a largo plazo.

<http://la.utexas.edu/users/hcleaver/368/368KeynesIponLetFDRtable.pdf>

²⁴⁹ Los “cien días” de Franklin D. Roosevelt incluyeron muchas reformas por lo que sería imposible desentrañar los efectos causales de cada medida. Como un todo, las reformas funcionaron y, al mismo tiempo, la NIRA fue la que se consideró la más importante de todas.

No estoy en desacuerdo con quienes acusan a los diseñadores del New Deal de haber impuesto demasiados daños microeconómicos. Pero esto no es una razón para condenar el derecho y macroeconomía de manera general. Desde la perspectiva macro, el New Deal fue al menos un verdadero éxito de corto plazo. A pesar de sus defectos, las leyes del New Deal ayudaron a que la producción de Estados Unidos se recuperara. Otras intervenciones legales y regulatorias, que indirectamente aumentan la demanda agregada y que imponen daños microeconómicos más tenues, deberían contemplarse dentro de las economías para generar muchos más estímulos que los logrados por la NIRA y para evitar los daños potenciales de largo plazo de esta ley en la producción.

El surgimiento y la caída del control de precios

Después de la Segunda Guerra Mundial, el derecho continuó desempeñando un papel vital en la política macroeconómica. Como se describió en el capítulo 3, el sistema Breton Woods de macroeconomía internacional se concentró principalmente en el control del capital, y subordinó principios básicos del derecho, como la obligatoriedad de los contratos, a las necesidades macroeconómicas. Mediante el uso del derecho para restringir el flujo internacional de capital, el régimen Breton Woods permitió que los países gozaran de tasas de cambio estables mientras que se restringía el control sobre la política monetaria.

Breton Woods llegó a su fin con el “shock de Nixon” el 15 de agosto de 1971. Sin deseos de asumir las dolorosas reformas macroeconómicas que se necesitaban para soportar un sobrevaluado dólar, el presidente Nixon suspendió la participación de Estados Unidos

en el sistema monetario internacional. Sin embargo, esta suspensión no evitó la dependencia al derecho y macroeconomía. Por el contrario, el presidente Nixon reemplazó un régimen de derecho y macroeconomía, el control de capitales, por uno diferente, el control de precios. En el mismo discurso en que suspendía la participación del país en el sistema monetario de Bretton Woods, Nixon estableció el control de precios autorizado por la Ley de Estabilización Económica de 1970. La Orden Ejecutiva 11 615 de Nixon pretendía en un principio combatir la inflación mediante la congelación de todos los precios y salarios en Estados Unidos por noventa días. Una vez pasara este tiempo, cualquier incremento de salarios o precios necesitaba la aprobación gubernamental, que estaba a cargo del Comité de Pagos y la Comisión de Precios.

El control de precios y salarios pareció tener éxito en un principio. Justo antes de imponer el control de precios, la inflación excedía de 4 % mensual sobre una base anualizada. Después de la congelación de precios, la inflación se redujo rápidamente por debajo del 4 %. A mediados de 1972, durante la segunda fase del control de precios, la inflación cayó por debajo del 3 %.

Pero hacia 1974, la inflación anual explotó a más del 10 % y se mantuvo alta hasta ya entrada la década de 1980. Los consumidores enfrentaron recortes de combustible, carne y otros bienes, por los cuales se forzó a las personas a hacer filas²⁵⁰.

Para reducir la inflación, el Gobierno giró finalmente hacia la política monetaria, no a la legal. Bajo el liderazgo del presidente Paul Volcker, el FED apretó

250 Charles H. Whitman, "A New Investigation of the Impact of Wage and Price Controls", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, (primavera de 1978), 2-8.

agudamente la política monetaria, aumentando los intereses de corto plazo desde casi el 11 % en 1979 hasta un 20 % en 1981. La inflación en Estados Unidos se desplomó desde un valor superior al 13 % anual en 1981 hasta uno cercano al 3 % en 1983. Desde entonces nunca ha excedido del 5 %. Pero combatir la alta inflación generó costos por las severas recesiones subsiguientes, con un desempleo en 1982 que alcanzó picos similares a los que hubo después de la Segunda Guerra Mundial.

Críticas al control de salarios y precios

El control de precios y salarios son herramientas poderosas de política legal contractiva, al menos en el corto plazo. Pero el control de precios no es la única herramienta para combatir la inflación. Asimismo, el control de precios demuestra poca efectividad en el largo plazo. La política monetaria contractiva, y no el control de precios, sofocó una inflación rampante en Estados Unidos y lo haría en cualquier otro lugar. Y el control de cambios causa, también, dolorosos efectos microeconómicos. Así, las fallas en el control de precios apoyan la conclusión de que solo debería usarse el derecho para fines macroeconómicos cuando las alternativas monetarias son inaccesibles. En efecto, el control de precios ilustra muchas de las debilidades institucionales del derecho y macroeconomía.

Falta de experticia

Los expertos, quienes saben que la causa de la inflación es una oferta monetaria excesiva que expande demasiado rápido la demanda agregada, de manera que se excede la capacidad en el nivel actual de inflación,

también saben que el control de precios no es una solución de largo plazo para esta. Sin embargo, el control de precios ofrece intuitivamente una solución “directa” al problema del aumento de precios. Como resultado, los que no son expertos y están comprometidos con el derecho pueden preferir los controles a los precios como una mejor alternativa para controlar la inflación.

Inequidad e ineficiencia microeconómica

Cuando se usa el derecho para fines macroeconómicos se sacrifican objetivos como la equidad, la justicia y la eficiencia microeconómica. Si el sacrificio es demasiado grande, debería evitarse el uso del derecho como una palanca de política macro. Este fue el caso en 1970: el control de precios impuso costos demasiado altos de eficiencia y equidad.

El control de precios y salarios conlleva un gran costo porque disminuye la capacidad del sistema de precios para que este cumpla su tarea esencial: coordinar la economía de mercado²⁵¹. Cuando se quiebra la coordinación se llega a una situación de escasez y racionamientos. Esto impone serios daños microeconómicos. Si el mecanismo de precios coordinara perfectamente la economía, no habría recesiones, que se conocen como fallas de coordinación. Por ello los precios no constituyen un adecuado sistema de coordinación. Sin embargo, los precios funcionan mejor que el control de precios.

Para reducir estos daños, excelentes reguladores desarrollaron inteligentes mecanismos de control de

251 Véase, por ejemplo, Friedrich Hayek, “The Use of Knowledge in Society”, *American Economic Review* 35, (1945): 528.

precios que restringieron el promedio de precios sin minar el sistema de precios en su totalidad. Pero estos mecanismos introdujeron algunas complicaciones adicionales a la mejoría de incentivos. En particular, complicados mecanismos de control de precios causaron estragos en los términos contractuales y generaron un gran número de litigios.

El órgano creado para implementar el control de precios en Estados Unidos en 1970, el Consejo de Costo de Vida, hizo su mejor esfuerzo para mantener un techo sobre los precios mientras que mantenía los incentivos para los productores. Aunque debió haber establecido un techo a los precios, sobre todo para el petróleo producido en Estados Unidos, un simple precio techo hubiera reducido los incentivos para producir petróleo adicional. Por el contrario, los reguladores clasificaron la producción de petróleo en dos tipos de crudo e impusieron un precio techo únicamente a uno de ellos. El “viejo petróleo” —la cantidad producida en los años previos— quedó sujeto a la congelación de precios. Si un productor produce la misma cantidad de petróleo en el año actual en comparación con los años anteriores, toda la producción del productor puede considerarse “petróleo viejo” y, por ello, está sujeto al precio techo. Para crear incentivos a la producción de petróleo adicional, sin embargo, el “petróleo nuevo” no fue controlado. Se entendía como petróleo nuevo cuando un productor excedía la producción de petróleo de los años previos. La producción adicional era, por tanto, recompensada con un más alto precio que la producción ya realizada. Incluso, para brindar incentivos más fuertes para producir petróleo, cada barril de petróleo nuevo facultaba al productor para reclasificar un barril de su petróleo viejo como petróleo nuevo. Si un productor producía un barril adicional de petróleo en comparación con el año anterior, learía permitido

vender dos barriles de petróleo a un precio no controlado (un barril del nuevo petróleo y uno del viejo que había sido recategorizado como “nuevo”).

Este creativo sistema para establecer el precio pretendía tanto reducir la inflación como estimular la producción de petróleo. Mediante la regulación de los precios del viejo petróleo, que los productores ya habían tenido la capacidad de producir, el Consejo esperaba reducir la inflación. Pero con el petróleo nuevo sin sujeción al control de precios, las empresas hallaron incentivos para mantener la producción a pesar del precio techo. En efecto, la capacidad que tenían los productores de recategorizar el viejo petróleo como nuevo hizo que los incentivos de estos incrementaran la producción a un nivel más alto que el que hubieran alcanzado en una economía sin control de precios. Si el esquema ingenioso funcionaba, los productores tendrían muy buenas razones para ampliar su producción, pero el precio promedio del petróleo (el viejo y el nuevo) hubiera sido más bajo que lo que hubiera estado sin control de precios.

Aunque parece una buena alternativa sobre el papel, el esquema demostró ser menos viable de lo que sus diseñadores esperaban. Para mitigar los daños causados por el control de precios, el Consejo necesitó calcular el precio del viejo petróleo por cada productor y medir su nueva producción, una tarea aplastante. El sistema también creó ineeficiencias e inequidades, como lo ilustra el caso de la batalla contractual entre Gulf Oil y Eastern Airlines²⁵².

Antes del establecimiento del control de precios, Eastern suscribió un contrato que indexaba el precio

252 Eastern Airlines Inc. vs. Gulf Oil Corp., 415 F. Supp. 429 (S.D. Fla. 1975).

de compra del petróleo de Gulf en ciertos aeropuertos a una medida de petróleo calculada por Platt's Inc.'s OilGram. Cuando se estableció el control de precios, Platt's tuvo que revisar su método de indexación. Platt's decidió indexar de acuerdo con el viejo petróleo, lo que inclinó el contrato a favor de Eastern. Entonces, las aerolíneas podían comprarle petróleo a Gulf a precio del viejo petróleo, haciendo que el petróleo de Gulf fuera más barato que el petróleo nuevo de cualquier otro proveedor en el mismo aeropuerto. En vez de obtener los beneficios que hubiera obtenido, Gulf terminó teniendo pérdidas por el contrato, un resultado directo del control de precios.

Además de crear una producción injusta, el contrato incentivó la ineficiencia. Antes del control de precios, Eastern no solía llenar los tanques con petróleo de Gulf en los aeropuertos sujetos del contrato. El llenado a tope de los tanques agregaba peso a las aeronaves, reduciendo la eficiencia. Pero cuando el control de precios redujo artificialmente el precio contratado del combustible de Gulf, Eastern comenzó a llenar sus tanques cuando tenía acceso al producto de Gulf. El combustible de Gulf era tan barato que a Eastern no le importaba desperdiciarlo. Gulf llevó finalmente a Eastern a los juzgados en virtud del contrato y en 1975 una corte federal decidió que Eastern podría continuar llenando los tanques con combustible de Gulf al precio deseado. Esta ineficiencia y el litigio que sobrevino fueron todos resultados directos del control de precios.

Efectos impredecibles

Los efectos del control de precios resultaron ser volátiles e impredecibles. Podrían haber sido beneficiosos en el corto plazo, pero fallaron en constreñir la inflación

en el largo plazo. Si no es posible apoyarse en el control de precios para restringir la inflación sobre el largo plazo, debería evitarse su uso para propósitos de política macroeconómica de largo plazo.

Oportunismo político

Como cualquier esfuerzo legislativo, el control de precios está sujeto a cálculos políticos. De acuerdo con William N. Walker, así como con el Congreso, lo mismo sucedió con el consejero principal del Consejo de Costo de Vida. “Los demócratas del Congreso habían obtenido la aprobación de la Ley de Estabilización Económica, promulgada en 1970 en contra de la oposición de Nixon”, escribía Walker, “El Congreso asumió que un presidente conservador como Nixon jamás invocaría las prerrogativas otorgadas y pretendieron usar la ley para avergonzarlo”²⁵³. A su turno, la decisión de Nixon de establecer el control autorizado “fue pensada para desviar las críticas demócratas de su desempeño económico en cuanto empezó la cuenta regresiva para las elecciones de 1972”, agregaba Walker.

El establecimiento del control de precios fue políticamente popular, pero lastimó a la economía, sin que se restringiera la inflación. El control de precios y otros instrumentos similares, que hace que los políticos generen daños de largo plazo a cambio de beneficios de corto plazo, deberían ser desalentados. En efecto, el control de precios personifica los altos costos

253 Véase William N. Walker, “Forty Years after the Freeze”, *Nixon’s Wage and Price Freeze*, <http://noxonswageandprice-freeze.files.wordpress.com/2011/07/forty-yeras-after-the-freeze.pdf>

institucionales que pueden estar asociados con el uso del derecho para fines macroeconómicos.

Reconsideración del control de salarios y precios: el caso de Grecia

Aunque el control de precios mostró ser una costosa e inefectiva forma de política legal contractiva, puede tenerse en cuenta si las alternativas macroeconómicas son muy nefastas. En condiciones adecuadas (que por lo general son muy raras), el control de precios ofrece una poderosa herramienta para solucionar problemas de rigidez de precios, que mantienen la producción por debajo de su capacidad en economías deprimidas. Si incluso las más indeseadas herramientas macroeconómicas, como el control de precios, de vez en vez tienen su utilidad, no deberían olvidarse nunca las intervenciones del derecho y macroeconomía. Más bien, se necesita comparar las soluciones legales a los problemas macroeconómicos con alternativas fiscales y monetarias.

Grecia es un caso paradigmático. El término *gran recesión* falla para trasladar las luchas griegas desde el 2009 al presente. Allí el desempleo marcó un pico importante del 29 % en el 2013 y permaneció por encima del 20 % hasta el 2018. Siete años dentro de la Gran Recesión, la producción griega fue un 26 % más pequeña en términos reales de lo que fue en épocas antes de la recesión. En comparación, la producción de Estados Unidos durante la Gran Depresión descendió en 25 % por debajo de su pico. Siete años después de superar la Gran Depresión, la producción real de Estados Unidos se recuperó por completo. Los indicadores sociales en Grecia, tales como la caída en picado de la tasa de natalidad y un agudo incremento en la incidencia de

la depresión y el suicidio, testifican los costos humanos de la tragedia griega.

Muchos economistas culpan a la existencia de salarios preferentes de las astronómicas tasas de desempleo griego. A los griegos que trabajan les pagan demasiado en relación con la totalidad de la fuerza laboral, y los que no trabajan tienen expectativas salariales muy altas a cambio de ingresar a la fuerza laboral. Desde el análisis seminal de Milton Friedman sobre este problema, la prescripción macroeconómica convencional ha sido la devaluación de la moneda, que sería posible por una política monetaria expansiva²⁵⁴. Mediante la devaluación de su moneda, Grecia, de un solo golpe, hubiera hecho que su fuerza laboral y capital fueran más competitivas al permitirles ampliar sus exportaciones y mitigar la depresión.

Sin embargo, como miembro de la eurozona, Grecia no tiene control sobre su moneda. No puede devaluar su moneda para hacer competitiva su economía en comparación con la de sus vecinos. En vez de devaluar su moneda, Grecia se vio obligada a una “devaluación interna”, permitiendo que salarios y precios se redujeran. Pero un proceso de reducción de salarios, sin embargo, se mueve a intervalos y de manera dolorosa, lo que lleva a una mayor reducción de la producción. Ya que el sistema de mercado no puede coordinar el ajuste rápido de salarios y de precios a la baja, se generan ineficiencias, como el techo máximo de precios. Como explicó Friedman, “las tasas salariales tienden a ser los precios menos flexibles. En consecuencia, [...] una política que permita [...] que los salarios

254 Véase Milton Friedman, “The Case for Flexible Exchange Rates”, en *Essays in Positive Economics*, editado por Milton Friedman (Chicago: University of Chicago Press, 1953), 157-203.

disminuyan es probable que produzca desempleo, más que, o al mismo tiempo que, reducción de los salarios".

Los griegos fueron testigos de la exactitud de la predicción de Friedman. En vez de reducir los salarios, muchos empleadores griegos prefirieron mantener fijos muchos salarios nominales y recortar el número de empleados. Los precios y los salarios desde entonces han decrecido, pero el proceso ha sido agonizantemente lento y profundamente doloroso.

Incluso con la devaluación monetaria fuera de juego, Grecia no debía dejar de lado la gestión macroeconómica para implementarla en las fuerzas del mercado: hay otras formas para combatir la notoria crisis de la inflexibilidad salarial. La política legal expansiva estaba todavía disponible. Y el derecho —en particular, el control de precios— ofrecía incluso una alternativa adicional, una herramienta para disminuir los salarios reales y los precios rápidamente de manera coordinada y de tal forma que los actores del mercado no hubieran podido lograr si hubiesen actuado de manera individual. Si Grecia hubiera aprobado una ley exigiendo que todos los salarios nominales, los precios y la deuda nacional fueran reducidos a una significativa tasa —supóngase, 10 % durante tres meses— entonces los precios y salarios reales se hubieran ajustado tan rápido como si Grecia hubiera devaluado su moneda. (Una alternativa más simple que hubiera recortado los salarios un 10 %, pero que hubiera dejado sin regulación otros precios). De un solo golpe, un régimen de control de precios hubiera hecho más competitiva la fuerza laboral griega y su producción en relación con las de los demás países de la eurozona²⁵⁵.

255 Véase Tyler Cowen, "Are Wage and Price Controls a Solution for Greece?", *Marginal Revolution*, 19 de febrero del

Hubiera habido, como se esperaría, necesidad de negociación. Cualquier devaluación –fuera por la devaluación monetaria o por la imposición legal de la deflación– pone en riesgo el sistema financiero. Y la devaluación por medio del control de precios agrega una complicación adicional. Los activos locales de los bancos griegos hubieran perdido valor, pero las obligaciones extranjeras no, generando un impuesto a la solvencia bancaria. Un colapso financiero, por supuesto, hubiera exacerbado la depresión. Asimismo, los productos griegos incluirían insumos de fuera del país. El costo de estos insumos no hubiera cambiado, incluso si los ingresos de esas firmas hubieran disminuido. Los negocios griegos hubieran tenido que soportar este doloroso *shock* –que hubiera podido generar un colapso– o hubieran tenido que ser capaces de ajustar su deflación de precios propia para reflejar el componente extranjero de sus suministros. En ambos casos hubiera hecho que lograr la deflación por vías legales fuera muy complicado. Más exactamente, la devaluación aprieta las ganancias de los importadores que consumen con moneda local pero que pagan a sus proveedores con moneda extranjera. Por último, no hay una forma sencilla de determinar cuál es la deuda

2010, <https://marginalrevolution.com/marginalrevolution/2010/02/is-this-a-solution-for-greece.html> (citando a Kotlikoff, el vínculo a la página no está disponible en la actualidad). Farhi y sus colaboradores mostraron que un incremento en los impuestos a las importaciones combinado con un incremento en los subsidios a las exportaciones también puede llevar a una devaluación de la moneda. Véase Farhi, Gopiath e Itsikhoki, “Fiscal Devaluations”. Sin embargo, debe notarse que las reglas de mercados únicos de la Unión Europea prevendrían a Grecia de tener que “desarrollar su política con respecto a sus contrapartes en la Unión”.

local —y por esto está sujeta al control de precios— y cuál es la extranjera. Esto significa que los abogados hubieran tenido que diseñar líneas muy finas entre lo que hubiera sido objeto de control de precios y lo que no. Para mitigar estos daños, el control de precios griego hubiera necesitado la cooperación del Banco Central Europeo y la ayuda de los más importantes prestamistas griegos.

Pero los tiempos desesperados requieren medidas desesperadas. Grecia sufrió un cataclismo sin precedentes, tanto desde la perspectiva de la oferta (costos laborales no competitivos) como de la demanda (demanda agregada por debajo de la capacidad de la oferta). La política monetaria europea golpeó el límite inferior igual a cero, lo que limitó los estímulos monetarios. La política fiscal griega no tuvo alcance para estimular la economía cuando los niveles de deuda estaban exageradamente altos. Y a pesar de los horrendos costos, ni Grecia ni la “triada” del IFM, el BCE y la Comisión Europea querían aceptar una salida de Grecia de la eurozona, lo que hubiera permitido una devaluación directa. (Como una deflación legalmente impuesta en el ámbito local, “Grexit” también hubiera implicado difíciles determinaciones sobre cuáles activos serían valuados en euros y cuáles en dracmas).

La deflación ordenada por vías legales no tenía que ser perfecta. Solo necesitaba ser mejor que la devaluación interna, que mostró ser increíblemente costosa. La orden de deflación hubiera utilizado el derecho para coordinar un rápido cambio en los precios, lo que potencialmente hubiera facilitado ajustes menos dolorosos al problema de los salarios desproporcionados en comparación con la productividad. Y a diferencia del control de precios de la era Nixon en Estados Unidos, que tuvo como objetivo los síntomas de la inflación más que las causas de esta, la deflación ordenada

en Grecia hubiera gestionado directamente uno de los problemas centrales del mal comportamiento macroeconómico griego: la crisis de la rigidez de precios.

En medio de la peor crisis económica de la historia moderna, un corto periodo de deflación legalmente ordenada, siempre y cuando fuera coordinado entre Grecia y la triada, serían los riesgos esperados.

Como se vio en este capítulo, el derecho y la regulación desempeñan un papel más prominente, aunque accidentado, en la historia de la política macroeconómica de lo que muchos se dan cuenta. La respuesta inicial del New Deal a la Gran Depresión fue una respuesta legal, no monetaria ni fiscal. Una extraordinaria incursión dentro del derecho de los contratos (el feriado bancario) ayudó al fin de una serie de quiebras bancarias. Y aunque la NIRA incrementó la demanda agregada únicamente de manera indirecta (al aumentar las expectativas de inflación para motivar un mayor gasto en el presente), las expectativas de inflación y el gasto subieron rápidamente una vez se aprobó, lo que contribuyó de manera importante a la recuperación.

En el tiempo posterior a la Segunda Guerra Mundial, las democracias industrializadas crearon un sistema macroeconómico internacional con el derecho en su núcleo mediante el control de capitales. La era Bretton Woods fue un testigo sin precedentes históricos de tasas de crecimiento en las democracias industrializadas y de rápidos incrementos en el mercado internacional (facilitado por las tasas de cambio fijas que estableció Bretton Woods). Aunque muchas son las causas de este milagro económico, el éxito de la economía de Bretton Woods mostró que el régimen macroeconómico que se inclina rápidamente hacia el derecho es consistente con una “edad de oro del capitalismo”.

Dado el éxito histórico, la elección del derecho –el control de precios– para gestionar la principal

enfermedad macroeconómica de la década 1970 —la inflación— parece menos sorprendente. A diferencia del New Deal y del Bretton Woods, el control de precios falló como política macroeconómica. Lastimó la eficiencia microeconómica sin reducir la inflación.

El control de precios y de salarios mostró el peligro del derecho y macroeconomía. Mediante la intervención en el sistema de precios, el derecho pudo responder al problema que más presionaba desde la macroeconomía. En su mejor momento, el derecho pudo coordinar la vuelta al equilibrio macroeconómico cuando otras herramientas para las cuales la coordinación, tales como la política monetaria o la de tasa de cambio, probaron ser inútiles. Pero dada la mayor crisis del control de precios y de salarios, deberían usarse únicamente cuando el arsenal de política macroeconómica está casi incapacitado, como sucedió en Grecia entre el 2010 y el 2017.

Durante su larga historia, la estabilización de la política legal ha estado caracterizada por la ausencia de bases teóricas. Aunque la NIRA y el control de precios de la era Nixon pretendían mejorar las condiciones macroeconómicas, la teoría macroeconómica no fue la que guio su diseño. Bretton Woods, por el contrario, gozó de grandes conocimientos macroeconómicos. Keynes, de hecho, fue uno de sus principales arquitectos. Sin guía teórica, ni la NIRA ni el control de precios implementaron programas cuyos efectos principales fueron ajustar la demanda agregada, lo que comprobó la efectividad de cada política.

El derecho y macroeconomía efectivo requiere mayor atención sobre la teoría macroeconómica. En el capítulo 11 desarrollaré tres tipos de política legal expansiva que incrementan la demanda agregada sin causar distorsiones microeconómicas, como la severa suspensión de las leyes antimonopolio o la limitación

de los precios como un mecanismo de coordinación. Estas políticas, y otras similares, ofrecen alternativas de estímulos para momentos en los que las políticas monetarias y fiscales están obstruidas.

Alternativas de política legal expansiva

En este capítulo aplico las lecciones sobre derecho y macroeconomía vistas en capítulos anteriores. Desarrollo algunas herramientas novedosas que estimulan la demanda agregada sin requerir una acción legislativa comprensiva o un incremento de los déficits presupuestales gubernamentales. Estas herramientas proveen opciones para estimular economías moribundas en el límite inferior igual a cero.

Las herramientas descritas aquí, tales como la regulación contracíclica de las tarifas de los servicios públicos, el ajuste de la ley de deudor y acreedor de acuerdo con el ciclo económico, y el cambio de los remedios legales en el ciclo económico no son una lista exhaustiva del universo de opciones de política legal expansiva. Casi que cualquier política legal o regulatoria podría modificarse para estimular (o deprimir) la demanda agregada. Las herramientas ilustran la manera en que el derecho y la regulación pueden proveer estímulos económicamente significativos cuando las políticas fiscal o monetaria resultan poco eficaces.

Una importante categoría de política legal expansiva que no analizo aquí es la intervención en el mercado laboral. Intervenciones legales en este tipo de mercado,

como la Ley de Salario Mínimo, podrían tener importantes efectos sobre la macroeconomía y la demanda agregada. Cuando la economía produce por debajo de la capacidad, los cambios en el derecho laboral ofrecen una herramienta potencialmente poderosa de política legal expansiva.

Modificar el derecho laboral, sin embargo, causa dos efectos compensatorios. Considérese el efecto de reducir el salario mínimo en el límite inferior igual a cero. Una baja en estos salarios abarata los trabajos que se pagan a este nivel salarial, lo que potencialmente reduce el desempleo y, de este modo, se incrementa la demanda agregada. Pero, si se bajan los salarios también se reduce el poder adquisitivo de los trabajadores que perciben este nivel salarial. La reducción del ingreso de estos trabajadores disminuye la demanda agregada. Dichos efectos podrían cancelarse mutuamente. En efecto, esto puede verse en el seguro de desempleo. Buena evidencia empírica sugiere que los desincentivos laborales generados por prestaciones de desempleo más generosas producen un aumento del desempleo que es compensado por el aumento del gasto asociado con prestaciones más altas²⁵⁶. Así, las intervenciones en el mercado laboral, como el seguro de desempleo, ofrecen estímulos menos potentes de lo que se esperaría, aunque pueden ser muy buenas intervenciones desde otros puntos de vista. Por tanto, me centro aquí en las medidas de política legal expansiva que estimulan la economía de una manera que teórica y empíricamente resulta más robusta.

256 Véanse Coglianese, "Do Unemployment Insurance"; Chodorow-Reich, Coglianese y Karabarbounis, "The Limited Macroeconomic".

Política regulatoria contracíclica en los servicios públicos

La distribución de energía eléctrica, gas natural, agua y otros servicios esenciales es costoso. La mayoría de los costos se relaciona con la construcción de la red de distribución en sí misma; una vez se completa la instalación, los costos asociados con la oferta se reducen significativamente. Cuando, por ejemplo, una malla eléctrica está instalada, los costos marginales son solo los que se relacionan con producir la energía consumida. Pero los elevados costos de construir la red de producción y distribución hacen que tenga muy poco sentido económico que existan varios proveedores que compitan por los mismos consumidores.

Estas condiciones hacen que los servicios públicos se ubiquen en una categoría particular: *monopolios naturales*. Por lo general, las normas que pretenden que no surjan prácticas anticompetitivas intervendrían para proteger a los consumidores de prestadores de servicios públicos monopólicos. Después de todo, los monopolios inefficientemente reducen la producción y aumentan los precios. Sin embargo, ya que sería demasiado costoso instalar nuevas redes de distribución para el mismo servicio, los Gobiernos permiten la existencia de monopolios naturales para mantener y reducir sus precios, de manera que puedan reducirse las ineficiencias. Las empresas de servicios públicos ganan la seguridad que ofrece el operar como un monopolio local, lo que garantiza retornos de capital permanentes; al mismo tiempo, los consumidores obtienen precios que no están desbordados y se les garantiza un eficiente suministro del servicio público gracias a la supervisión del Gobierno. Cuando los reguladores trabajan eficientemente, las empresas de servicios públicos ponen precios que reflejan el costo

promedio de la oferta y la distribución, y no el poder monopólico.

Esto es, en teoría, una solución elegante a lo que podría ser un problema irritante. Pero el actual proceso marco de regulación de los servicios públicos en Estados Unidos tiene efectos macroeconómicos perversos. Sobre todo los precios de los servicios públicos aumentan cuando la demanda agregada es baja, además, reduce el gasto de los consumidores y exacerba una demanda lenta. En vez de exacerbar el ciclo económico, los reguladores deberían mitigarlo, ajustando las tasas de retorno de las empresas de servicios públicos con un ojo en los efectos en la demanda agregada.

La regulación actual de la tarifa de servicios públicos

Como ya indiqué, los servicios públicos son regulados de acuerdo con un marco de *costo del servicio*. Las empresas periódicamente proponen tarifas a los reguladores, quienes luego las fijan de manera que los inversionistas obtengan una competitiva tasa de retorno sobre el capital y sin que resulte excesiva. Mediante la garantía de una tasa de retorno competitiva, los reguladores promueven la formación del capital necesario para construir y mantener las costosas redes de distribución.

Los reguladores miran el mercado para decidir cuáles precios son aceptables y evalúan los niveles de inversión en servicios públicos para asegurar que sean razonables. De otra manera, los servicios públicos podrían aumentar las ganancias mediante la colocación de inversión innecesaria para justificar los precios altos.

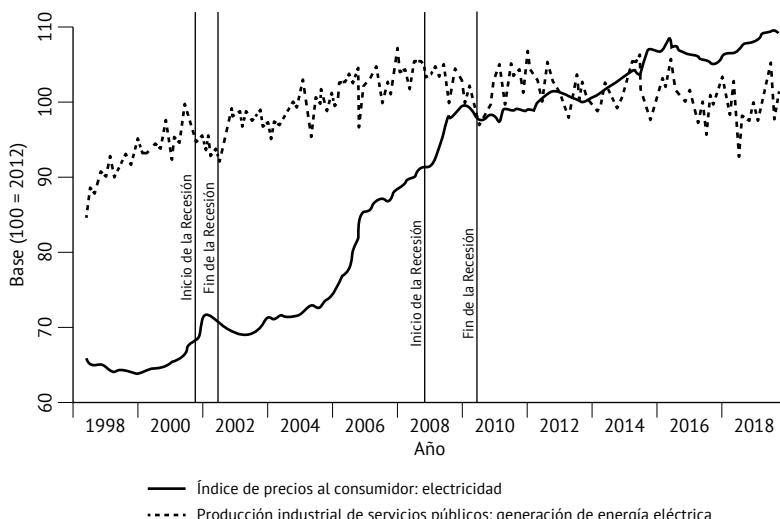
Muchas consideraciones están en la base de los precios finales de los servicios públicos. Por ejemplo, Connecticut establece que su Autoridad Regulatoria de Servicios Públicos tenga en cuenta “la economía, la eficiencia y que cuide la seguridad pública y la seguridad energética” y que “promueva el desarrollo económico dentro del estado, considerando la preservación del agua y la energía y la eficiencia energética”. Además, la ley estipula que “el nivel de estructura debe ser suficiente para permitir que las empresas de servicios públicos cubran sus costos de operación, lo que incluye, pero no se limita, al adecuado nivel de personal, de costos de capital, y así atraer el capital que se necesita al mismo tiempo que se mantiene la integridad financiera”²⁵⁷.

Este sistema crea un mecanismo para fijar el precio que es un tanto extraño. Normalmente, cuando la demanda de materias primas cae, el precio también cae en el mediano o largo plazo. Pero con los servicios públicos es diferente. Cuando la demanda decrece, como en las recesiones, los precios naturalmente no siguen ese comportamiento. De hecho, sucede lo contrario. Para cubrir sus costos en medio de ventas bajas, los servicios públicos pueden pedir que se aumenten los precios. Parece que esto fue lo que sucedió en Estados Unidos durante la Gran Recesión y en la recesión del 2001. Como muestra la gráfica 14, la producción de energía eléctrica de Estados Unidos cayó durante las dos crisis, pero los precios al por menor aumentaron agudamente antes de estabilizarse. Por el contrario, los precios de venta de energía al por mayor, que no estaban regulados, bajaron dramáticamente entre el 2008 y el 2010. Entre marzo y abril del 2010, el precio

257 Conn. Gen. Stat. Secc. 16-19e (2014).

promedio de la electricidad al por mayor en dos mercados no regulados de Estados Unidos (Massachusetts y California) se desplomaron más de 50 % por debajo de los niveles de marzo y abril del 2008^[258].

Gráfica 14. Repunte de los precios de los servicios públicos durante las últimas dos recesiones



Nota: se observa el rápido incremento en las tarifas de los servicios públicos, el cual coincide con el inicio de las dos recesiones.

Fuente: Oficina de Estadística Laboral de Estados Unidos, "Consumer Price Index – All Urban Consumers – Electricity", recuperado del Banco de la Reserva Federal de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/CUSR0000SEHF01>; Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, "Industrial Production: Utilities: Electric Power Generation", recuperado del Banco de la Reserva Federal de San Luis, <https://fred.stlouisfed.org/series/IPG22111S>

258 Véase U. S. Energy Information Administration, Wholesale Electricity and Natural Gas Market Data, <https://www.eia.gov/electricity/wholesale/> (Palo Verde Hub [CA] y Mass Hub).

Desde la perspectiva de la estabilización de la demanda agregada, este patrón de tarifas es desafortunado. Los servicios públicos tienden a ser bienes necesarios; la mayoría de los consumidores puede recortar únicamente un poco de estos cuando los precios aumentan. Precios más altos para los servicios públicos, por tanto, actúan como un incremento de los impuestos: casi todos sienten el dolor. Los picos en el precio de los servicios públicos reducen el ingreso discrecional y, por esto, la demanda agregada.

Una regulación sobre la tarifa de los servicios públicos que sea sensible al ciclo económico

Los reguladores podrían trabajar de manera diferente. Podrían tener en cuenta la demanda agregada cuando hacen consideraciones sobre las tarifas propuestas. En el límite inferior igual a cero, los reguladores podrían rechazar el incremento de las tarifas. Y si su revisión cuatrienal de los precios de servicios públicos debe hacerse cuando sucede una trampa de liquidez, podrían proponer tarifas más bajas. Una vez que la depresión finalice, los reguladores podrían entonces permitir tarifas más altas para facilitar que los servicios públicos recuperen los costos de su capital sobre el ciclo económico²⁵⁹.

La reducción de las tarifas de servicios públicos en el límite inferior igual a cero aumenta el ingreso

259 Asumo que las inversiones en servicios públicos no varían por el régimen regulatorio macroeconómicamente sensible. Pero si los retornos de largo plazo son los mismos para la empresa de servicios públicos, entonces la inversión debería permanecer igual. (Los constreñimientos de financiación deberían ser relativamente menores para un monopolio no regulado).

discrecional del consumidor de servicios públicos. Con un mejor gasto en servicios públicos, los consumidores gastan más en cualquier otra cosa. Si los servicios públicos responden a una situación de tarifas bajas mediante la reducción de su mantenimiento efectivo, entonces la reducción de tarifas en una trampa de liquidez estimula directamente la economía. En vez del efectivo registrado en los estados financieros de las empresas de servicios públicos, debe aumentarse la demanda agregada en la misma medida en que los consumidores incrementen su gasto discrecional.

Un esquema sensible al ciclo económico debería aumentar la producción y el empleo en situaciones de límite inferior igual a cero, pero no afectar la producción en tiempos ordinarios. Esto parece contraintuitivo, porque altos precios en los servicios públicos impiden la demanda agregada en tiempos económicamente ordinarios. Las tasas de interés y los precios se ajustan a las fluctuaciones de la demanda agregada, lo que no genera grandes alteraciones en el desempleo y la producción.

Pero si la respuesta de las empresas de servicios públicos a las bajas tarifas es la reducción del pago de dividendos cuando la economía se encuentra en el límite inferior igual a cero, no puede tenerse la certeza de que la regulación de los servicios públicos, que es sensible al ciclo económico, estimule la economía. Los consumidores de servicios públicos gastan más en el límite inferior igual a cero, mientras que los inversionistas ganan y gastan menos. Aquí tiene que considerarse la propensión al gasto que tienen los participantes en el mercado. En equilibrio, se esperaría que los consumidores tengan una alta propensión a gastar más que un inversionista. Esto se debe a que los consumidores normalmente no tienen acceso al mercado de capitales y por esto no pueden tomar prestado en

tiempos difíciles. Su gasto, por tanto, está determinado por su ingreso discrecional. La disminución en las tarifas de los servicios públicos incrementa el ingreso discrecional y en consecuencia debería incrementar el gasto de estos consumidores.

Por el contrario, los inversionistas, incluso los que se encuentran en peores situaciones, pueden compensar mejor el decrecimiento en el ingreso discrecional mediante la toma de préstamos o la venta de inventario, en vez de reducir el consumo. Aquellos que reciben dividendos también tienden a ser más ricos que los consumidores promedio, lo que incrementa su propensión al ahorro más que al gasto en cosas esenciales. Un amplio número de investigaciones empíricas apoya la idea de que los ricos gastan menos que los pobres²⁶⁰. En total, en el contexto de los servicios públicos, el consumo de los inversionistas es menos sensible que el consumo de los consumidores frente a cambios del nivel de ingreso discrecional en el corto plazo cuando la economía se encuentra en el límite inferior igual a cero. Así, la demanda agregada debería incrementarse en respuesta a tarifas bajas de servicios públicos en el límite inferior igual a cero.

260 Para una discusión reciente sobre cómo la propensión marginal al consumo varía con el ingreso y la riqueza véase, por ejemplo, Christphier D. Carroll, Jiri Slacalek y Kiichi Tokuoka, "The Distribution of Wealth and the Marginal Propensity to Consume", European Central Bank Working Paper n.º 1655 (marzo del 2014), <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1655.pdf>, allí se resume una serie de estudios que establecen "que la propensión marginal anual al consumo al margen de shock al ingreso [...] es sustancialmente mayor para los de riqueza baja en comparación con los de alta riqueza". Un importante artículo seminal en la literatura sobre el tema es Stephen P. Zeldes, "Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation", *Journal of Political Economy* 97, (1989): 305-346.

Ya que las empresas de servicios públicos siguen recuperando sus costos de capital durante el ciclo económico, sus patrones de inversión no deberían cambiar como resultado de una regulación sensible al ciclo. La inversión en servicios públicos depende de retornos ajustables a largo plazo, los cuales no se ven afectados por cambios en la regulación. La teoría de la inversión indica que los activos que reciben en promedio mayores retornos son aquellos cuyos retornos están más relacionados con el ingreso agregado. Por tanto, las ganancias promedio de las empresas de servicios públicos sobre el ciclo económico debe incrementarse si los reguladores imponen una regulación que sea sensible al ciclo económico. Mayores ganancias en los servicios públicos durante tiempos ordinarios compensan con creces las ganancias en el límite inferior igual a cero.

Por último, un mejor acceso al mercado de capitales y una mayor propensión al ahorro por parte de los inversionistas sugieren que los estímulos generados por bajas tarifas en los servicios públicos cuando la economía está en el límite inferior igual a cero se sostendría incluso si, durante un tiempo, las empresas y los inversionistas hacen menos dinero.

Magnitud de los efectos

Para muchas familias, las tarifas de los servicios públicos importan tanto como las tarifas impositivas o la transferencia de gastos. En el 2010, los hogares en el segundo quintil (entre el vigésimo y el cuadragésimo percentil) de la distribución del ingreso en Estados Unidos ganaron en promedio 27 000 dólares antes de impuestos. Estos hogares gastaron en promedio una cifra por encima de 1600 dólares solo en electricidad

y gas²⁶¹. Estos hogares pagaron en promedio un poco más de 1000 dólares en gastos, incluyendo impuestos sobre la renta y seguridad social²⁶². Sus facturas de servicios públicos excedían sus facturas de impuestos. La discrepancia es aún más grande para los quintiles más bajos de la distribución del ingreso, quienes gastaron aproximadamente 1200 dólares en electricidad y gas natural en el 2010, pero que pagaron únicamente un neto de 194 dólares en impuestos federales sobre la renta y la seguridad social.

Debido a que los hogares de bajo ingreso y de baja riqueza tienen una alta propensión al consumo, “la sabiduría popular” sostiene que los programas de estímulos que se dirigen a esos hogares tienen efectos “particularmente fuertes”²⁶³. En Estados Unidos,

261 Para los datos de la encuesta de gastos del consumidor véase U. S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, Consumer Expenditure Survey, <https://www.bls.gov/cex> (los cálculos específicos están disponibles directamente con el autor). El promedio de los propietarios hipotecarios en Estados Unidos también gastan cerca de 500 dólares en agua y servicio de alcantarillado; véase Trey Talley, “How Much Do Households Pay for Utilities, Fuels, and Public Services?”, <http://fcf.web.unc.edu/2016/10/07/households-utilities-fuels-public-services/>

262 Encuesta de gastos del consumidor, <https://www.bls.gov/cex/> (datos de la encuesta CES acerca de los impuestos federales sobre la renta y pagos a la seguridad social, datos también disponibles mediante solicitud directa al autor). La encuesta de gasto del consumidor agrupa pagos por seguridad social con otros aportes pensionales. Así, los números muestran una exagerada contribución a la seguridad social. En los dos primeros quintiles de la distribución del ingreso, sin embargo, los aportes pensionales deberían ser pequeños, como hizo evidente el bajo valor de los activos de retiro para personas en esas categorías.

263 Véase Carroll, Slacalek, Kiichi Tokuoka, “Distribution of Wealth”, 10.

la administración Obama priorizó el decrecimiento en el pago de la seguridad social como una medida de estímulo sobre otras reducciones impositivas, ya que los hogares de bajos y medianos ingresos pagan sumas sustanciales en seguridad social. Entre el 2008 y el 2010, el impuesto sobre el ingreso neto y los pagos a la seguridad social por parte de los hogares en el primer quintil del ingreso decreció de 357 a 194 dólares. Para el segundo quintil de ingresos, los pagos combinados entre el impuesto sobre la renta neto y la seguridad social decrecieron de 1667 a 1082 dólares.

Estas reducciones en el recaudo impositivo provocaron un gran estímulo en la demanda agregada, porque estos hogares consumieron una gran parte del aumento en el ingreso discrecional. Pero la sola regulación de servicios públicos sensible al ciclo económico podría haber generado un estímulo similar. Si los precios de energía eléctrica al por menor hubieran decrecido un 7 % entre marzo del 2008 y marzo del 2010, en vez de haber subido por encima de 7 % (como se hizo), con una regulación de servicios públicos sensible al ciclo económico, se hubiera creado un estímulo casi similar al reducir las tarifas en los quintiles más bajos de la distribución del ingreso, así como al reducir a casi la mitad el impuesto para el segundo quintil. Por tanto, solo esta herramienta de política legal expansiva ofrece estímulos significativamente cuantitativos en el límite inferior igual a cero.

Implementación

Una regulación de las tarifas que sea sensible al ciclo económico satisface las responsabilidades legales de los reguladores de servicios públicos, que más o menos refleja la que fue evaluada en Connecticut: economía,

eficiencia y desarrollo económico. En el límite inferior igual a cero, tarifas bajas en los servicios públicos estimulan la economía, lo que genera una producción alta y un bajo desempleo. Esto incrementa la *eficiencia* y el *desarrollo*. El aumento de los precios de los servicios públicos hace que los inversionistas cubran los costos de operación y de capital, si la economía está al margen de una situación de límite inferior igual a cero. En efecto, unos retornos altos en tiempos ordinarios podrían compensar con creces las pérdidas en el límite inferior igual a cero. Según este esquema, los reguladores de servicios públicos pueden mantener la fidelidad a las guías legales sin caer en conflicto con el imperativo de los retornos de los inversionistas. Ya que el estatuto legal de los reguladores es extremadamente amplio, la inclusión de una consideración adicional, como la macroeconómica, no hace más complicado un proceso legal que ya lo es sin tener en cuenta temas macroeconómicos.

Los reguladores de servicios públicos gozan de muchas ventajas sobre los legisladores cuando hay que hacer políticas que respondan al ciclo económico. Primero, las juntas de servicios públicos son pequeñas. La autoridad de Connecticut, por ejemplo, consiste únicamente de tres personas. Organizaciones más pequeñas, como los reguladores de servicios públicos y el FED, pueden responder más rápido a los cambios de las condiciones macroeconómicas. Segundo, los reguladores de servicios públicos tienden a ser expertos en la economía de las compañías de servicios públicos. Los reguladores también pueden adquirir experticia macroeconómica fácilmente por medio de reuniones con la junta. Los cuerpos que hacen leyes, por el contrario, ganan experticia macroeconómica solo si los votantes eligen macroeconomistas. Incluso si ninguno de los que forman parte de los cuerpos regulatorios

de los servicios públicos tiene experticia macroeconómica, los profesionales en juntas de servicios públicos pueden informarse sobre implicaciones macroeconómicas por los precios de los servicios públicos mucho mejor y más rápido que los legisladores. Debe tenerse confianza en que los reguladores serán más acertados en la ejecución exitosa de un programa que dé cuenta del ciclo económico de lo que podría serlo un cuerpo legislativo que opere en un contexto de gastos siempre cambiante.

En Estados Unidos, la ley estatal regula la tarifa de servicios públicos. Como algunos de los estímulos por bajas tarifas en los servicios públicos se distribuyen en otras jurisdicciones, los reguladores estatales pueden hacer una regulación sensible al ciclo económico que no resulte tan buena como si fuera hecha por reguladores nacionales. Aunque esto es una preocupación, los programas de estímulos de nivel estatal en el límite inferior igual a cero generan al menos estímulos dentro del estado. Esto significa que los reguladores dentro del estado gozan de potestades suficientes para estimular la economía, aunque dichos estímulos tengan alcance solo a nivel estatal. Es más, este tipo de regulación, que es sensible al ciclo económico, hace que los estados tengan una herramienta especial de política macroeconómica, la cual se hace a la medida de las condiciones económicas del estado y no necesariamente del nivel nacional.

Si se mantienen las tarifas de los servicios públicos bajas cuan la economía está en el límite inferior igual a cero y si se les permite a las empresas de servicios públicos mantener su nivel de ganancias a lo largo del ciclo económico, se altera beneficiosamente la distribución de los riesgos. En un sistema como este, los consumidores deben enfrentar menos riesgos, mientras que los inversionistas se enfrentan a un número mayor de

estos. Ello es un resultado positivo porque los inversistas tienen probablemente una mayor capacidad de soportarlos. Mediante este tipo de distribución de los riesgos, el gasto de los consumidores se vuelve menos sensible al ciclo económico, lo que estimula la demanda agregada en el límite inferior igual a cero.

Una regulación de los servicios públicos que sea sensible al ciclo económico es una opción de política legal expansiva en el límite inferior igual a cero. Esta opción es importante y empíricamente realista. Sin embargo, tiene algunos costos. El que sea sensible al ciclo económico hace que el proceso regulatorio sea más complejo. Ya no basta establecer una tasa anual de retorno que sea competitiva, sino que deben buscarse tasas competitivas a lo largo del ciclo económico, un procedimiento un poco más complicado; sobre todo, porque debe garantizárseles a las empresas de servicios públicos una tasa de retorno que en promedio resulte más alta para poder compensar un esquema de ganancias según el cual estas sean bajas cuando el ingreso disminuya y altas si el ingreso es alto.

Sin embargo, no deben exagerarse las cargas adicionales por un mayor nivel de complejidad. Hoy en día los reguladores ya fijan las tarifas en un ambiente complicado. De hecho, las empresas no siempre compensan sus costos sobre el capital a partir de una medida anualizada. A pesar de esto, las empresas pueden continuar con su operación. Más aún, los problemas de incentivos (que las empresas no reduzcan su capital al mínimo para obtener una tasa de retorno constante) y las prioridades de energía verde (se quiere motivar el uso de fuentes de energía amigables con el ambiente) significan que los reguladores de los servicios públicos ya deben considerar muchos factores al momento de decidir sobre las tarifas. El exigir reguladores específicos para considerar un factor adicional, el ciclo económico,

resulta un pequeño precio para adquirir una herramienta nueva y útil de política macroeconómica.

La ley de deudores y acreedores

Si el objetivo es usar el derecho para estimular la demanda agregada en el límite inferior igual a cero, es importante comprender, en primer lugar, por qué la demanda agregada cae. Las fuentes de las crisis en la demanda señalan potenciales remedios. Una fuente significativa, de acuerdo con los académicos, es la deuda. La pregunta para el propósito que se persigue aquí es cómo puede usarse el derecho para modificar las deudas que destruyen la demanda.

De qué manera la deuda afecta la demanda agregada

Atif Mian y Amir Sufi enfatizaron en el papel desempeñado por las hipotecas y la deuda de los propietarios hipotecarios como causa de la Gran Recesión²⁶⁴. Mostraron que la caída en el valor de las viviendas causó una disminución importante en el gasto de los prestatarios, lo que redujo la demanda agregada.

Su intuición de base es que la demanda amplifica los efectos en el gasto y la producción que generan los cambios en el precio de las viviendas, de manera que el consumo total se reduce como resultado de la disminución del valor de las casas. Para ver por qué sucede esto, supóngase que se vive en un mundo de ahorradores y prestatarios. Los primeros tienden a acumular

264 Véase Mian y Sufi, *House of Debt*.

riqueza más que a gastar; los segundos tienen una amplia propensión al gasto con independencia de lo que ganen. Aunque el mundo real es un poco más complicado, esta simplificación capta de manera adecuada el balance económico, con los préstamos por una parte y las solicitudes de préstamo por otra.

Sin deuda, el cambio en el valor de los activos afecta a los gastadores y a los ahorradores del mismo modo. Si el valor de los bienes hipotecarios se reduce en un 10 % y ninguno tiene deudas, el valor de los activos hipotecarios se contrae en un 10 %. Los prestamistas y prestatarios reducen el gasto de manera proporcional. Ya que los prestatarios tienen una mayor propensión marginal al gasto en comparación con los ahorradores, probablemente reducirán su consumo en una medida mayor que los ahorradores, aun cuando el valor de sus activos haya cambiado en la misma cantidad.

Por el contrario, si existe deuda, los cambios en el valor de los bienes hipotecarios afectan a los gastadores y a los ahorradores de manera asimétrica. Supóngase que un ahorrador coloca un préstamo de 80 000 dólares a alguien que desea usar el dinero para comprar una vivienda avalada en 100 000 dólares. La riqueza del ahorrador es el valor del préstamo, 80 000 dólares. La riqueza del prestatario es el exceso del valor del bien sobre el valor de su deuda, o $20\ 000 = 100\ 000 - 80\ 000$. Los 80 000 dólares de deuda deben pagarse en su totalidad antes de que el prestatario pueda gozar de cualquier capital. Con la deuda, un decrecimiento del 10 % en el valor del bien, de 100 000 a 90 000 dólares, deja el valor del activo del prestamista sin variación. Ya que los prestamistas gozan de un derecho de reclamación de 80 000 dólares sobre el valor del inmueble, la reducción del valor de este de 100 000 a 90 000 dólares no produce ningún efecto. La riqueza del prestatario, por el contrario, cae a la mitad, como resultado

de la reducción del valor del activo en un 10 %, de $20\ 000 = 100\ 000 - 80\ 000$ a $10\ 000 = 100\ 000 - 90\ 000$. Aun cuando los valores de los activos hipotecarios hayan caído en un 10 %, la riqueza de los prestatarios ha decrecido mucho más que la de los ahorradores, porque los prestatarios deben soportar la totalidad de los riesgos del cambio del valor de los activos cuando este valor está por encima de 80 000 dólares.

Con deuda, el valor de los activos de los prestatarios se hace muy sensible al cambio en el valor de los activos en general, mientras que el valor de los activos de los ahorradores permanece relativamente estable. Ya que los prestatarios tienen una mayor propensión marginal a consumir por encima de su riqueza, en comparación con los ahorradores, en cualquier caso, la deuda hace que la economía sea más sensible al cambio del valor de los activos. Los cambios en el valor de los activos afectan en primera medida el estado financiero de las personas que son más propensas a incrementar o a reducir el gasto como respuesta. Así, el gasto total fluctúa más en respuesta a los cambios en el valor de los activos con deuda que sin ella.

En general, Mian y Sufi argumentan que, cuando el valor de los bienes hipotecarios baja en una economía donde los niveles de deuda son altos, el gasto se recude estrepitosamente, ya que los prestatarios pierden una gran cantidad de riqueza. Ello reduce su gasto directamente. Estas pérdidas también reducen el acceso al crédito de los prestatarios, lo que disminuye aún más su gasto y amplifica el superciclo de la deuda. La consecuente reducción de la demanda agregada puede causar una depresión o una recesión, como en Estados Unidos durante la Gran Recesión, según encontraron Mian y Sufi. El gasto en bienes durables (como autos) cae más en áreas con más altos niveles

de endeudamiento hipotecario y en áreas con mayores declinaciones en el valor de bienes hipotecarios²⁶⁵.

Si la deuda acelera la demanda agregada, hay una solución directa a las recesiones profundas causadas por una demanda inadecuada: la condonación de deudas.

La distribución de la riqueza, y por ende la capacidad de gasto, entre prestamistas y prestatarios, está ampliamente determinada por el derecho de bancarrota. Si la ley de insolvencia y las sentencias judiciales favorecen a los deudores, el gasto será más alto que si el derecho favoreciera a los acreedores, quienes tienen una menor propensión a gastar. En condiciones económicas ordinarias, el derecho a favor del deudor cambiaría el patrón de la demanda agregada pero no incrementaría la producción en gran medida porque los cambios en la demanda agregada generan, en primer lugar, cambios en las tasas de interés más que en la producción. Sin embargo, en el límite inferior igual a cero, las leyes de insolvencia a favor del deudor no solo reconfiguran la demanda agregada, la incrementan.

265 Mian y Sufi reconocen que el consumo y la disminución en el valor de las viviendas pueden ser endógenos. Argumentan, sin embargo, que el mercado inmobiliario, en el cual la construcción es sensible al precio, es mucho menos propenso a cambios en el valor de las viviendas que los mercados donde la oferta es relativamente fija. Los cambios relacionados con el consumo directamente, en contraste con los cambios en el valor de las viviendas, usan la oferta del mercado hipotecario como un instrumento para disminuir el valor del mercado. Véase Atif Mian, Kamalesh Rao y Amir Sufi, "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump", *Quarterly Journal of Economics* 128, (2013): 1687-1726.

Mian, Sufi y Francesco Trebbi han revisado la evidencia²⁶⁶. Los estados de Estados Unidos ofrecen valiosos casos de comprobación porque las leyes de estos difieren entre sí en lo que tiene que ver con los juicios hipotecarios. En algunos estados, los remates hipotecarios deben desarrollarse por medio del sistema judicial y son objeto de un extenso y costoso proceso de revisión. Otros estados mantienen procedimientos hipotecarios por fuera del sistema judicial. Mian, Sufi y Trebbi encontraron que esta variación tiene importantes efectos: en los estados en donde los juicios hipotecarios son más difíciles, resultan ser menos frecuentes, cerca de la mitad de las veces en comparación con otros estados²⁶⁷. Los autores encontraron también que, durante la Gran Recesión, el incremento de los remates hipotecarios causó reducciones sustanciales en el precio de las viviendas y en el gasto en la compra de automóviles. La afirmación de que el derecho de los deudores y acreedores afecta el gasto es más que un tema teórico, parece más bien una realidad empírica.

A la luz de esta investigación, Mian y Sufi argumentan que la reducción de las obligaciones de los prestatarios puede mitigar las reducciones de la demanda. Ellos favorecen la condonación de la deuda generalizada y recomiendan el cambio legislativo en el derecho de insolvencia para permitir algún tipo de alivio a los deudores durante las recesiones²⁶⁸. La idea es que la

266 Véase Atif Mian, Amir Sufi y Francesco Trebbi, "Foreclosures, House Prices, and the Real Economy", *Journal of Finance* 70, (2015): 2587-2634.

267 Si el costo de los procesos hipotecarios hace que el *default* sea más probable, entonces este efecto debería aumentar los procesos. Pero en general los procesos hipotecarios declinan a pesar de los efectos.

268 Mian y Sufi, *House of Debt*.

reducción y la eliminación del pago de obligaciones envíe dinero a manos de los prestatarios, que son quienes muestran mayores niveles de propensión al gasto.

Si esta aproximación le parece al lector algo novedosa es porque muchos Gobiernos han olvidado cómo hacer las condonaciones. La acción del Estado para reducir la deuda y de esta manera inducir a que los deudores gasten más es una respuesta ya probada y con buenos efectos en la demanda durante las crisis. En la Gran Depresión, por ejemplo, los Gobiernos estatales y el Gobierno federal de Estados Unidos aprobaron muchas leyes que mejoraron el acceso de los prestatarios al crédito o que restringieron el derecho de los prestamistas a que se les pagara. El Congreso estableció la Administración Federal de Vivienda, que garantizaba los préstamos hipotecarios, lo que favoreció el acceso de los prestatarios al mercado de crédito privado que, de otra manera, hubiera estado cerrado para ellos. El Congreso también creó la Corporación de Préstamos para Propietarios de Vivienda, que otorgaba préstamos a bajas tasas de interés a los propietarios hipotecarios que no podían cumplir con sus obligaciones, préstamos que eran utilizados para el pago parcial de las obligaciones de los propietarios, lo que redujo la carga de intereses.

Algunos estados fueron más asertivos, mediante la estructuración directa de negocios de mutuo para favorecer a los prestatarios sobre los prestamistas. Es famosa la aprobación en Minnesota de la ley que limitaba temporalmente el derecho de los bancos a iniciar juicios hipotecarios sobre las viviendas, incluso si sus propietarios estaban atrasados con sus hipotecas. Los banqueros demandaron, argumentando que la ley violaba la cláusula de contratos de la Constitución de Estados Unidos, pero la Suprema Corte falló a favor de Minnesota. Los jueces indicaron: "Si el poder del

estado existe para aliviar temporalmente las obligaciones contractuales cuando surgen desastres por causas físicas, como incendios, inundaciones o terremotos, no puede decirse que este poder no puede aplicarse también cuando la necesidad pública requiere urgentemente que tales alivios se produzcan por otro tipo de causas económicas”²⁶⁹.

Mian y Sufi sugieren que políticas como estas podrían haber mitigado sustancialmente los efectos de la Gran Recesión. Pero sus propuestas son poco realistas desde el punto de vista político. Las políticas públicas recomendadas exigen acciones del mismo legislativo que no pudo llevar estímulos fiscales durante la Gran Recesión, y de los mismos administradores que fueron incapaces de gastar los miles de millones dados para la condonación de deudas por la TARP. La condonación de deudas es una buena idea cuando el desempleo es alto y las tasas de interés están en el límite inferior igual a cero o por lo menos cerca al cero, pero no puede esperarse que las legislaturas tomen en cuenta las causas o que los administradores las comprendan si no se centran en el derecho y macroeconomía.

Pero no todo está perdido. Aunque la intervención comprehensiva dentro de los mercados de crédito requiere acción legislativa, los legisladores han establecido ya bastante discrecionalidad sobre el derecho de bancarrota hacia los reguladores y las cortes. Aunque las cortes no pueden anular el derecho de bancarrota establecido, pueden tomar muchas decisiones al margen del derecho existente. En el límite inferior igual a cero, una tendencia de los jueces hacia el deudor en

269 Home Building & Loan Assn. vs. Blaisdell, 290 U. S. 398, 399-400 (1934).

casos marginales puede generar estímulos significativos sin que se requiera la aprobación legislativa.

El papel que desempeña la ley de insolvencia

La ley de insolvencia ofrece a los deudores un “reinicio” y soluciona un problema de acción colectiva por parte de los acreedores. Cuando un deudor se hace insolvente, cada acreedor tiene un incentivo para aprovechar los activos del deudor y asegurarse el pago antes de que lo hagan los demás acreedores. Pero si cada acreedor se apresura a aprovechar los activos críticos (como el auto o la fábrica del deudor), entonces la capacidad de ganancia del deudor se ve afectada. Para maximizar la capacidad de ganancia del deudor y los retornos del acreedor como un todo, la ley de bancarrota establece un procedimiento colectivo de toma de decisiones para reestructurar la deuda de los deudores insolventes. En vez de que se persiga el pago de manera individual, deudor y acreedor resuelven sus conflictos colectivamente por medio de la ley de insolvencia.

En Estados Unidos, un deudor insolvente se acoge a uno de los tres capítulos de la Ley de Bancarrota (capítulos 7, 11 y 13). La mayoría de los deudores personales se acogen al capítulo 7 de la ley, que beneficia a los deudores mediante la eliminación total de la carga de la deuda. De acuerdo con el capítulo 7, los activos de los deudores se venden (teniendo en cuenta algunas excepciones) para pagar con ello a los acreedores. El código de bancarrota de Estados Unidos establece que los jueces no deberán tener en cuenta el capítulo 7 en caso de “abuso” e indica que el abuso se presume si el ingreso de un deudor excede un porcentaje específico de las deudas y expensas. El código confiere a los jueces de bancarrota la discrecionalidad para apegarse al capítulo 7 a pesar

de que el ingreso de los deudores sobrepase el límite establecido si el deudor demuestra “circunstancias espaciales que justifiquen gastos adicionales”.

Si un deudor es una persona natural insolvente y no es elegible para el capítulo 7 o si espera retener algunos activos, el deudor normalmente sigue el capítulo 13 de la Ley de Bancarrota. El capítulo 13 permite a este tipo de deudor retener algunos activos, pero le exige que establezca un plan de pagos a los acreedores sin que desaparezcan las deudas del todo. Para confirmar un plan del capítulo 13, el juez de bancarrota debe determinar que el plan es “factible” y que ha sido ofrecido de “buena fe”. Es innecesario decir que los jueces gozan de discrecionalidad para hacer estas consideraciones.

Mientras este tipo de deudores insolventes eligen entre el capítulo 7 y el 13, las personas jurídicas insolventes eligen entre la liquidación del capítulo 7 y la reorganización mediante el capítulo 11^[270]. Muchas empresas que se acogen a la reestructuración del capítulo 11 después se acogen a la liquidación del capítulo 7. Los acreedores pueden exigir que los deudores pasen de la reorganización del capítulo 11 a la liquidación del capítulo 7 si demuestran que ese cambio es “la mejor opción para los acreedores”^[271]. Los jueces de bancarrota ejercen una considerable discrecionalidad en la aplicación de la prueba para determinar el “mejor interés de los acreedores”.

270 Para acogerse al capítulo 13, las deudas del deudor deben caer por debajo de cierto límite (11 U. S. C. 109[e]). Mientras que la mayoría de los individuos que se acoge a la ley de insolvencia tiene deudas por debajo de ese límite, un gran número de empresas no son elegibles para acogerse al capítulo 13 y por tanto se acogen al capítulo 11. Algunos individuos eligen acogerse al capítulo 11.

271 11 U. S. C. 1112(b)(1).

Condonación de créditos estudiantiles

En Estados Unidos, el Gobierno federal financia o garantiza muchos créditos estudiantiles, y hay una gran cantidad de este tipo de créditos. Entre el 2015 y el 2016, los préstamos o las garantías dadas por el Gobierno sumaron un 90 % de los 107 000 millones de dólares en préstamos estudiantiles²⁷². Más de 1,2 billones de dólares en créditos estudiantiles estaban pendientes de pago en el 2015^[273]. La mayoría de estos fueron desembolsados y garantizados por el Gobierno.

Con este papel expansivo desempeñado por el Gobierno, la condonación extendida de la deuda estudiantil, que fue otorgada o garantizada por el Gobierno, ofrece un excelente medio para estimular la demanda agregada sin intervenir en el mercado del crédito público. En cierto sentido, esto es una política fiscal porque cuando los Gobiernos suscriben un préstamo o sirven de garantes, su deuda aumenta. Sin embargo, a diferencia de la política fiscal convencional, la condonación de los créditos estudiantiles sucede por medio del sistema legal, lo que hace que la condonación sea una forma de política fiscal expansiva.

La Ley de Bancarrota trata los créditos estudiantiles de manera diferente a los demás préstamos. A diferencia de la mayoría de las deudas, la deuda estudiantil no

272 Véase College Board, *Trends in Student Aid 2016* (Trends in Higher Education Series), <https://trends.collegeboard.org/sites/default/files/2016-trends-student-aid.pdf>, figura 5.

273 Véase Nicholas Raufield, “National Student Loan Debt Reaches a Bonkers \$1.2 Trillion”, *USA Today College*, abril del 2015, <https://www.usatoday.com/story/college/2015/04/08/national-student-loan-debt-reaches-a-bonkers-12-trillion/37401867/>

se alivia normalmente en situaciones de bancarrota²⁷⁴. Pero los jueces aún ejercen suficiente discrecionalidad sobre el alivio de deudas estudiantiles. Si un juez establece que el pago de una obligación estudiantil causa una “dificultad excesiva”²⁷⁵, los créditos estudiantiles se hacen aliviados. Las “dificultades excesivas” proveen un estándar vago, reconocido como un factor que les brinda mucha discrecionalidad a los jueces²⁷⁶. Los jueces carecen de reparos al momento de ejercer su discreción. La investigación de Rafael Pardo muestra que

Factores legalmente irrelevantes no relacionados con los méritos de la demanda de un deudor para el alivio (por ejemplo, el nivel de experiencia del abogado del deudor y la identidad del juez que se asigna al caso del deudor) influyen en la medida en que el deudor parece tener un mayor efecto que el puñado de factores legalmente relevantes asociados con los resultados del alivio²⁷⁷.

Aunque no han llegado tan lejos, los jueces de bancarrota podrían, en teoría, usar esta discrecionalidad para tener en cuenta el ambiente macroeconómico. Ellos deberían hacerlo. Cuando los intereses de corto plazo están en cero y cuando las tasas de empleo están bajas, lo jueces deberían inclinarse más a encontrar dificultades excesivas y a aliviar las cargas

²⁷⁴ Véase 11 U. S. C. 523(a)(8).

²⁷⁵ *Ibid.*

²⁷⁶ Véase 114 A. L. R. Fed. 1, citado en Singleton, 1994 Bankr LEXIS 2164 (Bankr. N.D. Ala. 1994).

²⁷⁷ Véase Rafael I. Pardo, “The Undue Hardship Thicket: On Access to Justice, Procedural Noncompliance, and Pollutive Litigation in Bankruptcy”, *Florida Law Review* 66, (2014): 2101-2178.

estudiantiles más de lo que lo harían en tiempos económico-
mátemente ordinarios.

Una medida variable de dificultades excesivas que se ajustara al ciclo económico ofrece dos ventajas sobre una medida no ajustable. Primero, en una economía deprimida, los trabajos bien pagados son escasos, lo que hace que sea más probable que el pago de los créditos estudiantiles constituya una dificultad excesiva. Prestarle atención a la economía en general solo hace que se le reduzca al deudor lo adecuado, al reconocer que, en medio de la recesión, es verdaderamente difícil pagar las deudas. Segundo, la condonación de deudas educativas promueve la demanda agregada y la producción en el límite inferior igual a cero.

Además de la política legal expansiva, la condonación de deudas estudiantiles podría volverse un blanco de la política fiscal expansiva por las agencias administrativas (véase el capítulo 7). En la actualidad, si alguien se declara en insolvencia y busca aliviar sus deudas estudiantiles, una corporación privada sin ánimo de lucro contratada por el Departamento de Educación de Estados Unidos persigue el pago, incluso mediante el litigio si es necesario. La compañía, Corporación de Gestión de Créditos Educativos (ECMC, por sus siglas en inglés), tiene un único objetivo: minimizar las pérdidas del Gobierno por créditos educativos. De acuerdo con el reporte del *New York Times*, la corporación persigue ese fin con un enfoque singular, que ha intentado capturar casos de deudores gravemente enfermos y de otros que cuidan a personas con costosas facturas médicas²⁷⁸.

278 Véase Natalie Kitroeff, "Loan Monitor Is Accused of Ruthless Tactics on Student Debt", *New York Times*, 1.^o de enero del 2014, <https://www.nytimes.com/2014/01/02/us/loan-monitor-is-accused-of-ruthless-tactics-on-student-debt.html>

El Departamento de Educación puede y debería cambiar el comportamiento de la ECMC y permitir consideraciones de política pública para crear estrategias de recuperación. Si un deudor busca reducir la carga de los créditos educativos durante una trampa de liquidez con alto desempleo, el Departamento podría presumiblemente aceptar el alivio de bancarrota, más que retarla. Por lo menos, los contratos con la ECMC deberían permitir que el Departamento provea guías de política para las estrategias de litigio de bancarrota de la ECMC, guías que den cuenta del ciclo económico.

Ya que hay 1,2 billones de dólares en créditos estudiantiles excepcionales, una política de alivio sensible al ciclo económico, implementado ya sea por la judicatura o por el Departamento de Educación, podría tener un importante efecto de estímulo. Si solo el 5 % de la deuda de los estudiantes fuera aliviada en el límite inferior igual a cero, personas con poco dinero verían un aumento de 60 000 millones de dólares en su gasto cuando los estímulos son verdaderamente requeridos para aumentar la producción y disminuir el desempleo.

Condonación de deudas de personas naturales

Tan significativo como puede ser la condonación de las deudas estudiantiles, muchos más estímulos pueden alcanzarse por medio de los cambios del mercado del crédito privado. Los jueces de bancarrota ejercen autoridad sobre todas las deudas de los deudores que inician un proceso de bancarrota, aceptando o rechazando los planes de pago de los capítulos 7 y 13. Los deudores naturales rara vez inician un proceso con base en el capítulo 11.

Los estándares para aprobar los planes de pago del capítulo 13 como “factibilidad” y “buena fe” son difíciles de aplicar. Los jueces tienen diferentes ideas sobre la buena fe de los deudores y sobre si un plan de pagos es bueno o no. Todo esto tiene un efecto significativo en el resultado final. Las investigaciones indican que un juez de insolvencia ubicado en el percentil 95 de probabilidad de aprobación (a favor del deudor) aprueba más del 50 % de los planes elaborados de acuerdo con el capítulo 13. Un juez ubicado en el percentil 5 aprueba menos del 40 % de esos planes²⁷⁹. Al aplicar las mismas reglas, los jueces de bancarrota llegan a resultados diferentes.

Existe por tanto suficiente discrecionalidad con respecto al capítulo 13 de la Ley de Bancarrota. Los jueces de insolvencia podrían utilizar esta libertad para tener en cuenta los ciclos económicos. En el límite inferior igual a cero, todos podrían comportarse como si estuvieran a favor de los deudores, aumentar la demanda agregada, aprobar más planes del capítulo 13 y condonar más deudas. Esto les daría a los prestatarios (nuevamente, personas con altos niveles marginales de propensión al consumo) más recursos. Ya que los deudores iniciaron procesos para encontrar alivios por casi 200 000 millones de dólares en deuda en Estados Unidos en el 2010^[280], un incremento de 10 puntos porcentuales en la tasa de confirmación de planes del capítulo 13 suministraría suficientes estímulos sin

279 Véase Dobbie y Song, “Debt Relief and Debtor”.

280 Véase Administrative Office of the United States Courts, “Report of Statistics Required by the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005” (2005), tabla 1D, <http://www.uscourts.gov/sites/default/files/2020bapcpa.pdf>

exceder el rango de discreción ejercido por los jueces de insolvencia en la actualidad.

Liquidación versus reorganización en situación de insolvencia de personas jurídicas

Los jueces de insolvencia también ejercen cierto grado de discrecionalidad para decidir sobre las solicitudes de los acreedores para convertir la reorganización del capítulo 11 en procesos de liquidación del capítulo 7, en el “mejor interés de los acreedores”. Los comerciantes rara vez se acogen al capítulo 13. Investigaciones recientes indican que los procesos sobre el capítulo 11 que son asignados aleatoriamente a los jueces que están dentro del percentil 95 para convertir un proceso de reorganización en uno de liquidación tienen un 55 % de probabilidad de convertirse efectivamente en procesos de liquidación²⁸¹. Por otro lado, idénticos procesos con base en el capítulo 11 con un juez de bancarrota ubicado en el percentil 5 tienen únicamente el 25 % de probabilidad de convertirse en procesos de liquidación del capítulo 7. Los jueces de insolvencia de personas jurídicas aplican las mismas reglas para producir diferentes resultados, ejerciendo suficientes niveles de discrecionalidad.

Zach Liscow sugiere que los jueces de bancarrota usan esta discrecionalidad para crear o mantener puestos de trabajo durante las recesiones²⁸². La idea

281 Véase Shai Bernstein, Emanuele Colonnelli, Xavier Giroud y Benjamin Iverson, “Bankruptcy Spillovers”, National Bureau of Economic Research Working Paper n.º 23 162 (2017).

282 Véase Zachary Liscow, “Counter-Cyclical Bankruptcy Rules”, *Columbia Law Review* 116, (2016): 1461.

aquí es que reducir los retornos de los acreedores de una empresa en bancarrota —esto es, permitir que la empresa se reorganice antes que liquidarse— puede facilitar que la empresa mantenga más empleados. Si la empresa se reorganiza y los empleados tienen una más alta propensión al gasto en comparación con los inversionistas, cuyo retorno se reduce, entonces los fallos en contra de los acreedores y a favor de la reorganización aumentan la demanda agregada. En el límite inferior igual a cero, incrementos en la demanda agregada aumentan la producción.

En Estados Unidos, miles de negocios inician procesos de insolvencia al año²⁸³. Aunque la mayoría de estos negocios son pequeños, en el 2015 casi cien fueron compañías que se cotizaban en la bolsa. Si mantener puestos de trabajos por medio de la reorganización tiene efectos positivos sobre la demanda agregada, según la hipótesis de Liscow, entonces las sentencias de bancarrota comercial ofrecen otro importante mecanismo para la aplicación de la política legal expansiva.

Implementación

A diferencia de la mayoría de las políticas legales expansivas discutidas en este parte, los jueces, y no los reguladores, implementan diferentes énfasis en la ley de deudores y acreedores. Los jueces no son expertos en políticas macroeconómicas, por lo que no pueden apoyarse en estas para una buena afinación con el ciclo económico. Más aún, los jueces que crean estímulos

²⁸³ Administrative Office of the United States Courts, “Annual Business and Non-business Filings by Year (1980-2017)”, https://s3.amazonaws.com/abi-org/Nesroom/Bankruptcy_Statistics/Total-Business/Consumer1980-PReent.pdf

legales no pueden estar coordinados o controlados por un cuerpo de supervisión desde el derecho y macroeconomía como la OFRA. Por esta razón, la política legal expansiva implementada por los jueces debería ser objeto de una restricción más estrecha que la implementada con ocasión de la política legal expansiva de los reguladores.

Para asegurar que los jueces implementen la política legal expansiva sin que excedan su legítima discrecionalidad sobre el derecho de bancarrota, las cortes de apelación no deberían considerar el estado del ciclo económico cuando revisen una decisión de los jueces de insolvencia que desarrolle una política legal expansiva. Por el contrario, deben reversar una decisión de los jueces de insolvencia que esté a favor del deudor si la decisión viola la ley preexistente. Únicamente si el tribunal de apelaciones afirmase una decisión a favor del deudor en circunstancias ordinarias la corte de apelaciones debería confirmar si fue hecha con la intención de estimular la economía.

Aun con esta restricción, debería tenerse cautela con las políticas legales expansivas implementadas por los jueces. Para la mayoría, los jueces deberían evitar cualquier política legal expansiva. Sin embargo, los jueces de insolvencia ocupan un lugar central en la solución de las crisis de deudas que son las causas más próximas de las más prolongadas recesiones. Como resultado, los jueces de bancarrota están ubicados en un lugar único para implementar políticas legales expansivas. Más aún, los jueces no necesitan una gran perspicacia para saber cuándo las cargas de los deudores son inusualmente altas y las tasas de interés están cerca o están efectivamente en cero. Debería estar bien confiar en que los jueces de bancarrota suscriban políticas legales expansivas en estas circunstancias.

Si es más probable que la deuda sea condonada o aliviada en el límite inferior igual a cero, ¿no debería tenerse cautela de los deudores oportunistas que inician procesos de bancarrota o que desafían las deudas durante las crisis? En efecto, los jueces deberían estar atentos a esos intentos de abuso. Pero hay una buena razón para creer que los riesgos son más teóricos que reales. Los procesos de insolvencia implican significativos costos sociales y financieros, incluso si son exitosos. Tan grandes son estos costos que la mayoría de los que se beneficiarían financieramente de los procesos de bancarrota no los inician²⁸⁴. Siempre y cuando las leyes no cambien, estos estímulos se mantendrán incluso si los jueces se inclinan a estar del lado de los deudores. De hecho los deudores no pueden iniciar procesos por bancarrota repetidamente, restringiendo la mayoría de los oportunismos de la explotación de los cambios de reglas de bancarrota.

Una mayor preocupación es que una condonación fácil de deudas durante las trampas de liquidez asuste a los acreedores en el momento preciso, cuando la economía necesita más préstamos. Los acreedores no prestarán más dinero durante las trampas de liquidez si temen que los deudores sean fácilmente descargados de sus obligaciones. Los estándares de descarga indulgente deberían limitarse para los deudores que hayan incurrido antes de que golpeara el límite inferior igual a cero. Los jueces deberían controlar aún más su discrecionalidad para aceptar condonación de deudas que fueron establecidas durante una trampa de liquidez.

284 Véase Michelle J. White, "Why Don't More Households File for Bankruptcy?", *Journal of Law, Economics, & Organization* 14, n.º 2 (1998): 205-231.

Política expansiva por medio de la ley de remedios

Además de decidir quiénes ganan y quiénes pierden en una disputa legal, las cortes diseñan remedios. Los remedios vindican los derechos legales de la parte victoriosa. En el proceso de diseñar esos remedios, las cortes ejercen una amplia discrecionalidad, como se verá adelante. Diferentes remedios tienen efectos diferentes en la demanda agregada. Un remedio “judicial” puede promover la demanda agregada (cuando se impulsa el gasto) o sofocarla (cuando restringe el gasto). En el diseño de remedios judiciales, que es objeto de una famosa discrecionalidad, las cortes deberían promover la demanda agregada en el límite inferior igual a cero.

Dos tipos de remedios

Si las cortes establecen que los derechos de los demandantes han sido violados, pueden responder con dos tipos diferentes de remedios: con una protección del derecho de responsabilidad o con una protección del derecho de propiedad. Si la norma de responsabilidad se aplica, los demandados pagan los daños. Si la corte protege la ley de propiedad, al demandado se le ordena cesar cualquier comportamiento que esté generando la demanda. Casi que cualquier derecho legal puede ser protegido ya sea por la ley de responsabilidad o por la de propiedad.

Piénsese en un desarrollador que pretende construir un complejo de apartamentos. Los vecinos se preocupan por el ruido y las molestias generadas por la construcción y porque la edificación bloquee la vista de las otras viviendas, reduciendo de este modo el valor actual de los otros apartamentos. Enfrentados con una

inminente construcción, los vecinos demandan al constructor para que detenga el proyecto. La corte, primero, tiene que decidir si el constructor tiene el derecho a construir o si los vecinos tienen el derecho a liberarse de cualquier molestia relacionada con el proyecto. Si la corte se va hacia el lado de los vecinos, deberá decidir, además, cómo remediar este derecho. Según la protección de la ley de propiedad, la corte emitirá una orden judicial de restricción. El constructor no podrá construir a menos que encuentre una manera de cumplir con las reglas de molestias relevantes o si no, que encuentre el modo para que los vecinos renuncien a sus derechos, probablemente intercambiando un asentamiento. Asimismo, la corte podría favorecer la protección de la regla de responsabilidad para los vecinos, estimando la reducción del valor de sus viviendas y compensándolos por esta reducción. En este caso, el constructor podrá seguir adelante con su proyecto, pero deberá pagar por los daños a los vecinos.

Las relativas ventajas de las reglas de propiedad y de responsabilidad son objeto de un debate fundamental en derecho y economía. La mayoría se ha escrito sobre la eficiencia microeconómica de cada tipo de remedio en varios contextos. Lo que ha sido raramente considerado son las ramificaciones de cada tipo de remedio.

Efectos macroeconómicos de la elección de los recursos

Cuando las cortes usan las reglas de propiedad para determinar la actividad económica, reducen el gasto, o al menos lo retrasan. En condiciones normales de la economía, estos efectos son irrelevantes. Los trabajadores que hubieran contribuido a la ahora actividad

prohibida encuentran otros empleos. En el límite inferior igual a cero, sin embargo, los remedios judiciales pueden tener serios costos directos porque los trabajadores sacados de sus empleos no encontrarán otros trabajos. Si los vecinos logran detener el desarrollo del proyecto en una trampa de liquidez, los trabajadores de la constructora encargados de la construcción no tendrán otro trabajo por el cual optar.

La idea que defiendo aquí es que, en el límite inferior igual a cero y en medio de un alto desempleo, los jueces deberían favorecer las sentencias que promueven el gasto. Cuando llegan las demandas, esto significa normalmente favorecer las reglas de responsabilidad, lo que permite que los proyectos sigan adelante siempre y cuando las entidades encargadas de estos puedan pagar por los daños causados.

La preferencia por los daños sobre las restricciones en las disputas sobre la construcción ofrece la posibilidad de significativos estímulos. Al inicio de la Gran Recesión, el gasto en construcción era superior a un billón de dólares anualmente en Estados Unidos. Si el 5 % de estos proyectos fueran objeto de restricciones judiciales, un cambio en los daños en el límite inferior igual a cero posibilitaría 50 000 millones de dólares de gasto. Los derechos de los demandantes conservan la protección de las normas de responsabilidad, lo que limita el alcance de proyectos inefficientes para seguir adelante.

La misma lógica aplica para el derecho de medidas cautelares, las cuales prohíben temporalmente actividades sujetas a litigios. En algunos casos, una de las partes del proceso puede planear tomar acciones antes de que el veredicto definitivo sea promulgado. La contraparte, por lo general la demandante, puede exigir medida cautelar para preservar el *statu quo* hasta que el problema legal sea resuelto. Por ejemplo, para que

se tome el tiempo necesario para determinar si el constructor tiene derecho a construir o si los vecinos tienen el derecho a estar libres de cualquier molestia. Las normas sobre medidas cautelares determinan lo que debe hacerse mientras el derecho está todavía en litigio: ¿puede el constructor seguir adelante con su proyecto o debería esperar?

Los jueces garantizan medidas cautelares cuando se ha determinado lo siguiente. Primero, que el demandante tenga probabilidad de éxito sustancial; segundo, que el demandante enfrente un riesgo sustancial de daño irreparable si la medida no se decreta; tercero, que la ponderación de los daños favorezca a la parte que busca la medida, y, por último, que la medida sirva para el interés público.

El derecho y macroeconomía sugiere que los jueces deberían inclinarse menos a garantizar medidas cautelares durante las trampas de liquidez. Estas medidas contraen el gasto, reducen la demanda agregada y aumentan el desempleo. La producción perdida se multiplica significativamente. El decreto de la medida durante un tiempo de crecimiento robusto, por el contrario, tiene efectos más pequeños en los terceros. Durante una trampa de liquidez, la ponderación de los daños pesa menos si están a favor de la parte que solicita la medida, y el interés público se afecta menos con una medida cautelar. De nuevo, la protección por las normas de responsabilidad sería más beneficiosa, pues favorece el estímulo mientras que las normas de propiedad no.

Hay, sin embargo, algunos casos en los que los remedios de la ley de propiedad promueven el gasto. Considérese el caso seminal de 1921 sobre derecho contractual Jacob y Youngs versus Kent, resuelto por la Corte de Apelaciones de Nueva York. El caso tenía que ver con el incumplimiento del constructor, Jacob

y Youngs, que había sido contratado por el adinerado propietario George E. Kent. El contrato establecía que el constructor debía instalar en la casa una tubería de una marca en especial, Reading Pipe. Sin embargo, el constructor utilizó una marca que, aunque idéntica en calidad, no era la establecida en el contrato. Cuando Kent se percató de ello, retuvo el pago del contrato. Jacob y Youngs trataron de recuperar lo que pensaban que se les debía.

Ambas partes aceptaron que el constructor incumplió el contrato. El litigio se concentró, en gran medida, en los remedios. El constructor argumentaba que se había dado un “desarrollo sustancial”, así que el remedio debería ser sobre los daños monetarios nominales. Kent argumentaba que el desarrollo había sido deficiente y que el remedio debería consistir en proveer la regla de protección de la propiedad, posiblemente incluyendo una medida que le exigiera al constructor derribar la casa recién construida y rehacerla con la marca de tubería Reading Pipe. El juez Benjamin Cardozo, en representación de la mayoría de la Alta Corte de Nueva York, falló a favor del constructor. En esencia, el juez favoreció la regla de protección de responsabilidad del derecho de Kent a la marca de tubería Reading y evaluó los daños monetarios en cero. Académicos del derecho y economía, así como académicos de otras perspectivas, siguen debatiendo sobre cuál era el mejor remedio en el caso Jacob y Youngs²⁸⁵.

285 El debate entre los académicos del análisis económico del derecho se entiende con base en nociones como justicia, eficiencia microeconómica y residuos, y por ende, sin ninguna consideración macroeconómica. Para información adicional sobre este debate véase Richard A. Posner, *Economic Analysis of Law* (Boston: Little Brown, 1973), 88-89; Robert Birmingham, “Breach of Contract, Damage

Respecto al resultado macroeconómico, los efectos de la sentencia son más claros. Una restricción que exija al constructor que gaste en la demolición de una nueva casa y la reconstruya habría aumentado la demanda agregada. La concesión de los daños de Kent, por el contrario, deja el gasto sin modificación. Los daños monetarios cambian la distribución de la riqueza, pero no necesariamente el gasto. En el límite inferior igual a cero, por tanto, un juez interesado en enfrentar los aspectos macroeconómicos de un caso como el de Jacob y Youngs debería preferir remedios restrictivos. En tales casos, los jueces están efectivamente en posición de seguir la sugerencia de Keynes según la cual, en depresiones, debe pagárseles a las personas para que abran hoyos y los vuelvan a tapar. Keynes estaba siendo gracioso, pero en las circunstancias que se enfrentan en este momento –alto desempleo en el límite inferior igual a cero– la idea tiene su mérito.

Implementación

Los jueces normalmente están mal equipados para la política legal expansiva. Así, claramente deberían maniobrar para intentar estimular la economía. Sin embargo, en el caso de algunos remedios, algunos estándares legales existentes exigen la consideración

Measures, and Economic Efficiency”, *Rutgers Law Review* 24, (1970): 24; Richard R. W. Brooks, “The Efficiency Performance Hypothesis”, *Yale Law Journal* 116, (2006): 568; Anthony T. Kronman, “Specific Performance”, *University of Chicago Law Review* 45, (1979): 351; Alan Schwartz, “The Case for Specific Performance”, *Yale Law Journal* 89, (1979): 271; Alan Schwartz y Robert E. Scott, “Market Damages and the Economic Waste Fallacy”, *Columbia Law Review* 108, (2008): 1610.

de los factores macroeconómicos. En estos casos los jueces necesitan tener presentes los remedios para satisfacer sus obligaciones.

En la articulación de la valoración para la preferencia de una “medida cautelar”, la Corte Suprema de Estados Unidos explicó que

las cortes deben ponderar las exigencias encontradas [entre las del demandante y las del demandado] de lesiones y debe considerar el efecto sobre cada parte para garantizar o retener los alivios requeridos. Al ejercer su sonada discreción, los tribunales de equidad prestan particular atención a las consecuencias públicas cuando emplean remedios extraordinarios o restricciones²⁸⁶.

Si los tribunales ignoran los efectos de una restricción sobre la demanda agregada no están considerando adecuadamente las “consecuencias públicas” de las restricciones que emiten. Las medidas cautelares suelen retardar el gasto. Y esta demora tiene consecuencias públicas, porque las restricciones contra el gasto causan daños económicos a terceros en el límite inferior igual a cero, mientras que las restricciones a favor del gasto benefician a los terceros. Más aún, estos daños son “irreparables”, otra importante consideración para las medidas cautelares. Gastar después de que sea necesario, cuando el multiplicador podría ser muy bajo, no compensa los daños sufridos por terceros a causa de la restricción original. Así, los tribunales necesitan considerar los efectos macroeconómicos cuando conceden medidas cautelares.

286 Winter vs. Natural Resources Defense Council, Inc., 555 U. S. 7, 24 (2008).

Otros actores diferentes en el sistema legal pueden ayudar a que las decisiones de los remedios sean adecuadas para las condiciones macroeconómicas. Los tribunales deberían promover la demanda agregada durante las trampas de liquidez, lo que favorecería los remedios de los daños más que las restricciones en contra de la actividad económica. Aunque los jueces posiblemente no sean expertos en temas macroeconómicos, deberían ser capaces de identificar períodos de tasas de interés de corto plazo en cero. Además de los jueces, los demandantes del Gobierno, como las juntas de zonificación que demandan a los desarrolladores, pueden adaptar los remedios por los que demandan, conforme al estado del ciclo económico, mediante la solicitud de daños y perjuicios en lugar de medidas cautelares de la actividad económica cuando se esté en el límite inferior igual a cero. Si un demandante no exige una cautela, el tribunal probablemente no proferirá ninguna. De esta forma los demandantes del Gobierno pueden proteger sus intereses sin atravesarse en el camino de un gasto adicional que se necesita.

Como en otros casos que se han examinado, apoyarse en los remedios que varían de acuerdo con el ciclo económico para estimular la economía aumenta los riesgos de oportunismo. Los constructores cuyos proyectos son anticipados por una restricción sobre la regla de propiedad en tiempos ordinarios pueden iniciar proyectos en el límite inferior igual a cero en espera de las ganancias por el incremento de la probabilidad de que el proyecto sea permitido en el caso de potenciales demandas judiciales. Si el proyecto es perjudicial, su construcción en el límite inferior igual a cero constituye un comportamiento ineficiente por la variación legal sobre el ciclo económico.

Los jueces, al ejercer su “sonada discreción”, deberían ser cautelosos de tales oportunismos y hacer

esfuerzos para evitarlos. Pero, en la práctica, el oportunismo podría no generar mayores riesgos. De manera importante, la alteración de los remedios durante el tiempo no altera los derechos legales. Si el proyecto de un constructor vulnera los derechos de los vecinos, el desarrollador tendrá que pagar el equivalente a los daños causados por el desarrollo del proyecto. A menos que el desarrollador espere que el tribunal no estime el valor de los daños, el constructor no tendrá incentivos para presionar por un proyecto ineficiente en el límite inferior igual a cero. Asimismo, aguantar el gasto hasta que aparezcan las trampas de liquidez podría, de hecho, ser un comportamiento eficiente y digno de tenerse en cuenta. Incentivar el gasto en las trampas de liquidez fomenta el estímulo privado en los momentos justos cuando más se necesita.

En este capítulo, he presentado tres alternativas de política legal expansiva para ilustrar el potencial de estas herramientas. Estas son la regulación de las tarifas de servicios públicos, el derecho de insolvencia y la ley de remedios judiciales. Cada una de estas ofrece potenciales estímulos significativos y dignos de miles de millones de dólares. Ninguna de estas intervenciones requiere aprobación legislativa. Por el contrario, dirigen la ya existente discrecionalidad regulatoria y judicial hacia un nuevo fin de política pública: el desarrollo de estímulos macroeconómicos.

El derecho plaga la vida económica. Así, los tres ejemplos desarrollados aquí apenas rasguñan la superficie de la política legal expansiva. Si cada juez y regulador trabajara de cara a las consecuencias macroeconómicas de sus decisiones y eligiera la opción que estimule la demanda agregada en casos cercanos al del límite inferior igual a cero, la política legal expansiva podría mitigar o ponerle fin a períodos prolongados de debilidad económica, incluso si las políticas

monetaria o fiscal fueran desgarradoras. Habría daño colateral, pues los jueces y reguladores son diseñadores de políticas públicas con defectos, con respecto a la macroeconomía y a cualquier otra, pero las ganancias potenciales serían dignas de perseguirse.

Conclusiones

Cinco lecciones del derecho y macroeconomía

No debería ser una sorpresa que los bancos dominaran el diseño de las políticas macroeconómicas durante la Gran Recesión. Mientras otras instituciones, como el Congreso, se encargaron de la política macroeconómica para incluir muchos otros objetivos, los bancos centrales se enfocaron especialmente en la estabilidad macroeconómica. A diferencia de las legislaturas, los bancos centrales gozan de gran experticia en macroeconomía. Los bancos centrales se caracterizan por tomar decisiones rápidamente. Debido a estas ventajas, las jurisdicciones por lo general prefieren las políticas macroeconómicas de los bancos centrales antes que otras alternativas.

La recarga de los bancos centrales con la dirección de todas las enfermedades macroeconómicas amenaza su legitimidad

Esta dependencia sobre los bancos centrales no es gratis. La estructura que produce la experticia, la agilidad y el enfoque de los bancos centrales es la misma

que limita su legitimidad democrática. Pero este costo parece soportable. Aunque la institución de los bancos centrales ha demostrado ser controversial en la historia moderna, las entidades políticas en las democracias industrializadas actuales han aceptado poco a poco, después de la Segunda Guerra Mundial, el control de los bancos centrales sobre la política monetaria y sobre las tasas de interés de corto plazo. Siempre y cuando la política fiscal permanezca al amparo del legislativo, el control del banco central sobre la política monetaria se acepta con facilidad. En efecto, tan poco controversiales fueron los bancos centrales que muchas democracias impusieron restricciones sobre la primera alternativa –la política fiscal– por medio de las restricciones al déficit.

Este consenso se derrumbó durante la Gran Recesión. En el límite inferior igual a cero, la política monetaria convencional demostró ser impotente. Las tasas de interés no podían reducirse más. La política fiscal estaba castrada por la restricción en el déficit, la inercia legislativa y los miedos a la deuda. Se dejó a los bancos centrales, pese a su parálisis, a su arbitrio, para que enfrentaran la recesión de la mejor manera posible. En respuesta, los bancos adoptaron una política monetaria no convencional bastante agresiva, creando dinero a una escala sin precedentes para comprar activos que ellos mismos habían rechazado antes.

La ejecución de una política monetaria no convencional fue una medida razonable para las tensas condiciones macroeconómicas del momento. Ello evitó que la Gran Recesión fuera aún peor. Pero la política monetaria no convencional no funcionó del todo bien. La Gran Recesión y sus prolongados efectos se extendieron por casi una década. Los órdenes políticos se deshilacharon en casi todas las democracias industrializadas. La política monetaria no convencional también

pudo haber creado burbujas del precio de los activos, cuya explosión podría haber causado aún más daño. Así, aunque la política monetaria no convencional evitó resultados catastróficos, como la posible muerte prematura de la Unión Monetaria Europea, no puede dependerse exclusivamente de la política monetaria no convencional para mitigar futuras recesiones. Las formas de política monetaria no convencional más agresivas, como el dinero helicóptero, podrían funcionar mejor. Pero, este tipo de políticas sufren incluso más por la falta de legitimidad democrática.

En efecto, la política monetaria no convencional ya amenaza la legitimidad de los bancos centrales. El programa de transacciones monetarias de compra-venta (*outright monetary transactions*) del ECB, que pudo haber salvado a la eurozona de un colapso, le dio al ECB un nuevo papel para desempeñar en la creación de políticas públicas, lo que generó una tensión legal que efectivamente forzó una reforma del Tratado de Maastricht. Las acciones del ECB también resultaron ser políticamente costosas. Alimentaron una narrativa sobre un proyecto europeo elitista antidemocrático. Muchos comentaristas atribuyen el aumento del populismo del partido Alternative für Deutschland en Alemania a la rabia generada por las políticas del ECB. De forma similar, la Reserva Federal hizo uso de su presupuesto para salvar a Bear Stearns, AIG, así como a otras instituciones financieras, lo que ayudó a potenciar el aumento de los movimientos populistas, como el Tea Party y el Occupy Wall Street. Estos movimientos, así como sus herederos políticos (incluyendo al presidente Trump en Estados Unidos) no solo rechazaron el uso que hicieron los bancos centrales de las políticas monetarias no convencionales, sino que también cuestionaron el control de estos bancos sobre las tasas de interés de corto plazo. Se tienen buenas razones para

estar preocupados por las futuras políticas monetarias no convencionales que dispararían una reacción que amenazaría incluso áreas tradicionales de la autoridad de los bancos centrales.

Si los bancos centrales no pueden sobrevivir el próximo episodio del límite inferior igual a cero mediante la presión de los límites incluso más allá, entonces ¿quién lo hará? No hacer nada no debería ser una opción, el populismo que se alentó en medio de la Gran Recesión (y en la Gran Depresión anterior) ponen en riesgo de extinción a muchas instituciones del orden político de Occidente, y no solo a los bancos centrales. En lo que queda de esta conclusión, se presentan principios para unas alternativas más robustas de política dentro del derecho y macroeconomía.

Se tienen muchas opciones de estímulos en el límite inferior igual a cero

En la actualidad la política fiscal expansiva ofrece una lección de libro de texto para las demandas agregadas deprimidas en el límite inferior igual a cero. Sin embargo, la Gran Recesión demostró que es un peligro depender de los estímulos de la política fiscal discrecional. Las restricciones constitucionales al déficit, el miedo a las cargas de la deuda que son insostenibles y la fricción política se combinan para mantener muy por debajo de lo recomendado los niveles de estímulos fiscales según lo indican los macroeconomistas en instituciones como el FMI y la mayoría de los bancos centrales.

El defecto de los estímulos fiscales discretionales agota las opciones de respuesta de la política convencional en el límite inferior igual a cero. Como resultado, la política pública, con excepción de la monetaria

no convencional, no responde de manera decisiva a las tragedias económicas prolongadas como las que se presentaron durante la Gran Recesión.

La política fiscal expansiva ofrece al menos una respuesta atractiva para recesiones profundas bajo la teoría del superciclo de la deuda en recesiones prolongadas. Si una economía deprimida se mantiene así por carecer de gasto a causa del exceso de deuda, entonces el incremento del gasto mediante el uso de un mayor volumen de deuda constituye un alto riesgo. Se necesitan alternativas que no aumenten el alto endeudamiento.

Si hay solo una lección que se espera dejar en este libro para que en el futuro sea tomada en cuenta por los diseñadores de políticas públicas es que esta apática respuesta de política pública estuvo injustificada. Casi cualquier ley, regulación o cualquier otra forma de política pública afecta la demanda agregada. Si las políticas monetarias o fiscales demostraron su incapacidad para estimular la economía, debería virarse hacia otras herramientas de política pública.

En efecto, la respuesta histórica a los problemas macroeconómicos se inclinó bastante hacia el derecho. El New Deal confió —exitosamente— en el derecho y la regulación, más que en el gasto gubernamental o en la reducción de impuestos, para aumentar las expectativas de inflación y el gasto. El orden económico de la postguerra subordinó las leyes que regulaban las inversiones en capital al objetivo macroeconómico de promover tasas estables de intercambio.

El uso del derecho para resolver problemas macroeconómicos no siempre tuvo éxito. El control de precios, que usó el derecho y la regulación más que la política monetaria para dominar la inflación, falló. Pero el yerro de algunos intentos por implementar el derecho y macroeconomía no justifica quedarse con

los brazos cruzados en el límite inferior igual a cero. Por el contrario, los diseñadores de políticas públicas necesitan encontrar opciones de política legal expansiva que es más probable que den alcances a sus fines macroeconómicos. Las propuestas desarrolladas en este libro —que van desde “empujones”, tales como reglas a la retención de impuestos, hasta intervenciones radicales, como el control de precios— solo son un intento de exploración del mundo de las opciones de política pública dentro del derecho y macroeconomía.

Políticas diferentes responden a diferentes constreñimientos sobre los estímulos fiscales. Si las limitaciones a la deuda construyen la política fiscal expansiva, entonces las legislaturas deberían perseguir estímulos del sector privado mediante el ajuste del derecho y la regulación para motivar a que el sector privado aumente su gasto. Si el embotellamiento político previene la política fiscal expansiva efectiva, los reguladores y los jueces deberían considerar el uso de la discrecionalidad de la política de la que ya gozan para promover el gasto además de perseguir otros objetivos de su resorte.

En el límite inferior igual a cero, todos los diseñadores de políticas públicas deberían considerar estimular la demanda agregada

La expansión de los objetivos del derecho y la regulación para incluir la estabilidad macroeconómica agrega complejidad. Los diseñadores de políticas públicas prefieren limitar el número de problemas que deben resolver mediante los instrumentos legales. Es ya demasiado difícil perseguir un solo objetivo como la justicia. Por lo general, el resultado de esta actitud es que los reguladores, administradores, jueces y otros

diseñadores de políticas públicas se limitan a lo que saben hacer sin atreverse a realizar algo diferente, lo que enfatiza un conjunto limitado de objetivos. Y mientras el Congreso se encarga de diversos objetivos, los anteriores delegan tareas importantes a expertos con un nivel de especialización mayor.

Aquel enfoque falla cuando la economía muestra tasas de interés ubicadas en el límite inferior igual a cero. Las entidades expertas en la estabilidad macroeconómica, como el banco central, pierden tracción. Si todos continúan asumiendo sus asuntos como si nada pasara e ignoran la macroeconomía, las recesiones continuarán sucediendo y siendo más largas, con sus catastróficas consecuencias económicas y políticas. Para mitigar una recesión con tasas en el límite inferior igual a cero, todos —desde el Congreso hasta el poder judicial— necesitan considerar los efectos que tienen sus decisiones sobre el gasto y otros factores macro.

No deberíamos exagerar las complicaciones asociadas con esta nueva perspectiva. Como ya se estableció, los diseñadores de políticas públicas rara vez se concentran exclusivamente en un solo objetivo. Los reguladores de los servicios públicos, por ejemplo, consideran al mismo tiempo tasas de retorno sobre la inversión, seguridad pública, seguridad energética, desarrollo económico o conservación del agua y la energía al momento de establecer las tarifas de esos servicios. En el peor de los casos, una política regulatoria de los servicios públicos que sea sensible a los cambios macroeconómicos agrega algún grado de complicación a una decisión que de por sí ya es compleja. No es que oscurezca un cálculo de política pública que sea por naturaleza claro. Lo que es cierto para la regulación de los servicios públicos también lo será para muchas otras áreas de regulación y de decisión legal.

Se requiere una institución que se concentre en el derecho y macroeconomía

Por sí mismo, pedir a los diseñadores de política pública que expandan sus horizontes resulta en una respuesta inadecuada cuando se trata de gestionar recesiones con tasas en el límite inferior igual a cero. Incluso si los diseñadores parecieran comprender el caso de la política expansiva, retornarían hacia otros objetivos. Cuando ocurra el próximo evento de límite inferior igual a cero vacilarán para considerar estímulos y de nuevo insistirán en que sea el banco central el que salga al rescate.

Las preocupaciones macroeconómicas necesitan un hábitat institucional para asegurar que tengan la atención que se requiere. Una opción es contar con la OFRA, en la que he insistido o, también, podría ser un alto comisionado para temas de derecho y macroeconomía. La OFRA garantizaría que las políticas legales y fiscales se realicen por parte de agencias administrativas que sigan recomendaciones de expertos y que sean aplicadas de manera consistente a lo largo de diferentes áreas del derecho y la regulación.

La perspectiva que ofrecería la OFRA, como la que ofrecen los bancos centrales, también puede dar insu- mos a la toma de decisiones de los jueces en aquellos casos especiales en los que los juzgadores deberían considerar políticas legales expansivas. Asimismo, mediante el uso de las tasas de interés de corto plazo, como disparador de consideraciones macroeconómicas, los jueces podrían también observar las sugerencias que hacen el banco central y la OFRA. Si tanto la OFRA como el banco central indican que la demanda agregada es inadecuada, los jueces deberían tener más confianza en tomar decisiones que promuevan la demanda agregada.

Deberían aplicarse las perspectivas de derecho y macroeconomía tanto en momentos en los que la economía es robusta como en momentos en los cuales es débil

Por fuera del límite inferior igual a cero, la OFRA debería tener menos presencia en el diseño de políticas públicas. A pesar de esto, la oficina tendría un desempeño invaluable en esos casos. Una política macroeconómica inadecuada durante situaciones de tasas en el límite inferior igual a cero normalmente es menos el resultado de malas causas que de una atención inadecuada a la macroeconomía en tiempos buenos.

Infortunadamente los ejemplos abundan. Cuando el Congreso repetidamente crea nuevas formas de gabelas tributarias no propende por una política fiscal procíclica. Después de todo, este tipo de beneficios ofrecen una herramienta de política fiscal importante, lo que permite que el Gobierno canalice el gasto privado en vez de aumentar el gasto público. Sin embargo, los beneficios tributarios pueden consolidar una pérdida de atención de las condiciones macroeconómicas si el Gobierno termina subsidiando el gasto privado. Si este gasto cae, le sigue un gasto del Gobierno por medio de las gabelas tributarias, lo que exacerba la caída de la demanda agregada. Probablemente los programas de seguridad del Gobierno, los cuales están tasados con base en un alto nivel técnico, y la regulación del mayor costo de los servicios públicos nunca puedan estabilizar la economía. Pero la lógica de estos programas frecuentemente significa que las tarifas aumentan cuando la economía está en problemas y que debilita la demanda agregada.

Para prevenir que además se aprueben leyes desestabilizadoras en el futuro, la OFRA debería evaluar los proyectos de ley y de regulación desde una perspectiva

macroeconómica. Si una norma propuesta es probablemente desestabilizadora de la economía porque aumenta los ingresos gubernamentales o disminuye el gasto público durante las recesiones, la OFRA debería indicar esos costos.

El derecho es asombrosamente poderoso, pues afecta casi cualquier decisión. Es incomprensible, entonces, que no se consideren los efectos macroeconómicos de herramientas legales importantes, como las gabelas tributarias o los intentos de intervención económica por medio de intervenciones legales. Un hábitat institucional para el derecho y macroeconomía ayudaría a cambiar este *statu quo* inadecuado: una prioridad urgente ahora que los bancos centrales no disponen más del poder de ser los únicos habilitados para encargarse de la estabilidad económica.

Apéndices

La analogía del restaurante ilustra útilmente algunos de los temas relevantes de la macroeconomía, pero, por supuesto, no capta todas las relaciones fundamentales. Para permitirles a los abogados interesados en “hablar el lenguaje” de la macroeconomía y facilitar la conexión entre las fronteras investigativa de esta disciplina y el derecho, presento un desarrollo del derecho y macroeconomía en términos del modelo IS-LM (inversión/ahorro-liquidez/dinero, por sus siglas en inglés), desarrollado inicialmente por Hicks. A diferencia del modelo IS-LM que presento, la mayoría de la investigación académica en macroeconomía usa una variante del sistema IS-LM, que se denomina equilibrio general dinámico estocástico neokeynesiano (DSGE, por sus siglas en inglés)²⁸⁷.

287 Desde la crítica de los teóricos del ciclo económico real en las décadas de 1970 y 1980 —véanse, por ejemplo, Finn E. Kydland y Edward C. Prescott, “Time to Build and Aggregate Fluctuations”, *Econometrica* 50, n.º 6 (1982): 1345-1370; Robert E. Lucas, “Expectations and the Neutrality of Money”, *Journal of Economic Theory* 4, (1970): 103-124; Robert E. Lucas, “Econometric Policy Evaluation”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1, n.º 1

El modelo IS-LM constituye el modelo macroeconómico formal y útil más simple, y es el punto de partida de la moderna economía keynesiana. El modelo IS-LM describe las fluctuaciones macroeconómicas en el contexto de dos modelos interconectados, el de bienes y servicios y el del dinero. Los bienes benefician a las personas y al Gobierno directamente. El dinero facilita la compra de bienes. Las personas mantienen ahorros en la forma de bonos de los prestatarios, los cuales mantienen un interés, mientras que el dinero no lo tiene. La curva IS mapea los puntos de equilibrio en el mercado de bienes (donde la demanda acumulada de bienes –y servicios– iguala la producción), y la curva LM traza los puntos de equilibrio en el mercado de dinero (donde la demanda por dinero iguala

(1976): 19-46— se ha complementado el modelo IS-LM keynesiano mediante modelos neokeynesianos más sofisticados gracias a la investigación académica. Véase, por ejemplo, Michael Woodford, *Interest and Prices* (Princeton: Princeton University Press, 2003), 9-10 y capítulo 3. Los modelos neokeynesianos llegan a conclusiones similares, pero no idénticas, al modelo IS-LM; sin embargo, llegan a estas por medio del supuesto del comportamiento microeconómico más que mediante el supuesto de Hicks y Keynes. El modelo IS-LM aún se presenta en la mayoría de los libros de texto de macroeconomía y es el marco dentro del cual muchos macroeconomistas toman decisiones. Véase N. Gregory Mankiw, "The Macroeconomist as Scientist and Engineer" *Journal of Economic Perspectives* 20, n.º 4 (2006): 1-26, http://scholar.harvard.edu/files/Mankiw/files/macroeconomist_as_scientist.pdf. Como observó recientemente Olivier Blanchard, un notable macroeconomista, "creo fuertemente que los modelos macro *ad hoc* desde varias versiones del modelo IS-LM hasta el modelo Mundell-Fleming, desempeñan un gran papel en relación con los modelos DSGE". Véase Olivier Blanchard, "On the Future of Macroeconomic Models", *Oxford Review of Economic Policy* 34, (2018): 43-54.

la oferta de este). Un tercero mercado, el de bonos, el cual financia inversiones, estará en equilibrio si los mercados de bienes y de dinero están también en equilibrio. Las tasas de interés y la producción económica (de bienes y servicios) se ajustan para equilibrar los dos mercados. Esto significa que el producto de bienes debe igualar la demanda de bienes, y que la oferta de dinero iguala su demanda.

Apéndice del capítulo 1

Las dos curvas juntas, la IS y la LM, determinan el equilibrio en la macroeconomía, el cual ocurre cuando las dos curvas se intersecan, lo que significa que el mercado tanto de bienes como de dinero están en equilibrio²⁸⁸. Estos equilibrios están parcialmente determinados por las tasas de interés, las cuales desempeñan dos papeles fundamentales²⁸⁹. Por ahora, asumo que los precios son fijos, lo que significa que la

288 El IS-LM modela también implícitamente un tercer mercado, el de los bonos. Los ahorros pueden ser colocados como efectivo o como títulos. El primero facilita las transacciones y los segundos pagan intereses. El IS-LM, por tanto, es un modelo de equilibrio general de tres mercados, el cual está compuesto por (1) bienes y servicios, (2) dinero y (3) bonos. Por la Ley de Walras, un punto que represente el equilibrio en dos de estos tres mercados, en este caso el de los bienes y el dinero, también muestra equilibrio en el tercero (el de los bonos). Véase Paul Krugman, "How Complicated Does the Model Have to Be?", *Oxford Review of Economic Policy* 16, (2000): 33-42.

289 La discusión que presento aquí sigue la explicación de Paul Krugman del modelo IS-LM de Hicks para lectores poco familiarizados con la economía: Paul Krugman, "IS-LMentary", *New York Times*, 9 de octubre del 2011, <https://krugman.blogs.nytimes.com/2011/10/09/is-lmentary/>

tasa nominal del interés iguala la tasa real. Primero, la tasa de interés equilibra el mercado de bienes, de tal manera que tanto el gasto público como el privado iguala la producción real de estos bienes²⁹⁰. Esta es la curva de inversión y ahorro (o IS , por sus siglas en inglés). Segundo, la tasa de interés equilibra el mercado de dinero de tal forma que la demanda de efectivo (por ejemplo, las cuentas corrientes y de ahorro) iguala la oferta de circulante (la cantidad de dinero en la economía). A diferencia del dinero, los bonos ofrecen un pago de intereses, los cuales inducen a las personas a mantener los ahorros en la forma de bonos más que en líquido. Estos es lo que se muestra en la curva de liquidez y dinero (o LM , por sus siglas en inglés)²⁹¹.

Las tasas de interés —una variable simple— no puede equilibrar de manera independiente dos mercados diferentes. Por el contrario, las tasas y la producción mueven simultáneamente el equilibrio de los dos mercados²⁹². Lo que refleja esta determinación conjunta de la producción y las tasas de interés son las ecuaciones IS y LM dibujadas en un plano (véase la gráfica 15). El eje x mide el ingreso nacional o la producción económica, Y , y el eje y representa la tasa de interés, i .

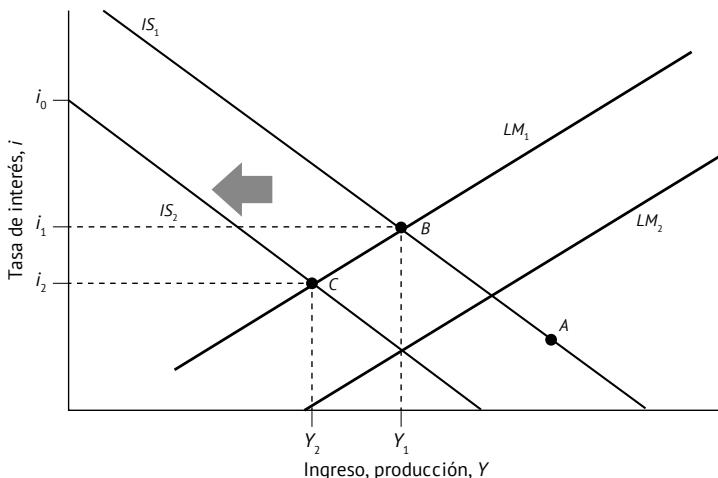
La curva IS (IS_1 en la gráfica 15) muestra el conjunto de combinaciones de producción y tasas de interés en las cuales la demanda de bienes (gastos) iguala la producción de estos bienes. Cada punto en la curva IS representa un punto de equilibrio en el mercado de bienes. A tasas de interés más bajas, la demanda de bienes es mayor debido a que las personas quieren invertir más. Para que el mercado de bienes esté en

290 Krugman, "IS-LMetary."

291 *Ibid.*

292 *Ibid.*

Gráfica 15. Interacción entre el mercado de bienes y de dinero



Nota: el punto *A* es un punto de equilibrio para el mercado de bienes, pero no para el de dinero. La demanda de efectivo excede la oferta. Las tasas de interés suben y la producción baja hasta que la economía alcance el punto *B*, en el que los dos mercados, el de bienes y el de dinero, estén en equilibrio. La producción iguala a Y_1 en el punto *B* y las tasas de interés alcanzan i_1 . El decrecimiento en la demanda de bienes a cualquier tasa de interés puede desplazar la curva *IS* hacia dentro (de IS_1 a IS_2). Esto mueve el punto de equilibrio de la economía del punto *B* al punto *C*, con menor producción ($Y_2 < Y_1$) y menores tasas de interés ($i_2 < i_1$).

Fuente: elaboración propia.

equilibrio, la producción debe estar a la altura correspondiente. La curva *IS* tiene por tanto una pendiente negativa. A menores tasas de interés, mayores niveles de producción²⁹³.

293 Véase John R. Hicks, "Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation", *Econometrica* 5, (1937): 153, fig. 1, n. 153, 158.

Expresado como una ecuación, la curva IS se convierte en:

$$Y = C(Y - T) + I(i) + G \quad (\text{IS})$$

Donde Y es la producción; $C(Y - T)$ es la cantidad de consumo como función del ingreso y el nivel de impuestos, T ; $I(i)$ es la inversión como función de la tasa de interés, i , y G es el gasto público.

La curva LM representa el conjunto de niveles de producción y tasas de interés en el cual la demanda de dinero iguala la oferta de este (el equilibrio en el mercado de dinero). En la medida en que la producción aumenta, las personas demandan más efectivo para facilitar mayores transacciones. Pero la oferta de disponible es fija a causa del banco central y el sistema bancario. Para mantener el equilibrio entre la demanda y la oferta de efectivo cuando la demanda de este es alta, se necesitan aumentar las tasas de interés, las cuales reducen la demanda de dinero (relativamente, la demanda de bonos). La curva LM tiene por tanto pendiente positiva. Expresada como una ecuación, la curva LM se denota como:

$$(\frac{M}{P}) = L(i, Y) \quad (\text{LM})$$

Donde $(\frac{M}{P})$, la oferta real de dinero, es la oferta nominal de efectivo, M , dividida por el nivel de precios, P ; y $L(i, Y)$ es la demanda por saldos reales de dinero como función de la tasa de interés y la producción.

La economía está en equilibrio si $\text{IS} = \text{LM}$. Cuando esta condición no se tiene, la producción y las tasas de interés se ajustan de manera correspondiente.

Fluctuaciones en el modelo IS-LM

Asumimos que la economía parte con una combinación de producción y tasas de interés en las cuales el mercado de bienes está en equilibrio, pero la demanda de dinero excede su oferta, lo cual se representa en el punto A en la gráfica 15 (el punto A está sobre la curva IS_1 , pero fuera de la curva LM_1). Ya que la demanda de dinero excede la oferta en el punto A, la tasa de interés tiene que aumentar, la producción tiene que caer, o ambas cosas, lo que reduce la demanda de efectivo de tal manera que iguala a la oferta. Para alcanzar el equilibrio en los mercados IS y LM, la producción necesita disminuir y las tasas de interés deben aumentar a lo largo de la curva IS hasta que se alcance la única combinación de producción y tasas de interés en el punto B (con una producción de Y_1 y una tasa de interés i_1). El punto B, donde las curvas IS_1 y LM_1 se intersecan, es un punto de equilibrio para los dos mercados, el de bienes y el de dinero.

El modelo IS-LM ofrece una teoría de las fluctuaciones. Si hay un *shock* negativo de la demanda —por ejemplo, un mal tiempo atmosférico que reduce el consumo (reducción de esta variable a C), o los espíritus animales disminuyen la inversión (reduciendo I)— entonces la demanda agregada decrece a cualquier tasa de interés. Esto corresponde a un movimiento hacia la izquierda o hacia dentro de la curva IS desde IS_1 a IS_2 . Mientras la economía esté en equilibrio en el punto B, con una producción real Y_1 igual a la producción potencial, entonces se excede el gasto. Una combinación de producción y tasas de interés (por ejemplo, en el punto B y todos los otros puntos de la curva IS_1) que una vez constituyeron el equilibrio en el mercado de bienes ahora implica que la producción excede el gasto deseado. La producción se reduce y las tasas de

interés traen el mercado de bienes y el de dinero de vuelta al equilibrio en el punto C, donde las curvas IS_1 y LM_2 se intersecan (con la producción en Y_2 y unas tasas de interés en i_2).

La producción potencial, la inflación y los efectos de largo plazo de los *shocks* de la demanda

El modelo IS-LM asume que los precios son fijos mientras los niveles de producción y las tasas de interés se ajusten a los cambios en los gastos. Este supuesto da una aproximación razonable del comportamiento económico de corto plazo, pero no es realista sobre periodos largos de tiempo. Si la producción potencial de la economía, la cual está determinada por factores exógenos, como el tamaño de la fuerza laboral, el stock de capital y la sofisticación tecnológica de la economía, está dada por Y_1 , entonces el desplazamiento en la curva IS de IS_1 a IS_2 , moviendo la economía del punto B al C, desplaza la producción a Y_2 , muy por debajo de su potencial. Esto genera un desfase de producción igual a $Y_1 - Y_2$.

Sobre el largo plazo, la capacidad de ahorro implicado por el desfase en la producción genera presiones contractivas sobre los precios. En la medida en que los precios bajan, la demanda efectiva se mantiene a la baja, ya que el dinero facilita la realización de transacciones. La curva LM se mueve de LM_1 a LM_2 a cualquier nivel de producción, por lo que se requiere una tasa de interés más baja para balancear la demanda (reducida) de dinero respecto a la oferta. A su vez, el desplazamiento en la curva LM reduce las tasas de interés. Con las tasas de interés más bajas, la producción aumenta. Los precios continúan decreciendo y la producción incrementándose hasta que la producción vuelve a su

nivel potencial Y_1 , y estamos ante el equilibrio de largo plazo, con precios estables, así como sucede en el equilibrio de corto plazo.

Hoy, en el largo plazo, los precios flexibles facilitan que la economía responda a los *shocks* de la demanda agregada y que traigan la producción nuevamente a su potencial. Sin embargo, en el corto plazo el modelo IS-LM asume que los precios son fijos y que la producción no vuelve a su capacidad.

La moderna macroeconomía se enfoca en la relación entre inflación y producción desde una perspectiva de su potencial en vez de enfocarse en el vínculo entre precios y producción, relacionado con su potencial. Asimismo, para hacer una función de la producción relativa a su potencial, la inflación también es una función de las expectativas de inflación. La curva Phillips representa esta relación como sigue:

$$\pi = b(Y - Y_{PO}) + \pi^e \quad (\text{PC})$$

Donde π es la inflación, b es la sensibilidad de la inflación a una producción por encima o por debajo del potencial, Y_{PO} es la producción potencial, y π^e es la inflación esperada.

Apéndice del capítulo 2

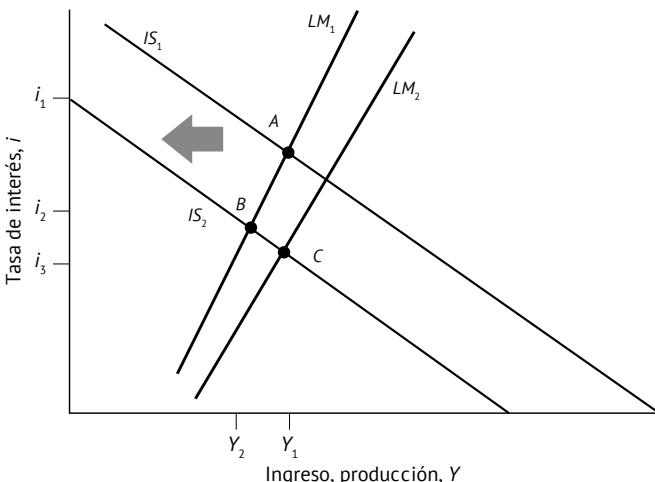
En el modelo IS-LM dibujado en la gráfica 15, los mercados de bienes y dinero comienzan en equilibrio en el punto B, donde $IS_1 = LM_1$. Si, con independencia de la tasa de interés, la demanda del gasto cae debido a una pérdida de confianza —por ejemplo, si $C(Y - T)$ o $I(i)$ en la ecuación (IS) disminuye— entonces el punto B no está más en equilibrio en el mercado de bienes. Por el contrario, la producción excede la demanda. Los

inventarios se acumulan y la producción decrece. El shock negativo de la demanda traslada la curva IS desde IS_1 a IS_2 . El nuevo nivel de equilibrio de la producción para los dos mercados, el de bienes y el de dinero, está ahora en el punto C. La producción ha decrecido desde Y_1 a Y_2 , aun cuando la producción potencial está en Y_1 .

En respuesta a este decrecimiento, el Gobierno podría incrementar su propia demanda de bienes, por ejemplo, mediante una ley de gasto en infraestructura, lo que aumenta G en la ecuación (IS) en una suma igual al decrecimiento $C(Y - T)$ y $I(i)$. Esta nueva fuente de demanda trasladaría de nuevo el equilibrio al mercado de bienes. Si se asume una información perfecta y un éxito en la política pública, el incremento en G volvería la curva IS a IS_1 después de un periodo corto en IS_2 . El equilibrio se restablecería en el punto B y la producción volvería a su potencial Y_1 .

De acuerdo con Hicks, la curva LM debería empinarse cuando las tasas de interés están sustancialmente más altas de cero, ya que las personas necesitan mantener una cierta cantidad de dinero para facilitar el consumo y la inversión que de otra manera preferirían mantener como ahorros en la forma de bonos. Que la curva LM se empine en la gráfica 16 implica que se desplaza la curva IS desde IS_1 a IS_2 , principalmente por los cambios en las tasas de interés más que en la producción. La diferencia en Y entre el punto A y el punto B es mucho más pequeña que la diferencia en i . Por tanto, los estímulos fiscales tradicionalmente aumentan las tasas de interés en tiempos ordinarios, ya que el gasto del Gobierno reemplaza la inversión privada.

Gráfica 16. Respuestas de política monetaria y fiscal ante un cambio en la demanda



Nota: en el punto A, la economía está en equilibrio con la producción Y_1 (igual a la producción potencial) y una tasa de interés i_1 muy por encima de cero. Un *shock* en la demanda golpea la economía, lo que disminuye la demanda de bienes en cualquier nivel de interés. La curva IS se desplaza de IS_1 a IS_2 . El nuevo equilibrio en la economía, punto B, tiene una producción de Y_2 y una tasa de interés de i_2 . Ya que la curva LM tiene una pendiente bastante empinada, la producción se desplaza relativamente poco en respuesta a la disminución de la demanda agregada de IS_1 a IS_2 (Y_1 es solo ligeramente más alta que Y_2). Con la producción (ligeramente) por debajo de su potencial, el banco central incrementa la oferta monetaria, lo que traslada la curva LM de LM_1 a LM_2 . El equilibrio económico se mueve al punto C, con la producción en Y_1 y la tasa de interés en i_3 .

Fuente: elaboración propia.

Apéndice del capítulo 3

La curva LM representa puntos de equilibrio en el mercado de dinero. En este, la demanda de dinero iguala a su oferta. El banco central influye en la oferta

de dinero, M . A causa del incremento de la oferta de dinero, el banco central traslada la curva LM hacia la derecha o hacia fuera (desde LM_1 a LM_2) en la gráfica 16. En cualquier punto dado de la anterior curva LM (LM_1), por ejemplo, el punto A, el incremento de la oferta de dinero significaría que habría más dinero disponible del que hubiera sido demandado a esa tasa de interés y nivel de producción. El punto A (y en cualquier otro punto sobre la curva LM_1) no representa más un punto de equilibrio en el mercado de dinero. Por el contrario, la producción tiene que ser más alta (lo que trae más demanda de dinero para facilitar mayores transacciones) y de esta manera permitir que la oferta y la demanda de dinero vuelvan a estar en equilibrio.

El banco central no goza de un control perfecto sobre la oferta de dinero. Por el contrario, el banco central solo controla la base monetaria. Esta base incluye los billetes y la reserva que los bancos privados mantienen en el banco central. Asimismo, la oferta monetaria está determinada por el multiplicador del dinero, el cual involucra al sistema financiero.

Hoy, el banco central controla la base monetaria pero no el multiplicador del dinero. El multiplicador de la moneda depende de los requerimientos de capital, los requerimientos de la reserva y la confianza del banco. Los bancos tomarán prestado más de cada dólar adicional en depósito cuando los requerimientos de capital y reserva sean menores y cuando los bancos tengan más confianza. El banco central, por tanto, no goza de un control perfecto sobre la demanda monetaria. Siempre y cuando el multiplicador de dinero permanezca constante, un incremento en la base monetaria trasladará la curva hacia fuera desde LM_1 a LM_2 , como se escribe arriba. Pero también hay otros factores, como los requerimientos de reserva, que también aumentarán la curva LM.

Derecho, macroeconomía y la curva LM

La regulación financiera desempeña un papel importante en la determinación de la curva LM. Cualquier norma o regulación que afecte la tendencia de las instituciones financieras a tomar prestado más o menos dinero por cada dólar adicional que tenga en depósito trasladará la curva LM.

La regulación financiera tiene que ver con la mayoría de las bien desarrolladas áreas del derecho y macroeconomía. Infortunadamente, la mayoría de la literatura legal sobre este tipo de regulación no modela explícitamente el papel de esta regulación en el traslado de la curva LM. Esto hace más difícil el vínculo entre la literatura sobre regulación del sector financiero y la macroeconomía de manera más general.

Política de estabilización monetaria

El banco central usa su control sobre la oferta monetaria para estabilizar la inflación y mantener la producción igual a su potencial. Supóngase que la economía representada en la gráfica 16 comienza en el punto de equilibrio A, con una producción Y_1 , y con una tasa de interés de i_1 . Un decrecimiento en la demanda trasladada la curva IS hacia dentro desde IS_1 a IS_2 . Para que los dos mercados estén en equilibrio, la economía debe llevarse al punto B. La producción baja a Y_2 y las tasas de interés bajan a i_2 .

Si la producción potencial iguala a Y_1 , entonces el traslado negativo en la demanda mueve la producción por debajo de su potencial a Y_2 . A causa de la curva de Phillips, la inflación decrece. A lo largo de un lapso suficientemente largo, los precios continúan bajando hasta que la producción vuelva a su potencial. El banco

central también usa la política monetaria para acelerar el retorno de la economía al potencial y para mantener estable la inflación. Mediante el incremento de la oferta de la base monetaria (lo que lleva a una política monetaria expansiva), el banco central traslada la curva LM desde LM_1 a LM_2 . El incremento en la oferta de dinero causa que las tasas de interés caigan y que la producción aumente. El nuevo equilibrio de la economía se encuentra entonces en el punto C, con una producción de Y_1 y unas tasas de interés de i_3 . La política monetaria expansiva estabiliza la economía después de una caída de la demanda y trae la producción de vuelta a su potencial.

Evidencia de la efectividad de la política monetaria

Un gran cúmulo de evidencia indica que los cambios en la oferta monetaria afectan la producción como fue predicho por los argumentos teóricos descritos aquí. A pesar de que los problemas de causalidad conjunta —la política monetaria determina y a su vez está determinada por la producción, además de los cambios que produce en la misma producción— hacen difícil hacer estimaciones precisas de la eficacia de la política monetaria, una amplia variedad de métodos econométricos indica que cuando los bancos centrales aprietan la política monetaria, la producción declina y las tasas aumentan.

Apéndice del capítulo 4

En el modelo IS-LM, un colapso en la demanda —usualmente una reducción dramática en $(C/Y - T)$ o en (i) inducida por una crisis financiera o algún otro evento,

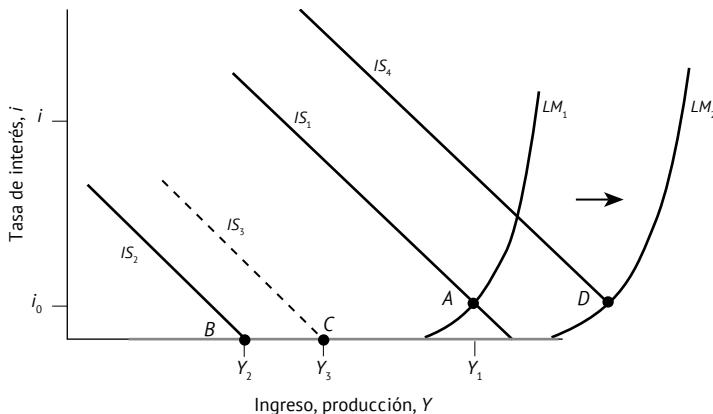
tal como la incertidumbre política— está representada por un desplazamiento significativo de la curva IS hacia dentro. La teoría del superciclo de la deuda es muy precisa acerca de cómo una crisis financiera reduce la demanda agregada. Con el colapso del gasto, la demanda y la oferta de bienes no está más en equilibrio en la anterior curva IS (punto A en IS_1 , en la gráfica 17). Por el contrario, la demanda de bienes cae poco respecto de la oferta. Los inventarios se acumulan, lo que recude la oferta de bienes (producción) y se presentan despidos. Hay una suficiente reducción de la oferta de bienes en mucho menos de cualquier tasa de interés dada de la que había antes de que la crisis golpeara.

Después del traslado hacia dentro en la curva IS causado por el colapso en la demanda de bienes y servicios, el equilibrio en la economía se mueve a lo largo de la curva LM_1 desde el punto A al punto B. La producción (Y_2) está ahora muy lejos de su potencia ($Y_1 > Y_2$).

El límite inferior igual a cero de las tasas de interés implica que la pronunciada depresión en la demanda también disminuye la producción más de lo que sucedería en otros escenarios. Esto sucede porque cuando las tasas de interés son iguales o menores a cero, muchas personas se rehusan a invertir. Por el contrario, mantienen el dinero en efectivo, ya que paga un mejor retorno que un bono a tasa de interés cero y es más líquido. Esta “trampa de liquidez” ayuda a girar a una crisis financiera dentro de un periodo cercano a una década de estagnación económica y desempleo.

En términos de IS-LM, la curva LM es horizontal en niveles de tasas de interés cero (véase la gráfica 17). El mercado de dinero puede estar en equilibrio a ese nivel de interés con muchos niveles diferentes de producción. Adiciones a la oferta monetaria a ese nivel no afectan la producción. Por el contrario, cambios a esa oferta solo significan más dinero debajo del colchón.

Gráfica 17. Interacción del modelo IS-LM
en situaciones de interés cero



Nota: en el punto A, la producción está en equilibrio con una producción de Y_1 (igual a la producción potencial) y una tasa de interés i_0 muy por encima de cero. Un *shock* significativo en la demanda que golpee la economía hace decrecer de manera dramática la demanda de bienes a cualquier nivel de tasa de interés. La curva IS se traslada de IS_1 a IS_2 . El nuevo equilibrio en la economía, punto B, tiene una producción de Y_2 y una tasa de interés de cero, ya que el límite más bajo de cero sobre las tasas de interés ha sido alcanzado, con una curva LM horizontal, la producción disminuye dramáticamente en respuesta al movimiento hacia abajo en la demanda (Y_2 es mucho más bajo que Y_1), mientras las tasas de interés disminuyen relativamente poco (de i_0 a 0). La expansión de la oferta monetaria, lo que traslada la curva LM hacia fuera desde LM_1 a LM_2 no estimula la economía en el punto B por el límite inferior igual a cero. El equilibrio permanece en el punto B a pesar de la expansión monetaria, lo que implica una trampa de liquidez. La política fiscal expansiva, por el contrario, la cual traslada la curva IS desde IS_2 a IS_3 , estimula un considerable aumento en la producción desde Y_2 a Y_3 .

Fuente: elaboración propia.

Si el límite más bajo de cero no se disparara por la disminución en la curva IS desde IS_1 a IS_2 , entonces el decrecimiento en la producción económica (a Y_2) desde la producción potencial (Y_1) no habrá sido

tan dramática. Ya que la curva LM es horizontal en el límite por debajo de cero, la producción es mucho más sensible a un decrecimiento en la demanda de lo que es cuando las tasas de interés están por encima de cero. En una trampa de liquidez, el decrecimiento en la demanda de bienes se traslada uno a uno a una disminución en la producción, sin algo que mitigue el efecto de un cambio en las tasas de interés. Una vez que la curva IS se ha trasladado muy hacia dentro de tal forma que se interseque con el componente horizontal de la curva LM (en IS_2), cualquier cambio adicional en la curva IS (por ejemplo, a IS_1) causa grandes movimientos en la producción.

La trampa de liquidez es una fuente importante de fricción, lo cual impide un ajuste macroeconómico. Cuando los *shocks* negativos en la demanda son grandes, es muy improbable que el principal mecanismo de ajuste macroeconómico —las tasas de interés y el nivel de precios— sea capaz de lograr que la economía vuelva a su potencial. La producción puede permanecer muy por debajo de su capacidad por un lapso bastante largo, como sucedió en la Gran Recesión. Con mecanismos de ajuste natural menos efectivos, la política intervencionista se hace más esencial.

Apéndice del capítulo 5

Las fallas de la política monetaria convencional

En una trampa de liquidez, tal como sucede en el punto B de la gráfica 17, la producción se ubica por debajo de su potencial. La inflación también cae de acuerdo con la ecuación (PC). Un banco central encargado de mantener estable la inflación o la producción cerca de su potencial desea, por tanto, estimular la economía.

Cuando la curva LM no es horizontal, la política monetaria expansiva traslada la curva LM hacia fuera: las tasas de interés asociadas con cualquier nivel dado de producción baja. A su turno, el gasto se incrementa. A niveles de cero tasas de interés, sin embargo, la curva LM (horizontal) no puede trasladarse hacia fuera, lo que indica que la expansión monetaria tradicional no puede estimular una economía deprimida.

En la gráfica 16, un incremento en la oferta monetaria traslada la curva LM de LM_1 a LM_2 . Si la economía está en equilibrio en el punto B, sin embargo, el incremento en la oferta monetaria no cambia el equilibrio de la economía, la cual continúa en B. Cerca al punto B, el incremento en la oferta monetaria no puede trasladar la curva LM hacia fuera debido al límite inferior de cero. Las curvas LM_1 y LM_2 difieren solo cuando las tasas de interés están por encima de cero. La economía está por tanto atrapada en el punto B, y la política monetaria expansiva no puede estimularla.

Política monetaria no convencional

A este punto, este apéndice ha ignorado la diferencia entre tasas de interés real, r , y tasas nominales, i , concentrándose exclusivamente en las tasas nominales, ya que generalmente se asume que los precios son fijos, lo que significa que no hay inflación.

Cuando la inflación excede de cero, la diferencia entre las tasas reales y nominales se hacen más importantes. Únicamente la tasa nominal es afectada por el límite inferior cero. Las tasas reales, las cuales son iguales a las nominales menos la inflación, $r = i - \pi$, representan el retorno de los bonos ajustado por inflación. Cuando se toman decisiones de ahorro e inversión, las tasas que deberían determinar el

comportamiento económico son las reales y no las nominales. Más exactamente, las tasas reales esperadas, $r^e = i - \pi^e$, determinan el comportamiento del ahorro y la inversión. Las tasas reales efectivas solo pueden ser calculadas una vez la inflación se concreta, lo cual ocurre después de que se llevan a cabo las decisiones de ahorro e inversión. Las tasas esperadas de interés reales no se ven formalmente afectadas por el límite inferior igual a cero. Aunque las tasas nominales no pueden estar (muy) por debajo de cero, las tasas reales esperadas sí pueden estarlo cuando las tasas nominales son iguales a cero y se espera una inflación muy por encima de cero.

La política monetaria no convencional busca principalmente más bajas tasas de interés real mediante el aumento de las expectativas de inflación más que por la disminución de las tasas nominales²⁹⁴. Asimismo, la política monetaria no convencional reduce la prima de término asociada con los activos de largo plazo. A diferencia de la política monetaria convencional, la no convencional no debería verse perjudicada por el límite inferior igual a cero de las tasas de interés. En la

294 Mediante la compra de bonos de largo plazo, que normalmente se evita, la política monetaria no convencional de los bancos centrales disminuye también los intereses nominales de los activos de largo plazo. Sin embargo, al igual que los bonos de corto plazo, los de largo plazo deben apoyarse al menos en intereses nominales de cero y menos inversionistas migran hacia el efectivo, lo que limita este efecto. Más aún, este efecto puede no ser exitoso en su intento de traer a cero las tasas de interés de largo plazo de los activos. Ya que hay factores realmente poderosos que por lo general inducen una relación positiva entre activos y tasas de interés nominales, las tasas nominales de cero en los activos de corto plazo pueden necesitar apoyarse en un punto por encima de cero en los activos de plazo.

medida en que los bancos centrales puedan aumentar las expectativas de inflación suficientemente, la política no convencional debería ser exitosa en el intento de estimular una economía moribunda.

Infortunadamente, la investigación y la experiencia demuestran que el aumento de la expectativa de inflación es más difícil para un banco central de lo que parece. Para aumentar esta expectativa, los bancos centrales necesitan liderar una expansión monetaria y aumentar los precios no solo en la parte más profunda de la recesión, sino también continuar haciéndolo después de esta²⁹⁵. Los actores económicos pueden sospechar racionalmente que los bancos centrales, que generalmente aborrecen la inflación, continúen haciéndolo después de que la recesión ha terminado. Como consecuencia, incluso en grandes expansiones monetarias, puede resultar poco exitoso el aumento de la expectativa de inflación. La experiencia de la Gran Recesión, en la cual las expectativas inflacionarias permanecieron ancladas a pesar del incremento masivo en los estados financieros de los bancos centrales, sugiere que este obstaculiza la efectividad de la política monetaria expansiva.

Política fiscal en el límite inferior igual a cero en el modelo IS-LM (capítulos 5-7)

En el límite inferior igual a cero, la curva LM es horizontal. Un incremento en la demanda, por tanto,

²⁹⁵ Paul Krugman, "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity* 29, n.º 2 (1998): 137-206; Gauti B. Eggertsson y Michael Woodford, "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, (2003): 139-233.

aumenta la producción, sin que los cambios en las tasas de interés o los cambios en la política monetaria contractiva puedan mitigarlo. Si la demanda es deficiente (IS_2 en la gráfica 16), entonces el uso de la política fiscal expansiva, la cual incrementa G o $C(Y - T)$ mediante la disminución de T , traslada la curva IS desde IS_2 a IS_3 y mueve el punto de equilibrio de la economía desde el punto B (con producción de Y_2) al punto C (con producción de Y_3). En ambos puntos las tasas de interés permanecen en cero, pero la producción es mucho mayor en C (después del estímulo fiscal) que en B (sin ningún estímulo).

Cuando la producción económica está muy por debajo de su capacidad, un incremento en la demanda no desplaza la inversión y aumenta las tasas de interés. Por el contrario, un incremento en la demanda trae la economía más cerca a su punto de equilibrio, dependiendo parcialmente de la demanda de corto plazo sin que se haga escaso el capital. La política fiscal expansiva es por tanto mucho más efectiva en situaciones de límite inferior igual a cero que cuando la curva LM está en una pendiente muy empinada.

Cuando los bancos establecen una meta de inflación o de producción le dan la bienvenida a la política fiscal expansiva en el límite inferior igual a cero porque ello implica una producción más cercana al potencial y reduce las presiones deflacionarias.

Apéndice de los capítulos 8-11

En las curvas convencionales IS y LM , los Gobiernos usan su control sobre G , T y M en las ecuaciones (IS) y (LM) para mantener la producción Y cerca de su potencial y la inflación π cerca a su objetivo. Muchas otras políticas gubernamentales, sin embargo, también

afectan la producción y las tasas de interés en el modelo IS-LM. Como se resalta en el capítulo 8, por ejemplo, la decisión del Departamento de Estado acerca del proyecto Keystone afecta la demanda de inversión.

Para reflejar el papel del derecho y la regulación en la demanda agregada, se reescribe la ecuación (IS) como sigue:

$$Y = C(Y - T, l) + I(i, l) + G \quad (\text{IS})$$

Donde l representa el derecho y la regulación en muchas dimensiones. Como se enfatizó en el capítulo 8, el gasto en inversión, $I(i, l)$, es una función de la postura del Departamento de Estado en relación con el proyecto Keystone, un componente de l . En el capítulo 11, se hizo hincapié en el papel desempeñado por las decisiones regulatorias de los servicios públicos y las leyes de insolvencia, dos componentes adicionales de l , para determinar el gasto total en el consumo, $C(Y - T, l)$.

De la misma forma en que G , T y M son elegidos por los agentes gubernamentales, así sucede con l . Esto incluye las decisiones de los reguladores, jueces y administradores públicos. Estos últimos pueden usar su control sobre l para desplazar la curva IS y estabilizar la economía. Cuando usan el derecho con este fin, se están comprometiendo con una política legal expansiva o contracíclica.

Los efectos de este tipo de políticas en el traslado de la curva IS son análogos a los de la política fiscal. Esta política traslada la curva IS desplazando G o T , mientras que la política legal lo hace mediante el ajuste de l . Cuando las tasas de interés están muy por encima de cero y la curva LM tiene una pendiente empinada (como en la gráfica 16), los desplazamientos legalmente inducidos en IS tienen un gran efecto sobre las tasas de interés y uno relativamente pequeño en la producción,

Y. En el límite inferior igual a cero, sin embargo, los traslados de la curva IS debidos a las políticas legales tienen un efecto grande sobre la producción. Si la política fiscal no puede desplazar la curva IS desde IS_2 a IS_3 en la gráfica 16, debido a que el Gobierno no puede hallar prestamistas, entonces la política legal del tipo descrito aquí puede hacer el trabajo mediante otras palancas, como la regulación de los servicios públicos, las leyes de insolvencia y la ley y los remedios legales.

Referencias

- Ackerman, Bruce. *We the People*, vol. 1. *Foundations*. Cambridge: Belknap Press, 1991.
- Administrative Office of the United States Courts. “Annual Business and Non-business Filings by Year (1980-2017)”. https://s3.amazonaws.com/abi-org/Nes-room/Bankruptcy_Statistics/Total-Business/Consumer1980-PReent.pdf
- Administrative Office of the United States Courts. “Report of Statistics Required by the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005” (2005). <http://www.uscourts.gov/sites/default/files/2020bapcpa.pdf>
- Adriano, Andreas. “Euro Area: IMF Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission”. *Fondo Monetario Internacional*, 15 de junio del 2017. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/06/15/ms061517-euro-area-staff-concluding-statement-of-the-2017-article-iv-mission>
- Aizenman, Joshua, Yothin Jinjarak y Huanhuan Zheng. “Real Estate Valuations and Economic Growth: The Cost of Housing Cycle”. *VoxEU*, 24 de octubre del 2016. <http://voxeu.org/article/housing-cycle-real-estate-valuations-and-economic-growht>
- Angerer, Jost. “Stability and Growth Pact – An Overview of the Rules”. European Parliament, 18 de diciembre del

2015. [http://europarl.europa.eu/RegData/studes/note/join/2014/528745/IPOL_ECON_NT\(2014\)528745_EN.pdf](http://europarl.europa.eu/RegData/studes/note/join/2014/528745/IPOL_ECON_NT(2014)528745_EN.pdf)
- “Are Wage and Price Controls a Solutions for Greece”. *Marginal Revolution*, 10 de febrero del 2010. <https://marginalrevolution.com/marginalrevolution/2010/02/is-this-a-solution-for-greece.html>
- Arian, Mohamed El. *The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse*. Nueva York: Random House, 2017.
- Auerbach, Alan J. y Yuriy Gorodnichenko. “Fiscal Multipliers in Recessions and Expansions”. En *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, editado por Alberto Alesina y Francesco Giavazzi, 63-98. Chicago: University of Chicago Press, 2013.
- Auerbach, Alan J. y Yuriy Gorodnichenko. “Measuring the Output Responses to Fiscal Policy”. *American Economic Journal: Economic Policy* 4, n.º 2 (2012): 1, 11, 19.
- Auerbach, Alan y Yuriy Gorodnichenco. “Output Spillovers from Fiscal Policy”. *American Economic Review* 103, n.º 3 (2013): 141-146.
- Bagchi, Sutirtha. “The Political Economy of Tax Enforcement: A Look at the IRS from 1978-2010”, 12 de marzo del 2015. <http://ssrn.com/abstract=2091796>
- Bair, Sheila. *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*. Nueva York: Simon and Schuster, 2012.
- Balanced Budget Amendment Task Force. *2017 Campaign Report*. <http://bba4usa.org/report>
- Banco de Canadá. “Inflation Control Target”. <http://www.bankofcanada.ca/rates/indicators/key-variables/inflation-control-target/>
- Bank, Steven A. “Corporate Managers, Agency Costs, and the Rise of Double Taxation”. *William & Mary Law Review* 44, (2002): 167-261.

- Barofsky, Neil. *Bailout: An Inside Account of How Washington Abandoned Main Street While Rescuing Wall Street*. Nueva York: Free Press, 2012.
- Barro, Robert. "The Folly of Subsidizing Unemployment". *Wall Street Journal*, 30 de agosto del 2010.
- Bartik, Timothy J. "Including Jobs in Benefit Cost Analysis". *Annual Review of Resources Economics* 4, (2012): 55-73.
- Basic Law for the Federal Republic of Germany.
- Batini, Nicoletta, Giovanni Callegari y Giovanni Melina. "Successfully Austerity in the United States, Europe, and Japan". International Monetary Fund Paper 12/190, julio del 2012, 23-25.
- Batini, Nicoletta, Luc Eyraud y Anke Weber. "A Simple Method to Compute Fiscal Multipliers". International Monetary Fund Working Paper 14/93, junio del 2014. <https://www.imf.org/extrnal/pubs/ft/wp/2014/wp1493.pdf>
- Baum, Anja, Marcos Poplawski-Ribeiro y Anke Weber. "Fiscal Multipliers and the State of the Economy", International Monetary Fund Working Paper 12/286, diciembre del 2012. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Fiscal-Multipliers-and-the-state-of-the-Economy-40146>
- Benson, Clara. "TARP Funding for Housing Relief 90 Percent Unspent, Auditor Says". *Bloomberg*, 25 de julio del 2012. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-07-25/tarp-funds-for-housin-relief-90-percent-unspent-auditor-says>
- Bernanke, Ben S. "The Federal Reserve: Locking Back, Looking Forward". Board of Governors of the Federal Reserve System, 3 de enero del 2014. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20140103a.htm>
- Bernanke, Ben S. "The Zero Lower Bound on Interest Rates: How Should the Fed Respond?". Brookings Institution, 13 de abril del 2017. <https://www.brookings.edu/blog/>

- ben-bernanke/2017/04/13/the-zero-lower-bound-on-interest-rates-how-should-the-fed-respond/
- Bernanke, Ben S. "What Tools Does the Fed Have Left? Part 1: Negative Interest Rates". Brookings Institution, 18 de marzo del 2016. <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/03/18/what-tools-does-the-fed-have-left-part-1-negative-interest-rates/>
- Bernanke, Ben S. "What Tools Does the Fed Have Left? Part 3: Helicopter Money". Brookings Institution, 11 de abril del 2016. <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/04/11/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/>
- Bernstein, Shai, Emanuele Colonnelli, Xavier Giroud y Benjamin Iverson. "Bankruptcy Spillovers". National Bureau of Economic Research Working Paper n.º 23162 (2017).
- Bewley, Truman. *Why Wages Don't Fall During a Recession*. Cambridge: Harvard University Press, 2002.
- Birmingham, Robert. "Breach of Contract, Damage Measures, and Economic Efficiency". *Rutgers Law Review* 24, (1970): 24.
- Black, Jeff, Craig Torres y Jeanette Rodrigues. "Populism is Shaking the Edifice of Central Bank Independence". *Bloomberg*, 27 de febrero del 2017. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-02-27/age-of-populism-shakes-pedestal-of-central-bank-independence>
- Blanchard, Olivier. "Contours of Macroeconomic Policy in the Future". *IMFBlog*, 2 de abril del 2015. <http://blog-imfdirect.ifm.org/2015/04/02/contours-of-macroeconomic-policy-in-the-future/>
- Blanchard, Olivier. "On the Future of Macroeconomic Models". *Oxford Review of Economic Policy* 34, (2018): 43-54.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia y Paolo Mauro. "Rethinking Macroeconomic Policy". Fondo Monetario Internacional, 12 de febrero del 2010. <https://www.ifm.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>

- Board of Governors of Federal Reserve System. Data Download Program – H.15 Selected Interest Rate (daily). <https://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H15>
- Boardman, Anthony E., David Greenberg, Aidan Vining y David Weimar. *Cost-Benefit Analysis: Concepts and Practice*. Nueva York: Pearson Press, 2010.
- Bodoni, Stephanie. "Draghi Get EU Top Court's Backing for 2012 OMT Plan". *Bloomberg*, 16 de junio del 2015. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-06-16/draghi-gets-eu-top-court-s-backing-for-2012-bond-buying-plan>
- Brooks, Richard R. W. "The Efficiency Performance Hypothesis". *Yale Law Journal* 116, (2006): 568
- Buchanan, James y Richard Wagner. *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*. Nueva York: Academic Press, 1977).
- Buchanan, James y Richard Wagner. *The Collected Works of James M. Buchanan: Democracy in Deficit: The Political Legacy of John Keynes*, vol. 8. Indianapolis: Liberty Fund, 2000.
- BVerfG. "Order of the Second Senate of 14 January 2014-2 BvR 2728/13", 14 de enero del 2014. http://www.bverfg.de/e/rs20140114_2bvr27281en.html
- Cacchetti, Stephen G. y Kermit L. Schoenholtz. "The Case for a Higher Inflation Target Gets Stronger". *Money, Banking and Financial Markets*, 13 de abril del 2017. <https://www.moneyandbanking.com/commentary/2017/4/2/the-case-for-a-higher-inflation-target-gest-stronger>
- Canzoneri, Matthew, Fabrice Collard, Harris Dellas y Behzad Diba. "Fiscal Multipliers in Recessions". *Economic Journal* 126, n.º 590 (febrero del 2016): 75-108.
- Caraher, William y Kyle Conway. *The Bakken Goes Boom: Oil and the Changing Geographies of Western North Dakota*. Grand Forks: Digital Press at the University of North Dakota, 2016.
- Carroll, Christphier D., Jiri Slacalek y Kiichi Tokuoka. "The Distribution of Wealth and the Marginal Propensity to

- Consume". European Central Bank Working Paper n.º 1655, marzo del 2014. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1655.pdf>
- Chodorow-Reich, Gabriel. "Geographic Cross-Sectional Fiscal Spending Multipliers: What Have We Learned". NBER Working Paper n.º 23577, julio del 2017. <https://scholar.harvard.edu/chodorow-reich/publications/geographic-cross-sectional-fiscal-multiplierswhat-ha ve-we-learned>
- Chodorow-Reich, Gabriel, John Cogliagnese y Loukas Karabarbouni. "The Limited Macroeconomic Effects of Unemployment Benefit Extensions". <http://scholar.harvard.edu/chodorow-reich/publications/limited-macroeconomic-effects-unemployment-benefit-extension>
- Chodorow-Reich, Gabriel, Laura Feiveson, Zachary Liscow y William Guy Woolston. "Does State Fiscal Relief during Recessions Increase Employment? Evidence from American Recovery and Reinvestment Act". *American Economic Journal: Economic Policy* 4, n.º 3 (2012): 118.
- Christiano, Lawrence J. "A Reexamination of the Theory of Automatic Stabilizers". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 20, (1984): 147-206.
- Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum y Charles L. Evans. "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?". En *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1A, editado por John B. Taylor y Michael Woodford, 65-148. Filadelfia: Elsevier, 1999.
- Coglianese, John. "Do Unemployment Insurance Extension Reduce Employment?", 30 de noviembre del 2015. http://scholar.harvard.edu/files/coglianese/files/colianne se_2015_ui_extnesion.pdf
- College Board, *Trends in Student Aid 2016* (Trends in Higher Education Series). <https://trends.collegeboard.org/sites/default/files/2016-trends-student-aid.pdf>
- Comisión Europea. "Tax Expenditures in Direct Taxation in EU Member States". *Occasional Papers* 207, diciembre

- del 2014. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_papers/2014/pdf/ocp207_en.pdf
- Congressional Budget and Impoundment Control Act of 1974 (2006).
- Congressional Budget Office. "Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output from April 2012 through June 2012", agosto del 2012. <http://www.cbo.gov/sites/default/files/112th-congress-2011-2012/reports/arrange-col00.pdf>
- Congressional Budget Office. *Federal Grants to State and Local Governments* (2013). <https://www.cbo.gov/sites/default/files/113th-congress-2013-2014/reports/03-05-13federalgrantsonecol.pdf>
- Consejo sobre la Ley de Estabilización de Salarios y Precios de 1974, Pub. L., n.º 93 387.
- Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union, 5 de septiembre del 2008, 2008 O. J. (C. 115) 99.
- Constitución de Estados Unidos.
- Correia, Isabel, Emmanuel Farhi, Juan Pablo Nicolini y Pedro Teles. "Unconventional Fiscal Policy at the Zero Bound". *American Economic Review* 103, n.º 4 (junio del 2013): 1172-1211.
- Costantini, Orsola. "The Cyclically Adjusted Budget: History and Exegesis of a Fateful Stimate". Institute for Economic Thinking Working Paper n.º 24 (octubre del 2015). http://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP24_Constantini.pdf
- Court Justice of the European Union. "The OMT Programme Announced by the ECB in September 2012 Is Compatible with EU Law", 16 de junio del 2015. <http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-06/cp150070en.pdf>
- Cowen, Tyler. "Are Wage and Price Controls a Solution for Greece?". *Marginal Revolution*, 19 de febrero del

2010. <https://marginalrevolution.com/marginalrevolution/2010/02/is-this-a-solution-for-greece.html>
- Currie, Janet. "The Take up of Social Benefits". National Bureau of Economics Research Working Paper n.º 10488 (mayo del 2004). <http://www.nber.org/papers/w10488.pdf>
- Davenport, Coral. "President Rejects Keystone Pipeline, Invoking Climate". *New York Times*, 7 de noviembre del 2015, A1.
- Debrun, Xavier, Tidiane Kinda, Teresa Curristine, Luc Eyraud, Jason Harris y Johann Seiwald. "The Functions and Impact of Fiscal Councils". International Monetary Fund Working Paper (16 de julio del 2013). <http://www.imf.org/external/np/eng/2013/071613.pdf>
- Delmar, Rich. "Inquiry Regarding IRS Notices 2008-83". Memorando Oficial. Washington, D. C.: Departamento del Tesoro, 2009. <http://www.treasury.gov/about/organizational-structure/ig/Documents/Inquiry%20Regarding%20IRS&20Notice%202008-83.pdf>
- DeLong, J. Bradford y Laurence Summers. "Fiscal Policy in a Depressed Economy". En *Brookings Papers on Economic Activity: Springs 2012*, editado por David Romer y Justin Wolfers, 233-297. Washington, D. C.: Brookings Institution, 2012.
- DeMarco, Edward J. Carta a Elijah E. Cummings, miembro del Comité de Vigilancia y Reforma Gubernamental, 20 de enero del 2012. http://www.fhfa.gov/Media/PublicAffairs/Documents/Letter-To-Congress-Principal-Forgiveness_12312.pdf
- Departamento del Tesoro de Estados Unidos. "Daily TARP Update (Figures as of 02/09/2011)", 9 de febrero del 2011. http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/reports/Documents/Daily_Tarp_Update_02.09.2011.pdf
- Departamento del Tesoro de Estados Unidos. "Monthly TARP Update for 02/01/2017", 1.º de febrero del 2017. <http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/>

- reports/Documents/Monthly_TARP_Update%20-%2002.01.2017.pdf
- Departamento del Tesoro de Estados Unidos, Internal Revenue Service. *Employer's Supplemental Tax Guide (Supplement to Pub. 15, Employer's Tax Guide)*, 21 de febrero del 2018. <http://www.irs.gov/pub/irs-pdf/p15a.pdf>
- Devenport, Coral. "Keystone Pipeline, Cons and Steps to Final Decision". *New York Times*, 18 de noviembre del 2014. <http://www.nytimes.com/2014/11/19/us/politics/what-does-the-proposed-keystone-xl-pipeline-entail.html>
- Dobbie, Will y Jae Song. "Debt Relief and Debtor Outcomes: Measuring the Effects of Consumer Bankruptcy Protection". *American Economic Review* 105, n.º 3 (2015): 1272-1311.
- Dolls, Mathias, Clements Fuest y Andreas Peichl. "Automatic Stabilizers and Economic Crisis: U. S. vs. Europe". *Journal of Public Economics* 96, (2012): 279-294.
- Draghi, Mario y Vítor Constâncio. "Introductory Statement to the Press Conference (with Q&A)". Conferencia de prensa, Banco Central Europeo, 10 de marzo del 2016. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160310.en.html>
- Drazen, Allan. "The Political Business Cycle after 25 Years". En *NBER Macroeconomics Annual 2000*, editado por Ben Bernanke y Kenneth Rogoff, 75-117. Chicago: National Bureau of Economics Research, 2000.
- Eastern Airlines Inc. vs. Gulf Oil Corp., 415 F. Supp. 429 (S.D. Fla. 1975).
- "Economic Stimulus (Revisited)". IGM Forum, University of Chicago Booth School of Business, 29 de julio del 2014. <http://www.igmchicago.org/surveys/economic-stimulus-revisited>
- Eggertsson, Gauti B. "Was the New Deal Contractionary?". *American Economic Review* 102, (2012): 524-555.

- Eggerstsson, Gauti B. "What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates?". Federal Reserve Bank of New York, noviembre del 2009. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr402.pdf
- Eggertsson, Gauti B. y Michael Woodford. "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy". *Brookings Papers on Economic Activity*, (2003): 139-233.
- Eilperin, Juliet. "Trump Administration Proposes Rules to Relax Carbon Limits on Power Plants". *Washington Post*, 21 de agosto del 2018. https://www.washingtonpost.com/national/health-science/trump-administration-proposes-rule-to-relax-carbon-limits-on-power-plants/2018/08/21/b46b0a8-a543-11e8a656-43eefab5daf_story.html?utm_term=f172bc2410d8
- "Electricity Data Browser: Revenue from Retail Sales of Electricity, Annual". U. S. Energy Information Administration. <https://www.eia.gov/electricity/data/browser/#/topic/6?agg=0,1&geo=vvvvvvvvvvvo&endsec=v&freq=A&start=2001&end=2015&ctype=linechart&l-type=pin&rtype=s&pin=&rse=0&maptpe=0>
- Elsby, Michael W. L., Ryan Michaels y David Ratner. "The Beveridge Curve: A Survey". *Journal of Economic Literature* 53, n.º 3 (2015): 571-630.
- Eskridge Jr., William N. "Vetogates, Chevron, Preemption". *Notre Dame Law Review* 83, (2008): 1441.
- European Central Bank. "Compliance of Outright Monetary Transactions with the Prohibition of Monetary Financing", octubre del 2012. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb201210_focus01.en.pdf
- European Central Bank. "Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament: Introductory Statement of Mario Draghi, President of the ECB, at the ECON Committee of the European Parliament, Brussels, 28 November 2016", 28 de noviembre del

2016. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161128_1.en.html
- European Comission. "Where Does the Money Come From?". 15 de febrero del 2017. http://ec.europa.eu/budget/explained/budg_system/financing/fin_en.cfm
- European Union. "Budget". 11 de abril del 2018. <http://europa.eu/pol/financ/index:en.htm>
- Eurostat. "General Government Deficit (-) and Surplus (+) - Annual Data". <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tenia200>
- Farhi, Emmanuel e Ivan Werning. "A Theory of Macroprudential Policies in the Presence of Nominal Rigidities". *Econometric* 84, (2016): 1645-1704.
- Farhi, Emmanuel, Gita Gopiyath y Oleg Itskhoki. "Fiscal Devaluations". *Review of Economic Studies* 81, (2014): 725-760.
- Feldstein, Martin. "A Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Envirement". NBER Working Paper n.º 9203, septiembre del 2002.
- Feldstein, Martin. "The Future of Fiscal Policy". En *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, editado por Olivier J. Blanchard, Raghuram G. Rajan, Kenneth S. Rogoff y Lawrence H. Summers, 181. Cambridge: MIT Press, 2016.
- Financial Crisis Inquiry Commission. *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Washington, D. C.: U. S. Government Printing Office, 2011.
- Financial Services Committee. "HUD IG: Department's Eight Year Delay Impacts FHA Fundby \$15 Billion", 17 de septiembre del 2013. <https://financialservices.house.gov/blog/?postid=349961>
- Fondo Monetario Internacional. "Structural Fiscal Balance". <http://www.imf.org/external/np/fad/strfiscbal>

- Ford, Gerald R. Exec. Order n.º 11 821, "Inflation Impact Statements". 39 Federal Register 41 501 (29 de noviembre de 1974).
- Foster, Ann C. y Craig J. Kreisler, Bureau of Labor Statistics. *Health Care Spending of U. S. Consumers, by Age: 1998, 2003, and 2008* (2010). <https://www.bls.gov/cex/anthology11/cxsanth4.pdf>, http://www.bls.gov/opub/focus/volume_1_number8/cex_1_8.htm
- Friedman, Milton. "The Case for Flexible Exchange Rates". En *Essays in Positive Economics*, editado por Milton Friedman, 157-203. Chicago: University of Chicago Press, 1953.
- Funke, Manuel, Moritz Schularick y Chritoph Trebesch. "Going to Extremes: Politics after Financial Crises, 1870-2014". *European Economic Review* 88, (2016): 227-260.
- Furman, Jason. "The New View of Fiscal Policy and Its Applications", *VoxEU*, 2 de noviembre del 2016. <http://voxeu.org/article/new-view-fiscal-policy-and-its-application>
- Galle, Brian y Jonathan Klick. "Stabilization and the Social Safety Net: The Alternative Minimum Tax as Counter-Cyclical Fiscal Stabilizer". *Stanford Law Review* 63, (2010): 187.
- Gaspar, Victor. "Fiscal Policy for the Twenty-First Century". En *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, editado por Olivier Blanchard, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff y Laurence Summers, 165-177. Cambridge: MIT Press, 2016.
- Geneakopolous, John. "The Leverage Cycle". En *NBER Macroeconomics Annual 2009*, editado por Daron Acemoglu, Kenneth Rogoff y Michael Woodford, 1-65. Chicago: National Bureau of Economic Research, 2010.
- Ghosh, Atish R. y Mahvash S. Qureshi. "What's in a Name? That Which We Call Capital Controls". Fondo Monetario Internacional, febrero del 2016. <https://www.ifm.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1625.pdf>

- Glaeser, Edward. "Reforming Land Use Regulation". Brookings Institution, 24 de abril del 2017. <https://www.brookings.edu/research/reforming-land-use-regulation/>
- Goldman, David. "Big Time Lawyers Get First Pay Raise in Nearly a Decade". CNN, 7 de junio del 2016. <https://money.cnn.com/2016/06/07/news/companies/lawyers-pay/index.html>
- Goodman, Peter S. "Europe's Economy, after 8-Year Detour, Is Fitfully Back on Track". *New York Times*, 29 de abril del 2016. https://www.nytimes.com/2016/04/29/business/international/eurozone-economy-q1.html?_r=0
- Greenstone, Michael. "The Impacts of Environmental Regulations on Industrial Activity: Evidence from the 1970 and 1977 Clean Air Act Amendments and the Census of Manufactures". *Journal of Political Economy* 120, (2002): 1175-1219.
- Hansen, Alvin H. "Economic Progress and Declining Population Growth". *American Economic Review* 29, n.º 1 (marzo de 1939): 1-15.
- Haveman, Robert H. y David L. Weimer. "Public Policy Induced Changes in Employment: Valuation Issues for Benefit-Cost Analysis". *Journal of Benefit-Cost Analysis* 6, (2015): 112-153.
- Haveman, Robert H. y Scott Farrow. "Labor Expenditures and Benefit-Cost Analysis Accounting in Times of Unemployment". *Journal of Benefit-Cost Analysis* 2, (2011): 1-9.
- Hayek, Friedrich. "The Use of Knowledge in Society". *American Economic Review* 35, (1945): 528.
- Hernández de Cos, Pablo y Enrique Moral-Benito. "Fiscal Multipliers in Turbulent Times: The Case of Spain". Banco de España Working Paper n.º 1309, junio del 2013.
- Herndon, Thomas, Michael Ash y Robert Pollin. "Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff". *Cambridge Journal of Economics* 38, n.º 2 (marzo del 2018): 257-279.

- Hicks, John R. "Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation". *Econometrica* 5, (1937): 153.
- Hines Jr., James R. y Kyle D. Logue. "Delegating Tax". *Michigan Law Review* 144, (2015): 235-274.
- Home Building & Loan Assn. vs. Blaisdell, 290 U. S. 398, 399-400 (1934).
- Hopkins, Thomas D., Benjamin Miller y Laura Stanley. "The Legacy of the Council on Wage and Price Stability". Research Paper/Study, Mercatus Center, George Mason University (26 de agosto del 2014). <http://www.mercatus.org/publication/legacy-council-wage-and-price-stability>
- House Energy and Commerce Committee. "Keystone XL Opposition Turns to Beetle in the Effort to Block the \$7 Billion Project, Its Thousands of Jobs, and Energy Security", 6 de marzo del 2013. <http://energy.commerce.house.gov/content/keystone-xl>
- "How to Address the EU's Democratic Deficits". *Economist*, 23 de marzo del 2017. <https://www.economist.com/news/special-report/217119196-institutions-need-reform-how-address-eus-democratic-deficit>
- Interagency Working Group on Social Cost of Carbon, Gobierno de Estados Unidos. "Technical Support Document: Social Cost of Carbon for Regulatory Impact Analysis under Executive Order 12866", febrero del 2010. <http://obamawhitehouse.archives.gov/sites/default/files/omb/foreg/for-agencies/Social-Cost-of-Carbon-for-RIA.pdf>
- Internal Revenue Service. "2016 Filing Season Statistics". <http://www.irs.gov/newsroom/filing-season-statistics-for-the-week-ending-december-20-2016>
- Internal Revenue Services, "SOI Tax Stats - Integrated Business Data", <https://www.irs.gov/statistics/soi-tax-stats-integrated-business/data>
- International Monetary Fund. *Fiscal Monitor: Balancing Fiscal Policy Risks*. Washington, D. C.: International

- Monetary Fund, 2012. <http://imf.org/external/pubs/ft/fm/2012/01/pdf/fm1201.pdf>
- International Monetary Fund. *World Economic Outlook, October 2012: Coping with High Debt and Sluggish Growth*. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2012. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/World-Economic-Outlook-October-2012-Coping-with-High-Debt-and-Sluggish-Growth-25845>
- International Monetary Fund. *World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth*. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2012.
- International Monetary Policy. *Fiscal Monitor: Now Is the Time: Fiscal Policies for Sustainable Growth*. Washington, D. C.: International Monetary Fund, 2015. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2015/01/pdf/fm1501.pdf>
- International Revenue Service. "Officer in Compromise", 6 de febrero del 2018. <http://www.irs.gov/individuals-offer-in-compromise-1>
- "Interview with President Obama". *New York Times*, 27 de julio del 2017. <https://www.nytimes.com/2013/07/28/interview-with-president-obama.html>
- Irwin, Neil. "Of Kiwis and Currencies: How a 2 % Inflation Target Became Global Economic Gospel". *New York Times*, 19 de diciembre del 2014. <https://www.nytimes.com/2014/12/21/upshot/of-kiwis-and-currencies-how-a-2-inflation-target-became-global-economic-gospel.html>
- Jackson, James K. *Limited Central Government Budget Deficits: International Experiences*. CSR Report n.º R41122. Washington, D. C.: Congressional Research Services, 2011.
- Johnston, Andrew C. "Unemployment Insurance Taxes and Labor Demand: Quasi-Experimental Evidence from Administrative Data" (julio del 2017). <http://conference.nber.org/confer/2017/SI2017/PE/Johnston.pdf>

- Jordà, Òscar, Moritz Schularick y Alan M. Taylor. "Financial Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons". *IMF Economic Review* 59, n.º 2 (2011): 340-378.
- Jurow, Keith. "FHA Insure Mortgages: A Disaster in the Making". *Business Insider*, 9 de agosto del 2010. <http://www.businessinsider.com/fha-insured-mortgages-a-disaster-2010-8>
- Kaiser Family Foundation. *Federal and State Share of Medical Spending*. <https://www.kff.org/medicaid/state-indicator/federalstate-share-of-spending/?currentTimeframe=0&sortModel=%7B%22colId%22:%22Location%22,%22sort%22:%22asc%22%7D>
- Kamin, David. "In Good Times and Bad: Designing Legislation That Responds to Fiscal Uncertainty". Brookings Institution, 15 de diciembre del 2014. <http://www.brookings.edu/research/in-good-times-and-bad-designing-legislation-that-responds-to-fiscal-uncertainty>
- Keynes, John Maynard. "An Open Letter to Franklin D. Roosevelt". *New York Times*, 31 de diciembre de 1933. <http://la.utexas.edu/users/hcleaver/368/368KeynesIponLetFDRtable.pdf>
- Keynes, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres: Macmillan, 1936.
- "Keystone XL Pipeline Political Timeline", Ballotpedia, http://ballotpedia.org/Keystone_XL_Pipeline_political_timeline
- Kiley, Michael y John Roberts. "Monetary Policy in a Low Interest Rate World". Borrador de la conferencia Brookings Papers on Economic Activity, 23 y 24 de marzo del 2017. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/03/5_kileyroberts.pdf
- Kimball, Miles. "Negative Interest Rate Policy as Conventional Monetary Policy". *National Institute Economic Review* 234, n.º 1 (2015): R5-R14.

- Kingi, Hauthi y Kyle Rozema. The Effect of Tax Expenditures on Automatic Stabilizers: Methods and Evidence. *Journal of Empirical Legal Studies* 14, n.º 3 (2017): 548-568.
- Kitroeff, Natalie. "Loan Monitor Is Accused of Ruthless Tactics on Student Debt". *New York Times*, 1.º de enero del 2014. <https://www.nytimes.com/2014/01/02/us/loan-monitor-is-accused-of-ruthless-tactics-on-student-debt.html>
- Kogan, Richard. "Constitutional Balanced Budget Amendment Poses Serious Risks". Center on Budget and Policy Priorities, 16 de marzo del 2018. <https://www.cbpp.org/research/constitutional-balanced-budget-amendment-poses-serious-risks>
- Koskinen, John A., Alain A. Dubois, Barry W. Johnson, Darien B. Jacobson y Wayne K. Kei. *International Revenue Service Data Book, 2015*. Washington, D. C.: International Revenue Service, 2015. <http://www.irs.gov/pur/irs-soi/15databk.pdf>
- Krauss, Clifford. "U. S., In Reversal, Issues Permit for Keystone Oil Pipeline". *New York Times*, 24 de marzo del 2017. <http://www.nytimes.com/2017/03/24/business/energy-environment/kystone-pipeline-html>
- Kronman, Anthony T. "Specific Performance". *University of Chicago Law Review* 45, (1979): 351.
- Krugman, Paul. "Fifty Herbert Hooves". *New York Times*, 28 de diciembre del 2008.
- Krugman, Paul. "How Complicated Does the Model Have to Be?". *Oxford Review of Economic Policy* 16, (2000): 33-42.
- Krugman, Paul. "IS-LMentary". *New York Times*, 9 de octubre del 2011. <https://krugman.blogs.nytimes.com/2011/10/09/is-lmentary/>
- Krugman, Paul. "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap". *Brookings Papers on Economic Activity* 29, n.º 2 (1998): 137-206.

- Krugman, Paul. "Much Too Responsible". *New York Times*, 22 de enero del 2015. <http://www.nytimes.com/2015/01/23/opinion/paul-krugman-much-too-responsible.html>
- Krugman, Paul. "Second-Best Macroeconomics". *New York Times*, 28 de julio del 2015. <https://krugman.blogs.nytimes.com/2015/07/28/second-best-macroeconomics/>
- Krugman, Paul. "This Age of Hicks". *New York Times*, 22 de julio del 2011. <https://krugmanblogs.nytimes.com/2011/07/22/this-age-of-hicks/>
- Kydland, Finn E. y Edward C. Prescott. "Time to Build and Aggregate Fluctuations". *Econometrica* 50, n.º 6 (1982): 1345-1370.
- Kysar, Douglas. "Sustainability, Distribution, and the Macroeconomic Analysis of Law". *Boston College Law Review* 42, (2011): 1.
- Leeper, Eric M., Nora Traum, y Todd B. Walker. "Clearing up the Fiscal Multiplier Morass". *American Economic Review* 107, n.º 8 (2017): 2409-2454.
- Ley de Extensión de Permisos del 2008, N. J. S. A. 40:55D-136.1-136.6. <http://www.nj.gov/dep/landuse/pea.html>
- Ley de Reserva Federal, 23 de diciembre de 1913.
- Ley de Transparencia de la Reserva Federal del 2017, 115.º Congreso, Senado, <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/senate-bill/16>
- Lipton, Eric. "F. D. I. C. Increases Fees to Insure Bank Deposits". *New York Times*, 27 de febrero del 2009, <http://www.nytimes.com/2009/02/28/business/28banks.html>
- Liscow, Zachary. "Counter-Cyclical Bankruptcy Rules". *Columbia Law Review* 116, (2016): 1461.
- Listokin, Yair. "Equity, Efficiency, and Stability: The Importance of Macroeconomics for Evaluating Income Tax Policy". *Yale Journal on Regulation* 29, (2012): 45.
- Listokin, Yair. "Stabilizing the Economy Through the Income Tax Code". *Tax Notes* 123, (2009): 1575.

- Listokin, Yair. "The Republican Plan to Make the Next Recession Even Worse". *Tax Notes*, 11 de diciembre del 2007.
- Lucas, Robert E. "Econometric Policy Evaluation". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1, n.º 1 (1976): 19-46.
- Lucas, Robert E. "Expectations and the Neutrality of Money". *Journal of Economic Theory* 4, (1970): 103-124.
- Luley, Michael T. y John M. Roberts. "Monetary Policy in a Low Interest Rate World". *Brookings Papers on Economic Activity*, marzo del 2017. http://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/03/5_kileyroberts.pdf
- Luttrell, David, Tyler Atkinson y Harvey Rosenblum. "Assessing the Costs and Consequences of the 2007-09 Financial Crisis and Its Aftermath". *Economic Letter* 8, n.º 7 (septiembre del 2013). <http://www.dallasfed.org/research/eclett/2013/el1307.cfm>
- Mankiw, N. Gregory. *Principles of Economics*, 7.^a ed. Nashville: South-Western College Publishers, 2014.
- Mankiw, N. Gregory. "The Macroeconomist as Scientist and Engineer". *Journal of Economic Perspectives* 20, n.º 4 (2006): 1-26. http://scholar.harvard.edu/files/Mankiw/files/macroeconomist_as_scientist.pdf
- Mansur, Jonathan y Eric A. Posner. "Regulation, Unemployment, and Cost-Benefit Analysis". *Virginia Law Review* 98 (2012): 579-634.
- McKay, Alisdair y Ricardo Reis. "Optimal Automatic Stabilizers", octubre del 2017. <http://www.people.bu.edu/amckay/pdfs/OptStab.pdf>
- McKay, Alisdair y Ricardo Reis. "The Role of Automatic Stabilizers in the U. S. Business Cycle". *Econometrica* 86, (2016): 141-194.
- Medicaid and CHIP Payment and Access Commissions. "Medicaid's Share of State Budget". <https://www.macpac.gov/subtopic/medicaids-share-of-state-budget/>

- Mian, Atif y Amir Sufi. *House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again*. Chicago: University of Chicago Press, 2014.
- Mian, Atif, Amir Sufi y Francesco Trebbi. "Foreclosures, House Prices, and the Real Economy". *Journal of Finance* 70, (2015): 2587-2634.
- Mian, Atif, Kamalesh Rao y Amir Sufi. "Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump". *Quarterly Journal of Economics* 128, (2013): 1687-1726.
- Michaillat, Pascal y Emmanuel Saez. "The Optimal Use of Government Purchases for Macroeconomic Stabilization". NBER Working Paper n.º 21322 (julio del 2015).
- Minsky, Hyman. *Stabilizing an Unstable Economy*. Nueva York: McGraw Hill Professional 2008.
- Mourre, Gill, George-Marian Isbasiou, Dario Paternoster y Matteo Salto. "The Cyclically-Adjusted Budget Balanced Used in the EU Fiscal Framework: An Update". European Commission Directorate – General for Economic and Financial Affairs Economic Paper n.º 478 (marzo del 2013). http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp478_en.pdf
- Mulligan, Casey. *The Redistribution Recession*. Nueva York: Oxford University Press, 2012.
- Mundell, Robert A. "A Theory of Optimum Currency Areas". *American Economic Review* 51, n.º 4 (1961): 657-665.
- Musgrave, Richard A. *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy*. Nueva York: McGraw-Hill, 1959.
- Nakamura, Emi y Jon Steinsson. "Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from U. S. Regions". *American Economic Review* 104, n.º 3 (2014): 753-792.
- National Conference of State Legislators. "State Balanced Budget Requirements". <https://www.ncsl.org/research/fiscal-policy/state-balanced-budget-requierements.aspx>
- Nechio, Fernando. "Monetary Policy When One Size Does Not Fit All". Federal Reserve Bank of San Francisco, 31

- de junio del 2011. <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2011/june/monetary-policy-europe>
- “North Dakota Faces Devastating Budget Shortfall Amid Oil Slump”. *Cavalier County Republican*, 6 de febrero del 2016. <http://www.cavaliercountyextra.com/2016/02/06/north-probably-whishes-they-could-take-back-those-congratulatory-handshakes-they-exchanged-following-the-completion-of-a-budget-for-the>
- Oficina de Administración y Presupuesto. *Fiscal Year 2009: Analytical Perspectives – Budget of the U. S. Government*. Washington, D. C.: United States Government Publishing Office, 2008.
- Oficina de Administración y Presupuesto. *Fiscal Year 2014: Analytical Perspective – Budget of the U. S. Government*. Washington, D. C.: United States Government Publishing Office, 2013. <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BUDGET-2014-PER/pdf/BUDGET-2014-PER.pdf>
- Oficina de Administración y Presupuesto. “Historical Tables”. <https://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>, tabla 2.1.
- Oficina de Censos de Estados Unidos. “Constant Quality (Laspeyres). Price Index of New Single-Family Houses under Construction”. http://www.census.gov/construction/nrs/pdf/price_uc.pdf
- Oficina del Inspector Especial General para el Programa de Alivio de Activos Problemáticos. *Quarterly Report to Congress, April 29, 2015*. Washington, D. C.: Oficina del Inspector Especial General para el Programa de Alivio de Activos Problemáticos, 2015. http://www.sigtarp.gov/Quarterly%20Reports/April_29_2015_Quarterly_Report_to_Congress.pdf, tabla 4.1.
- Oliff, Phil, Jon Shure y Nicholas Johnson. “Federal Fiscal Relief Is Working as Intended”. Center for Budget and Policy Priorities, 29 de junio del 2009. <https://www.cbpp.org/research/federal-fiscal-relief-is-working-as-intended>

- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, *Tax Expenditures in OECD Countries*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, 2012.
- Osborne, Simon. "ECB Backlash: Anger as Fifth of German Firms Face Negative Interest Rates". *Express*, 10 de agosto del 2017. <http://www.express.co.uk/news/world/839565/ECB-European-Central-Bank-Germany-negative-interest-rates-eurozone-economic-powerhouse>
- Ostry, Jonathan D., Prakash Loungani y Davide Fuerciri, "Neoliberalism: Oversold?". *IMF Finance & Development* 53, n.º 2 (junio del 2016). <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/06/pdf/ostry.pdf>
- Owyang, Michael T., Valerie A. Ramey y Sarah Zubairy. "Are Government Spending Multipliers Greater during Periods of Slack? Evidence from 20th Century Historical Data". *American Economic Review* 103, n.º 3 (mayo del 2013): 129-134.
- Paperwork Reduction Act of 1980, Pub. L., n.º 96-511.
- Pardo, Rafael I. "The Undue Hardship Thicket: On Access to Justice, Procedural Noncompliance, and Pollutive Litigation in Bankruptcy". *Florida Law Review* 66, (2014): 2101-2178.
- Pietras, Jennifer. "European Affairs: Austerity Measures in the EU: A Country by Country Table". European Institute. <https://www.europeinstitution.org/index.php/112-european-affairs/special-g-20-issue-on-financial-reform/1180-austerity-measures-in-the-eu>
- "Policy Basics: Federal Tax Expenditures". Center of Policy and Budget Priorities, 9 de abril del 2018. <http://www.cbpp.org/cms/index.cfm?fa=view&id=4055>
- "Policy Lags". *Economic's View*, 5 de diciembre del 2008. <http://economitsview.typepad.com/economits-view/2008/12/policy-lags.html>
- Posner, Richard A. *Economic Analysis of Law*. Boston: Little, Brown, 1973.

- Poterba, James M. "Balanced Budget Rules and Fiscal Policy: Evidence from the States". *National Tax Journal* 48, (1995): 3329-3336.
- Prasad, Eswar y Isaac Sorkin. "Assessing the G-20 Stimulus Package: A Deeper Look". Brookings Institution, 5 de marzo del 2009. <http://www.brookings.edu/research/articles/2009/03/g20-stimulus-prasad>
- R. A., "The Economist Explains: What is Quantitative Easing?". *Economist*, 9 de marzo del 2015. <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/03/economist-explains-5>
- Ramey, Valerie. "Macroeconomic Shocks and Their Propagation". En *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2, editado por John B. Taylor y Harold Uhlig, 71-162. Filadelfia: Elsevier, 2016.
- Ramey, Valerie A. y Sarah Zubairy. "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from U. S. Historical Data". *Journal of Political Economy* 126, n.º 2 (2018).
- Ramirez, Steven A. "The Law and Macroeconomics of the New Deal at 70". *Maryland Law Review* 62, (2003): 515-572.
- Randow, Jana y Simon Kennedy. "Negative Interest Rates". *Bloomberg*, 21 de marzo del 2017. <https://www.bloomberg.com/quicktake/negative-interest-rates>
- Raufield, Nicholas. "National Student Loan Debt Reaches a Bonkers \$1.2 Trillion". *USA Today College*, abril del 2015. <https://www.usatoday.com/story/college/2015/04/08/national-student-loan-debt-reaches-a-bonkers-12-trillion/37401867/>
- Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff. "Growth in a Time of Debt". *American Economic Review* 100, n.º 2 (mayo del 2010): 573-578.
- Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff. "The Aftermath of Financial Crisis". *American Economic Review* 99, n.º 2 (2009): 466-472.

- Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009.
- “Revisiting Notice 2008-83”. Jones Day, diciembre del 2008. <http://www.jonesday.com/revisiting-notice-2008-83-12-19-2008>
- Rognlie, Matthew. “What Lower Bound? Monetary Policy with Negative Interest Rates”. http://mattrognlie.com/negative_rates.pdf
- Rogoff, Kenneth S. “Debt Supercycle – Not Secular Stagnation”. En *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, editado por Olivier Blanchard, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff y Lawrence Summers, 19-28. Cambridge: MIT Press, 2016.
- Rogoff, Kenneth S. *The Curse of Cash: How Large-Denomination Bills Aid Crime and Tax Evasion and Constrain Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press, 2016.
- Ruhm, Christopher J. “Are Recessions Good for Your Health?”. *Quarterly Journal of Economics* 115, n.º 2 (2000): 617.
- Sahm, Claudia R., Matthew D. Shapiro y Joel Slemrod. “Check in the Mail or More in the Paycheck: Does the Effectiveness of Fiscal Stimulus Depend on How It Is Delivered?”. *American Economic Journal: Economic Policy* 4, (2012): 216-250.
- Schechter Poultry Corp. vs. United States, 295 U. S. 495 (1935).
- Schwartz, Alan. “The Case for Specific Performance”. *Yale Law Journal* 89, (1979): 271.
- Schwartz, Alan y Robert E. Scott. “Market Damages and the Economic Waste Fallacy”. *Columbia Law Review* 108, (2008): 1610.
- Schwartz, Barry. “On the Economic Stimulus Package: The ‘Packaging’ Counts”. *Psychology Today*, 1.º de febrero del 2009. <http://www.psychologytoday.com/us/blog/the-choices-worth-having/200902/the-economic-stimulus-package-the-packaging-counts>

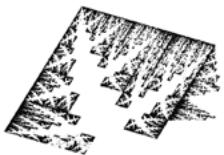
- Sen, Amartya. "The Discipline Cost-Benefit Analysis". *Journal of Legal Studies* 29, (2000): 931-952.
- Sentencia del 16 de junio del 2005, Gauweiler, C-62/14, EU:C:2015:400, <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf;jsessionid=9ea7d2dc30dd19f21764461846cfb192a20f48b716f.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxuQaxf0?text=&docid=165057&pageIndex=0&doclang=en&mode=1st&dir=&occ=first&part=1&cid=660213>
- Shapiro, Matthew D. y Joel Slemrod. "Consumer Response to the Timing of Income: Evidence from a Change in Tax Withholding". *American Economic Review* 85, (1995): 274-283.
- Shoag, Daniel. "The Impact of Government Spending Shocks: Evidence on the Multiplier from State Pension Plan Returns". Job Market Paper (2015).
- Shoag, Daniel. "Using State pension Shocks to Estimate Fiscal Multipliers since the Great Recession". *American Economic Review* 13, n.º 3 (2013): 121-124.
- Shubik, Martin. "A Proposal for a Federal Employment Reserve Authority". Levy Institute Policy Note 2009/5 (abril del 2009). <http://www.levyinstitute.org/publications/a-proposal-for-a-federal-employment-reserve-authority>
- Silber, William L. "Why Did FDR's Bank Holiday Succeed?". *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, julio del 2009, 19-30.
- Slater, Dan. "Barak Obama: "The U. S.'s 44th President (and 25th Lawyer-President!)". *Wall Street Journal Law Blog*, 5 de noviembre del 2008. <https://blogs.wsj.com/law/2008/11/05/barack-obama-the-u-s-45-president-and-24th-lawyer-president/>;
- "Speech by Mario Draghi, President of European Central Bank at the Global Investment Conference in London". European Central Bank, 26 de julio del 2012. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp20726.en.html>

- Staff of Joint Committee on Taxation. "JCX-15-11: Background Information on Tax Expenditure Analysis and Historical Survey on Tax Expenditure Estimate". Joint Committee on Taxation, Congress of the United States, 9 de marzo del 2011, <http://www.jct.gov/publications.html?func=startdown&id=3740>
- Strnad, Jeff. "Some Macroeconomic Interactions with Tax Base Choice". *SMU Law Review* 53, (2006): 171-199.
- "Successfully Austerity in the United States, Europe and Japan", International Monetary Fund Working Paper 12/190, (2012).
- Summers, Lawrence. "The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do about It". *Foreign Affairs*, 15 de febrero del 2016. <https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2016-02-15/age-secular-stagnation>
- Sumner, Scott. "Why the Fiscal Multiplier Is Roughly Zero". Mercatus Center, George Mason University, 11 de septiembre del 2013. <https://www.mercatus.org/publication/why-fiscal-multiplier-roughly-zero-0>
- Super, David A. "Rethinking Fiscal Federalism". *Harvard Law Review* 118, (2005): 2544-2652.
- Talley, Trey. "How Much Do Households Pay for Utilities, Fuels, and Public Services?". <http://efc.web.unc.edu/2016/10/07/households-utilities-fuels-public-services/>
- Taylor, John B. "Reassessing Discretionary Fiscal Policy". *Journal of Economic Perspectives* 14, n.º 3 (2000): 21-36.
- "The Corrective Arm: The Excessive Deficit Procedure". *EUR-Lex*, 22 de febrero del 2016. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:l25020#amdingact>
- "The Low-Rate World", *Economist*, 24 de septiembre del 2016. <https://www.economist.com/news/leaders/21707533-central-banks-have-been-doing-their-best-pep-up-demand-now-they-need-help-low-rate-world>
- "The Wars of Independence: How to Preserve the Benefits of Central Bank Autonomy". *Economist*, 27 de abril del 2017.

- <http://www.economist.com/new/leaders/21721380-twenty-years-after-banck-england-was-given-independence-powers-central-banks-are>
- “There Was a Lawyer, and Engineer and a Politician”. *Economics*, 16 de abril del 2009. <http://www.economics.com/node/134966381>
- “Three Years Later, 90 percent of TARP Housing Relief Remains Unspent”. Think Progress, 25 de julio del 2012. <http://thonkprogress.org/three-years-later-90-percent-of-tarp-housin-relief-remains-unspent-497bbe66eb8e#.1t41pdf1l>
- Tooze, Adam. *Crashed: How A Decade of Financial Crises Changed the World*. Nueva York: Viking Press, 2018.
- Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, 5 de septiembre del 2008, O. J. (C 115) 99.
- Tratado de la Unión Europea (versión consolidada), Tratado de Maastricht, 7 de febrero de 1992, O. J. (C 325/5).
- Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea.
- Trump, Donald J. Memorando a la Secretaría del Estado y a la Secretaría de Defensa, “Presidential Memorandum Regarding Construction of the Keystone XL Pipeline”, 24 de enero del 2017, Casa Blanca. <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2017/01/24/presidential-memorandum-regarding-construction-keystone-xl-pipeline>
- Tucker, Paul. *Unelected Power*. Princeton: Princeton University Press, 2018.
- United States Congress Joint Committee on Taxation. “Estimated Budget Effects of the Revenue Provisions Contained in the Conference Agreement for H. R. 1, The American Recovery and Reinvestment Tax Act of 2009”, 12 de febrero del 2009. <http://www.jct.gov/x-19-09.pdf>
- United States Department of State. “Record of Decision and National Interest Determination: TransCanada Keystone Pipeline, L. P. Application for Presidential Permit, Keystone XL Pipeline”, 23 de marzo del 2017. <http://>

- keystonepipeline-xl.state.gov/documents/organization/269323.pdf
- United States Department of State, Bureau of Ocean and International Environmental and Scientific Affairs. *Executive Summary: Final Environmental Impact Statement for the Proposed Keystone XL Projects ES-22*, 26 de agosto del 2011. <http://keystonepipeline-xl.stategov/documents/organization/182010.pdf>
- United States Environmental Protection Agency. *Regulatory Impact Analysis for Mercury and Air Toxics Standards*, diciembre del 2011. <http://www3.epa.gov/ttnecas1/reg-data/RIAs/matsriafinal.pdf>
- United States Government Accountability Office. "GAO-10-383: Recovery Act – Project Selection and Stars Are Influence by Certain Federal Requirements and Other Factors", 18 de febrero del 2020.
- United States Government Accountability Office. "GAO-12-195: Recover Act – Progress and Challenges in Spending Weatherization Funds", 16 de diciembre del 2011.
- United States House of Representatives Financial Services Committee. "Federal Reserve Reform: The Fed Oversight Reform and Modernization Act (Form act), H. R. 3189". <https://financialservices.house.gov/issueshome/issue/?IssueID=100094>
- Wagstyl, Stefan y Claire Jones. "Germany Blames Mario Draghi for Rise of Rightwing AfD Party". *Financial Times*, 10 de abril del 2016.
- Walker, William N. "Forty Years after the Freeze". *Nixon's Wage and Price Freeze*. <http://noxonswageandprice-freeze.files.wordpress.com/2011/07/forty-yeras-after-the-freeze.pdf>
- Wallach, Phillip A. *To the Edge: Legality, Legitimacy, and the Responses to the 2008 Financial Crisis*. Washington, D. C.: Brookings Institution Press, 2015.
- Wessel, David, Wendy Edelberg, Ben Spielberg, Phillip Swagel, Richard Clarida, John Faust, Louise Sheiner

- y Jared Bernstein. "Are We Ready for the Next Recession?". Panel, Brookings Institution, 21 de marzo del 2016. <https://www.brookings.edu/events/are-we-ready-for-the-next-recession>
- White, Michelle J. "Why Don't More Households File for Bankruptcy?". *Journal of Law, Economics, & Organization* 14, n.º 2 (1998): 205-231.
- Whitman, Charles H. "A New Investigation of the Impact of Wage and Price Controls". *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, (primavera de 1978), 2-8.
- Wills, Jonathan L. y Guangye Cao. "Has the U. S. Economy Become Less Interest Rate Sensitive?". *Economic Review* 100, n.º 2 (2015): 6. <https://www.kansascityfed.org/~/media/files/publicat/econrev/econrevarchive/2015/2q15willis.pdf>
- Winter vs. Natural Resources Defense Council, Inc., 555 U. S. 7, 24 (2008).
- Woodford, Michael. *Interest and Prices*. Princeton: Princeton University Press, 2003.
- Woodford, Michael. "Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier". *American Economic Journals: Macroeconomics* 3, n.º 1 (2011): 1, 33.
- Zeldes, Stephen P. "Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation". *Jounal of Political Economy* 97, (1989): 305-346.
- Zumbrun, Josh. "Four Legal Questions the Fed Would Face If It Decided to Go Negative". *Wall Street Journal*, 10 de febrero del 2016. <https://blogs.wsj.com/economics/2016/02/10/four-legal-questions-the-fed-would-face-if-it-decided-to-go-negative/>



Esta publicación se
compuso en las tipografías
Book Antiqua, PT Sans
y Adobe Garamond Pro.
Se terminó de imprimir en
Bogotá, en febrero del 2025.



Todos los libros de Ediciones Uniandes
a un clic de distancia

Conoce nuestra página web

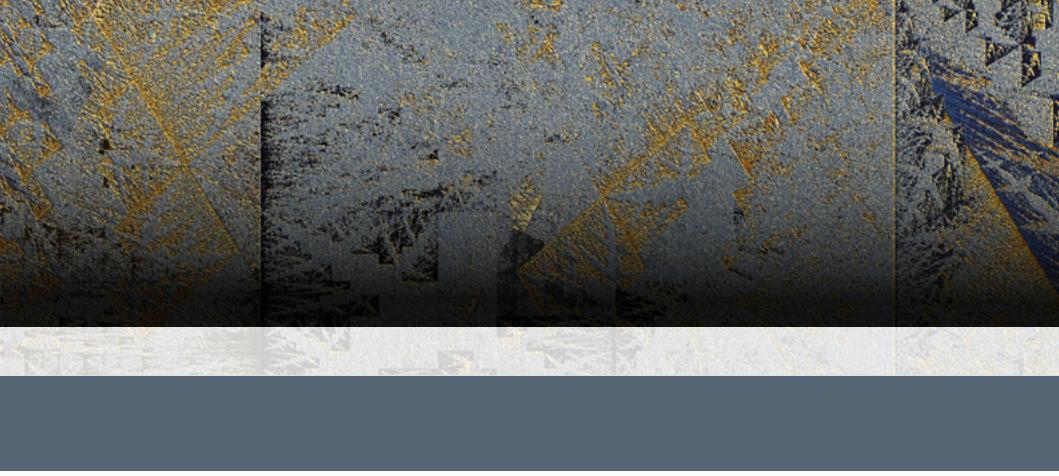


Escanea el código o visita
ediciones.uniandes.edu.co



Universidad de
los Andes | Ediciones Uniandes
Colombia

Vicerrectoría de Investigación y Creación



Después de la crisis económica del 2008, la recuperación del gasto privado tomó casi una década. Yair Listokin sostiene que es posible responder más rápidamente a futuras crisis si se rediseña un enfoque de políticas públicas cuyo éxito probado rara vez se reconoce. Remontándose a las agencias regulatorias del New Deal, Listokin propone considerar seriamente la posibilidad de utilizar el derecho como una herramienta macroeconómica, capaz de estimular la demanda cuando sea necesario y de relajarla cuando exista el riesgo de sobrecalentamiento económico.

Listokin revisa ejemplos positivos y preventivos del New Deal, e incluye el caso del oleoducto Keystone, el programa de compra de bonos con problemas constitucionales develado por el Banco Central Europeo durante la crisis de la eurozona, la actual crisis griega y la experiencia del control de precios de Estados Unidos en 1970. La historia nos ha enseñado que el derecho es un instrumento de política macroeconómica difícil de utilizar, pero Listokin argumenta que, bajo ciertas condiciones, estos instrumentos ofrecen una alternativa válida y decisiva respecto a los brindados por la política monetaria y la fiscal, que llevan la legitimidad de la tecnocracia de los bancos centrales casi hasta su punto de quiebre, mientras que el resto de nosotros esperamos y nos desesperamos.