

Peter Howells*

LA IMPORTANCIA DE KEYNES EN EL NUEVO MILENIO**

Este artículo analiza algunos aspectos de la economía de J. M. Keynes en cuanto a la importancia que puedan tener respecto a un número de cuestiones actuales, en concreto, aquellas a las que se enfrentan los bancos centrales en la segunda mitad de 2008. Especialmente, comprobaremos que la perspectiva de Keynes sobre la importancia que tiene la incertidumbre en las economías monetarias se puede muy bien ilustrar mediante el dilema planteado por la coincidencia de recesión junto a niveles de inflación crecientes. También veremos que esta perspectiva acerca de la relación entre demanda y lo que se describió, de una forma popular, como la «tasa natural» de paro (y de output) necesita de una respuesta radicalmente diferente de la que es probable que persigan los decisores políticos actuales. Sin embargo, ya que los últimos desarrollos en macroeconomía, que realmente son los que informarán a los decisores políticos durante esta crisis, han sido descritos como «un consenso», que presumiblemente incorpora «lo mejor» de las tradiciones keynesiana y de otras en macroeconomía, comenzamos cuestionándonos cuánto hay realmente de «Keynes» en este consenso.

Palabras clave: historia del pensamiento económico, Keynes, bancos centrales, nuevo consenso macroeconómico, dinero, incertidumbre.

Clasificación JEL: E3, E5, E6.

1. Introducción

A menudo se suele considerar que la publicación de la *General Theory of Employment, Interest and Money* de Keynes en 1936 señala el nacimiento de la macroeconomía. Este artículo analiza la importancia que pueden tener los aspectos de la economía de J. M. Keynes para una serie de cuestiones actuales. Éstas se refieren principalmente al tratamiento de la incertidumbre, pero

también se pueden obtener nuevas percepciones de la aportación de Keynes respecto al mercado de trabajo.

«La importancia de Keynes» es un tema que se ha debatido a menudo, especialmente tras el desarrollo de aportaciones macroeconómicas rivales y generalmente hostiles, tales como el monetarismo y la «nueva economía clásica». Sin embargo, volvió a surgir de forma repentina como una cuestión interesante debido a la aparición, en los últimos diez años más o menos, de un conjunto de ideas consideradas como «el nuevo consenso macroeconómico (NCM)» que, como su nombre implica, parece que reconcilia aspectos de estas diferentes posiciones. Si éste es un consenso auténtico y si recon-

* Visiting Professor, Centre for Global Finance, Bristol Business School.

** Traducción de Miguel Ángel Galindo Martín.

cilia las partes más útiles de las escuelas de pensamiento rivales, entonces cabría esperar que debiera incluirse en él lo que Keynes podría haber dicho sobre las condiciones actuales. Sin embargo, un examen detallado del NCM muestra que, aunque existe una importante concesión al Keynes de la *General Theory*, se basa en fundamentos muy poco keynesianos y, más que eso, simplemente ignora gran parte de las ideas de Keynes.

Por lo tanto, en el próximo apartado, comenzamos estudiando con mayor detalle el NCM. En el apartado 3, analizaremos las bases en el NCM que justifican que los cambios en la demanda agregada influyan sobre el nivel de producto. Comprobaremos que, aunque la sensibilidad del producto (y el empleo) a los cambios en la demanda parece indudablemente keynesiana, se basa en fundamentos que fueron rechazados por Keynes.

En el apartado 4 analizaremos las posturas de Keynes sobre la incertidumbre y el papel central que ésta desempeña en una economía monetaria. Comprobaremos que lo que preocupaba a Keynes sobre la incertidumbre tiene una enorme importancia en el estado actual (a mediados de 2008) de la economía y que el fracaso del NCM para tratar la incertidumbre formalmente significa que el NCM es capaz de ofrecer un escaso consejo práctico en las circunstancias actuales.

Veremos en el apartado 5 que la aceptación por parte del NCM de una tasa «natural» de paro (o nivel de producto) es profundamente antikeynesiano. Sería también de escasa importancia operativa, pero, según nos indica la experiencia, estimulará a los bancos centrales a seguir políticas deflacionistas inadecuadas, con importantes pérdidas de bienestar.

En el apartado 6 se recogen las conclusiones.

2. El «nuevo consenso»

Como implica su nombre, el NCM reivindica el haber reconciliado elementos (presumiblemente los más útiles) de diversos enfoques macroeconómicos. Este consenso ha sido construido en gran medida sobre una base pragmática, tanteando la política monetaria que se

ha elaborado y puesto en práctica. Es como si la experiencia fuera la que indicara el camino a seguir y la teoría la siguiera con un razonamiento (que en ocasiones parece indudablemente *ad hoc*). En vista de lo que sigue a continuación, merece la pena señalar que esta experiencia se adquirió durante el período en el que existían condiciones económicas relativamente benévolas.

Charles Bean (2007) proporciona los siguientes aspectos como las principales características del NCM. Resulta obvia la estrecha relación con la elaboración de la política:

— A largo plazo, la política monetaria no tiene efectos reales.

— A corto plazo, las rigideces nominales crean una relación entre producto e inflación.

— La política monetaria es el principal medio para influir sobre la demanda agregada.

— Los resultados de la política se mejoran con un banco central independiente.

— Los fines (un objetivo de inflación específico) importan más que los medios (objetivos intermedios).

— El manejo de las expectativas es esencial.

— El instrumento de política es el tipo de interés nominal a corto plazo establecido por el banco central.

Desde un punto de vista formal, el NCM se representa generalmente mediante tres ecuaciones¹ que se denominan en ocasiones colectivamente como el modelo IS-PC-MR. La primera de ellas es una *ecuación IS*:

$$Y_{t+1} = A - \phi r_t \quad [1]$$

¹ Esta representación del modelo se basa en CARLIN y SOSKICE (2005). El mismo modelo se explica de una forma más breve en CARLIN y SOSKICE (2006) aunque un modelo muy similar se encuentra en BOFINGER, MAYER y WOLLMERHÄUSER (2006). Los lectores que estén atentos se darán cuenta de que esta versión del modelo incorpora sólo un retardo, que va desde el establecimiento del instrumento de interés a un cambio en el *output gap*. En otras palabras, el modelo supone un nexo contemporáneo entre el *output gap* y la inflación, cuando otro retardo sería probablemente más realista.

Donde Y_{t+1} es el producto en el próximo período, A es la demanda autónoma y r_t es el tipo de interés real, ambos en el período actual.

La segunda es la *curva de Phillips* a corto plazo:

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha(Y_{t+1} - Y^*) \quad [2]$$

Donde la tasa de inflación depende de la existente en el período anterior, modificada por el grado de presión por parte de la demanda agregada mostrado por la diferencia (positiva o negativa) entre el nivel actual de *output* y algún nivel de «equilibrio» o «natural», Y^* .

Entonces, necesitamos una tercera ecuación que establece el tipo de interés r_t . Ésta podría adoptar la forma de una regla de Taylor o podría expresarse de una forma más general como el tipo de interés que minimiza una función de pérdida de la clase:

$$L = (Y_{t+1} - Y^*)^2 + \lambda(\pi_{t+1} - \pi^T)^2 \quad [3]$$

sujeta a la *curva de Phillips* en la ecuación [2]. Téngase en cuenta la importancia que tiene aquí el término λ . Con $\lambda = 1$ el decisor político soporta pérdidas iguales cuando el *output* o la inflación se desvían del objetivo. Con $\lambda > 1$, se proporciona un mayor peso a la pérdida de inflación que a la del *output*. El decisor político tiene «aversión a la inflación». Al sustituir la *curva de Phillips* en la función de pérdida y diferenciando respecto a Y , tenemos:

$$\frac{\partial L}{\partial Y} = (Y_{t+1} - Y^*) + \alpha\lambda [\pi_t + \alpha(Y_{t+1} - Y^*) - \pi^T] = 0 \quad [4]$$

Sustituyendo la *curva de Phillips* en esta ecuación, tenemos:

$$(Y_{t+1} - Y^*) = -\lambda\alpha(\pi_t - \pi^T) \quad [5]$$

Ésta es la tercera ecuación del modelo, conocida como la *ecuación MR-AD*², donde MR significa «la regla

monetaria». Muestra la relación de equilibrio entre el nivel de *output* (elegido por el decisor político a la vista de las preferencias y de las restricciones) y la tasa de inflación³.

Estas ecuaciones pueden representarse de una forma útil en un diagrama con dos gráficos como el del Gráfico 1.

Tal y como está dibujado, el Gráfico 1 muestra una economía en pleno empleo. Ante el tipo de interés r_0 , el nivel de demanda agregada (recogida en la curva IS) es el suficiente para que el *output* a largo plazo se sitúe en su nivel natural. No existe una presión inflacionaria o deflacionaria. Además, la inflación se sitúa en su tasa objetivo, π^T , que nos indica que la inflación debe ser estable a dicha tasa ya que coincide con la inflación del período anterior. Ya que se dibuja la *curva de Phillips* a corto plazo para un valor determinado de la inflación retardada, ésta se dibuja de tal forma que corta la LRPC en π^T . En ese momento, la *curva MR-AD* es redundante. Pero si introducimos un *shock* inflacionista (supongamos que SRPC se mueve a SRPC') la *curva MR-AD* nos indicará la combinación de *output* e inflación (sobre la nueva SRPC) que el decisor político escogería como el primer paso para reducir la inflación y llevarla a su tasa objetivo. Desde esta intersección podemos comprobar en la *curva IS* el tipo de interés que es necesario para alcanzar este nivel de deflación.

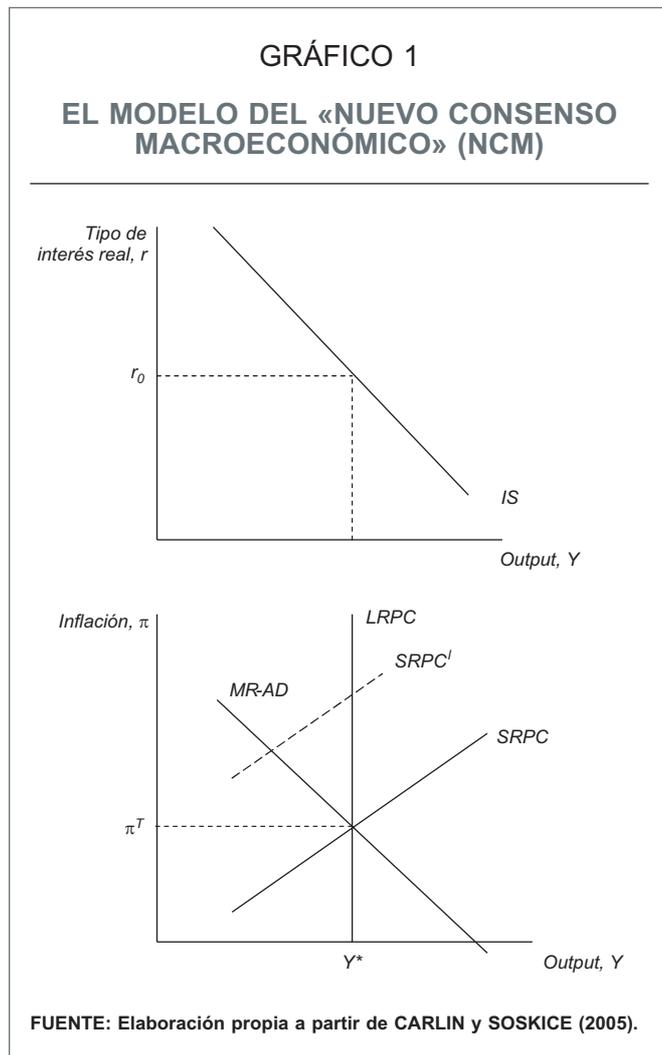
¿Cómo, en todo caso, se relaciona esto con la economía de Keynes?

El punto más obvio es que los cambios inducidos por la política en la demanda agregada *pueden* cambiar el nivel de *output*. De hecho, la explicación de la inflación en este modelo depende de los cambios en la demanda agregada y en el *output*. Simplemente no hay manera

demanda agregada. Pero es importante tener en cuenta que la relación expuesta por la curva MR es elegida por el decisor político. Esto contrasta con la curva de demanda agregada convencional que representa el comportamiento de los agentes en general.

³ La curva MR se desplazará (y cambiará la pendiente) cada vez que el decisor político cambie de preferencias.

² Se la denomina de esta forma porque la curva vincula la tasa de inflación con el nivel de *output* y, por consiguiente, parece una curva de



de que las autoridades puedan mantener un nivel estable de precios *sin* que se ajusten la demanda y el *output*. Teniendo en cuenta que, en la práctica, la mayoría de los bancos centrales han adoptado el hábito de cambiar el tipo de interés mediante pequeños incrementos de 25 puntos básicos, casi podría decirse que el modelo adopta un grado muy fino de ajuste. Téngase también en cuenta que, aunque el modelo incorpora un nivel de *output* «natural» determinado por el lado de la oferta, la demanda agregada puede alcanzar niveles de *output* que exceden el nivel natural al menos en períodos cortos. Que el *output* varíe con la demanda agregada y que la política pueda emplearse para ajustar el nivel de de-

manda es una de las mayores concesiones al pensamiento keynesiano, cualquiera que sea su base.

Otro elemento aparentemente keynesiano del modelo es el reconocimiento de que el instrumento de la política es el tipo de interés: hablando en sentido estricto, el tipo de interés al que el banco central oferta liquidez al sistema bancario. Al ser dado el uso de este tipo de interés como el instrumento de la política, entonces la oferta monetaria se determina endógenamente. Como es bien sabido, parece que Keynes en la *General Theory*, trata la oferta monetaria como una variable exógena. Sin embargo, como Dow (1997) ha señalado, existe una diferencia entre suponer que una variable sea *dada* por motivos de exposición, y suponer que pueda ser dirigida a cualquier posición determinada de la mano de un agente externo. Uno de los temas más importantes de la *General Theory* es la manera en la que la incertidumbre puede desempeñar un papel relevante en las economías monetarias y la demanda de dinero es un canal a través del cual sucede. Para explicarlo, Keynes tuvo que mantener la cantidad de dinero fija, pero un coste importante de hacerlo fue la introducción posterior del supuesto de que la oferta monetaria era, al menos en principio, determinada exógenamente. Esto fue incorporado en el componente LM del modelo IS-LM de Hicks (1937) y Hansen (1953, capítulo 7), con el resultado de que dos generaciones de estudiantes aprendieron erróneamente que: a) los bancos centrales podían variar la cantidad de dinero en sentido amplio mediante ajustes en la base monetaria, y b) que el mecanismo de transmisión de la política monetaria se centraba en «los efectos del saldo real». Que Keynes era consciente de que los bancos creaban dinero en sentido amplio a través del préstamo y de que el instrumento de la política monetaria es el *precio* y no la *cantidad* de dinero resulta claro en el *Tract on Monetary Reform* (1921), en los dos volúmenes de *A Treatise on Money* (1930), en sus contribuciones a los debates del Macmillan Committee (1931) y en su ensayo *Economic Consequences of Mr. Churchill* (1925). Al ofrecer a los estudiantes una versión de la «macroeconomía sin la curva LM», el modelo

IS-PC-MR y el nuevo consenso están más próximos al espíritu de Keynes⁴, por no decir nada de su reconocimiento del realismo en la elaboración de las políticas.

3. Demanda y *output*

Acabamos de ver que el nuevo consenso se elaboró alrededor del reconocimiento de que la política puede tener influencias reales y de que los decisores políticos tendrán que aprovechar estos efectos reales en la persecución de la estabilidad del precio. En el NCM estos efectos se describen como si ocurriesen en «el corto plazo» y se representan por la *curva de Phillips* «a corto plazo» cuya pendiente es ascendente en el espacio inflación-*output*. Esto era lo que se mostraba en la ecuación [2]:

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha(Y_{t+1} - Y^*) \quad [2]$$

donde α es la pendiente, y la posición de la curva se altera con la tasa de inflación que proviene del período anterior.

Operando en [2] para encontrar el nivel de *output*, obtenemos la ecuación [6], que es más fácilmente reconocible como una curva de oferta agregada a corto plazo:

$$Y_{t+1} = Y^* + \frac{1}{\alpha}(\pi_{t+1} - \pi_t) \quad [6]$$

en la que el *output* varía como resultado de la brecha existente en la inflación en dos períodos contiguos.

Resulta instructivo comprobar cómo se explica en el nuevo consenso el papel que desempeña esta brecha de inflación y compararla después con el razonamiento de Keynes en la *General Theory*. Esencialmente existen

dos formas en las que los niveles diferenciales de inflación pueden vincularse al nivel de *output*. Aunque ambas producen el mismo resultado final (y, por lo tanto, podría considerarse que significan la misma cosa) se diferencian en gran medida en el detalle y también, quizás, en la verosimilitud.

Si en la ecuación [6] reemplazamos la tasa de inflación actual π_t , por la tasa de inflación *esperada* π^e , entonces tenemos la curva «sorpresa» de oferta agregada de Lucas. En este razonamiento, los agentes esperan una tasa de inflación dada y realizan contratos (incluyendo los salariales) sobre esa base. Se supone que el salario real que se desea es el salario real de equilibrio, en el que el mercado de trabajo se equilibra y no hay paro involuntario. Si resulta que la tasa de inflación que se encuentra posteriormente (la tasa *real*) es mayor que la esperada, entonces esto equivale a un salario real menor que el que se buscaba y de esta forma, mientras el salario real esté por debajo del nivel que se desea (y de equilibrio), el empleo será más elevado y también lo será el *output*.

Téngase en cuenta que el *output* difiere de su equilibrio porque los agentes están «sorprensidos» por la tasa de inflación que encuentran. «Sorpresa» tiene dos significados. En primer lugar, y obviamente, es el error de expectativa. Pero «sorpresa» es de nuevo relevante cuando preguntamos cómo sucede este error. Detrás de la curva de oferta agregada de Lucas está la creencia de que los agentes realizan el esfuerzo de utilizar toda la información relevante para formar expectativas, ya que un fallo provoca una pérdida de oportunidades y, por lo tanto, infringen los supuestos de los agentes racionales y maximizadores (Lucas, 1972). Definir la formación de expectativas de esta manera como «expectativas racionales» significa que, ante expectativas racionales, los agentes no cometerán errores *sistemáticos* en sus predicciones que, por lo tanto, serían correctas, por término medio. De esta forma, normalmente no habría errores de expectativas. Sin embargo, aparecerán errores generalizados si el decisor político puede dar «una sorpresa» a la hora de *conducir la política*. Por

⁴ Si se dispusiera de más espacio, podría también demostrarse que el modelo IS-PC-MR es más sensible a la insistencia que hace Keynes sobre la importancia que tiene el tiempo, mientras que en IS-LM todo se determina de forma simultánea. Aquí hemos simplificado la descripción del modelo al admitir sólo un retardo temporal pero no supone ningún problema añadir un segundo retardo desde el *output* a la inflación.

ejemplo, esto puede significar una política expansiva donde nada se anticipaba. Pero está en la esencia de las expectativas racionales que los agentes aprenden y lo hacen rápidamente, de tal manera que las sorpresas (en ambos sentidos) llegan a ser cada vez más escasas. Al final, las personas no pueden ser engañadas.

La debilidad en esta línea de pensamiento concreta radica en que predice que cualesquiera fluctuaciones en el *output* serían aleatorias y no correlacionadas en serie aunque la evidencia nos indica que se suceden los auges y las recesiones y que son persistentes, y también que los cambios en la política tienen efectos y que éstos no parece que han disminuido a lo largo del tiempo como cabría esperar si los agentes aprendieran de ellos. Es más, esto sigue siendo cierto incluso en épocas en las que la información sobre el estado de la economía, incluyendo la tasa de inflación y la actitud de la política actual, está disponible de una forma mucho más amplia y barata de lo que solía. Como Goodhart (1989, página 312) señaló, hace veinte años, «¡Nadie propone seriamente... que el paro, los ciclos de producción, etcétera, pueden mejorarse significativamente proporcionando datos más frecuentes y más completos sobre los movimientos de precios!».

Más recientemente, la atención se ha apartado de la idea de que los agentes pueden tener un conocimiento deficiente y se ha dirigido hacia la posibilidad de que, aunque estén bien informados, pueden no ser capaces de llevar a la práctica sus creencias, o al menos, que les resulta muy costoso hacerlo de una forma inmediata. Existen diferentes facetas en esta literatura que incluyen la idea de los costes de menú (Mankiw, 1985) y la práctica de los precios de ajuste «escalonados» (Taylor, 1999, Calvo, 1983). Si estas causas de «rigidez de precios» se combinan con el comportamiento de las empresas que operan bajo condiciones de algún grado de monopolio, entonces puede demostrarse que estas rigideces de los precios nominales pueden causar ajustes bastante grandes del *output* cuando se producen cambios en la demanda (Blanchard y Kiyotaki, 1987).

Dado que una curva de oferta agregada con pendiente creciente tiene un carácter claramente «keynesiano», ¿cómo se compara la explicación NCM de los precios rígidos más competencia monopolística con el argumento original de Keynes? De hecho, existen pocos puntos de contacto, si es que hay alguno. Se ha criticado en gran medida que la *General Theory* tenía «débiles fundamentos micro». Por ejemplo, respecto a la importancia de la competencia monopolística, sabemos que Keynes consideraba que las estructuras del mercado eran irrelevantes para la principal idea de su argumento. En la página 245 de la *General Theory* considera «como dado» el grado de competencia, suponiendo que, en principio, las estructuras del mercado son irrelevantes⁵.

La rigidez de los precios dejaba de ser relevante, pero para mostrar esto necesitamos analizar el corazón del argumento de Keynes. Éste era que las economías modernas estaban caracterizadas por dos elementos obvios. Uno era el uso del dinero y el otro era que (para la inmensa mayoría de los trabajadores) «empleo» significaba ser contratados por una empresa, esto es, vender el trabajo de una persona en un mercado. Desde el punto de vista agregado, las empresas contratarían un determinado volumen de trabajo pensando que los ingresos esperados cubrirían al menos los costes del empleo. El inicio del problema radicaba en que, a medida que el volumen de empleo aumentase, los ingresos *esperados* no lograrían seguir el ritmo de los ingresos *necesarios*, porque el ahorro aumentaría al ser una función de la renta. Esto no sería un problema si el ahorro se convirtiera *automáticamente* en gasto de inversión (la base de la Ley de Say), pero en una economía mo-

⁵ Harcourt denuncia que en la correspondencia con Keynes después de la publicación de la *General Theory*, Bertil Ohlin comentó que casi parecía que Keynes nunca hubiera hablado a Mrs. [Joan] Robinson, o que no hubiera leído su teoría de la competencia imperfecta. Harcourt continúa señalando que «... Keynes dijo que estaba muy perplejo respecto a sus comentarios sobre esto, ya que había mostrado sus pruebas a Mrs. Robinson y ella nunca había sugerido la competencia imperfecta, y él no veía por qué era relevante» (HARCOURT, 1992, página 3). Véase también SHAPIRO (1997).

netaria no hay garantía de esto, ya que el ahorro podría mantenerse en forma de dinero. La demanda *efectiva* —los ingresos en dinero que las empresas esperan de un determinado volumen de empleo, llega a ser deficiente. Se añade a esto el hecho de que el cambio monetario despliega todo tipo de posibilidades respecto a la incertidumbre (de las que nos ocuparemos con más detalle en el próximo epígrafe), entonces «la preferencia por la liquidez» impediría que el tipo de interés condujera a la igualdad entre el ahorro y la inversión. En efecto, tenemos lo que Leijonhufvud (2006) denomina lo dos fallos de coordinación, que tienen que ver ambos con el dinero. Por un lado, existe el problema de los tipos de interés y el nexo ahorro-inversión; por otro lado, aunque los trabajadores pueden desear trabajar a los niveles salariales reales (y monetarios) establecidos, mientras sean empleados y escasee la renta *monetaria*, las empresas no desearan contratarlos⁶.

¿Cómo se relaciona esto con los salarios y los precios? Keynes dice explícitamente: «... a todo valor de [empleo] le corresponde una productividad marginal de trabajo en las industrias de bienes salariales; y esto es lo que determina el salario real... La propensión a consumir y la tasa de la nueva inversión determinan entre ellos el volumen de empleo, y el volumen de empleo está únicamente relacionado con un nivel determinado de los salarios reales — *no al revés*». (Keynes, 1936, página 29, énfasis añadido). Si el nivel de empleo se sitúa por debajo del de pleno empleo, entonces, en un gráfico del mercado de trabajo en el que aparece el salario real, ciertamente los trabajadores abandonarán sus curvas de oferta y el salario real será «demasiado alto». Habrá muchos trabajadores que desearán trabajar a un salario real menor, lo que es equivalente a decir que habrá muchos trabajadores que desearán trabajar al salario *monetario* existente, si decimos que el nivel de

precios fuese a aumentar, lo que ocurriría si hubiera un incremento de la demanda efectiva —ya que las empresas se encuentran en la parte de la pendiente ascendente de sus curvas de costes medios—. La alternativa —reducir el salario real mediante la disminución de los salarios monetarios— podría fácilmente empeorar las situaciones, ya que: (a) esto simplemente reduce la capacidad de gasto de los trabajadores existentes, con el resultado de que la demanda efectiva podría realmente reducirse, y (b) una deflación general incrementa el valor real de las deudas y casi con certeza tiene un efecto negativo sobre las expectativas. No se sugiere aquí que un cambio en la demanda agregada afecte al *output* y al empleo debido a que los precios son rígidos: de hecho, es lo contrario.

4. Dinero e incertidumbre

En su *Treatise on Money* (1930) Keynes había argumentado que las fluctuaciones en la actividad económica se explicaban en parte por las fluctuaciones de optimismo y pesimismo. En la fase ascendente, los rendimientos de la inversión *esperados* por las empresas irían por delante del tipo de interés del mercado mientras que el tipo de mercado iría por detrás. Aunque las decisiones de inversión podrían tener el aspecto de un fundamento racional (el descuento de una corriente futura de renta para encontrar su valor presente), el problema era que no se conocía la corriente futura de renta y, por lo tanto, tenía que anticiparse. Dicha corriente futura era incierta y esto permitía que se introdujera el cálculo de los factores psicológicos.

Ya que el propio Keynes había publicado antes (1921) un *Treatise on Probability* en el que distinguía diferentes tipos de incertidumbre, es natural suponer que ésta era la base para el énfasis con el que más tarde realizará sus intentos para desenredar el ciclo económico. Pero, como Laidler (2006, página 46) señala, Keynes empleó muy poco estas ideas en los años veinte del pasado siglo y en el momento en el que volvió a ellas en 1930, Frederick Lavington (1922) había planteado dichas cuestiones es-

⁶ Por el contrario, en una economía de trueque, los trabajadores se ofrecerían a trabajar a cambio de los bienes producidos por los patronos. Desaparece este problema especial de coordinación.

pecíficamente en un contexto de ciclo económico. Lavington señaló que cuanto más largo fuese el horizonte de la decisión de inversión, más propenso se era a cometer un error, y que los errores de optimismo y pesimismo estarían del mismo modo correlacionados entre los agentes y podrían tener además consecuencias que generasen una correlación serial, o persistencia.

Estas ideas saltaron a primer plano en el capítulo 12 de la *General Theory* donde Keynes argumenta que las características de los mercados financieros modernos parece que pueden empeorar estos problemas. El problema principal es que los mercados en los que las acciones se comercian de una forma activa y barata y en los que hay un elevado grado de liquidez, permiten a las personas disponer de sus ahorros sin tener que realizar un compromiso a largo plazo. A primera vista, esto es beneficioso, ya que parece estimular el ahorro. Pero, por desgracia, también significa que las perspectivas de ganancias y de pérdidas a corto plazo como resultado de las fluctuaciones del mercado vienen a dominar las opiniones de los agentes sobre cómo ahorrar, a costa de considerar las perspectivas a largo plazo respecto a los proyectos de inversión. Esta es la base de la famosa observación de Keynes de que «cuando las decisiones de inversión se realizan en un casino es probable que el trabajo se lleve a cabo mal».

Otra cuestión que plantea Keynes en el capítulo 12 es la de «qué queremos significar precisamente por incertidumbre». Existe la incertidumbre circundante, por ejemplo, el resultado de lanzar una moneda (una actividad ampliamente utilizada como una introducción de la incertidumbre en los mercados financieros). En este caso, el grado de incertidumbre puede captarse con exactitud mediante la referencia a la media y a la desviación típica de un repetido número de experimentos. Si *sabemos* que el valor medio *tiene* que ser 0,5, la sensación de que los resultados son inciertos es extremadamente limitada. La incertidumbre es casi trivial. En palabras de Keynes

«... por regla general, tenemos sólo una idea sumamente imprecisa de las consecuencias de

nuestros actos, salvo de las más directas, ... Acuso a la teoría clásica de ser una de esas técnicas bonitas, amables, que tratan de ocuparse del presente haciendo abstracción del hecho de que sabemos muy poco acerca del futuro» (Keynes, 1937/1973, páginas 112-113).

Por el contrario, cuando se refiere a las decisiones de inversión, muchas de las incertidumbres serán de una clase fundamentalmente diferente, que no es susceptible de un cálculo probabilístico. Esto era a lo que hacía alusión Lavington en su observación de que las decisiones propendían más a ser erróneas conforme aumentaba el horizonte temporal. Pero también tiene que ver con la reiteración o singularidad de los acontecimientos (en cuyo grado el mundo es «ergódico» o «no ergódico» en la terminología de Paul Davidson). Keynes empleó el ejemplo de la posibilidad de una futura guerra europea, pero si hubiéramos escrito justamente hace un año, podríamos habernos preguntado: ¿cómo se elabora en los negocios una opinión acerca de la posibilidad de que el *boom* crediticio actual finalice de forma repentina, y cuándo? En este momento, disponemos de un ejemplo incluso más convincente. Existe una incertidumbre extendida acerca de la tendencia futura de los tipos de interés en el próximo año debido a la coincidencia inesperada de una inflación creciente con una reducción marcada en la actividad económica. Esta incertidumbre procede de los propios bancos centrales, lo que es ampliamente admitido, y es acerca de las evoluciones futuras. Podría suceder que los efectos negativos de la crisis del crédito tuvieran un efecto deflacionario mayor, aumentando, no obstante, los precios de los bienes. Esto implicaría la necesidad de que el tipo de interés fuera estable o que se redujera. Por otro lado, podría no suceder así. Los propios efectos negativos podrían ser menores, o su impacto sobre la demanda podría ser menor que el que podría anticiparse, en cuyo caso la inflación dominará y podremos lamentar no haber aumentado los tipos de interés en 2008. Téngase en cuenta que un cambio en los tipos de interés *ahora*, tiene su

efecto completo comprendido entre dieciocho meses y dos años en la mayoría de los modelos de bancos centrales. Sencillamente no hay forma de realizar un cálculo probabilístico sobre una conjugación de acontecimientos que es realmente única.

¿Cómo se las arreglan los agentes en estas circunstancias? De acuerdo con Keynes, son habituales dos reacciones. Una es confiar en el convencionalismo y suponer que el futuro reproducirá exactamente el pasado, aunque esto no es de gran ayuda cuando nos encontramos, como sucedía antes, en un territorio desconocido. Otra es seguir a la multitud, sentir que hay seguridad en los números. Ésta era la base de la famosa comparación de Keynes entre las decisiones financieras y el concurso de belleza. El ganador es una persona (inversor) que no selecciona la cara más bonita (el mejor activo a largo plazo) sino la cara (acciones) que todo el mundo piensa que es la mejor. Y también de esta observación se señala que no merece la pena pagar 25 por una inversión que se considera que vale 30 si se tienen razones para pensar que el mercado la valorará a 20 mañana (Keynes, 1936, página 155).

Seguir a la multitud, o confiar en el convencionalismo, es a lo que se refiere en la actualidad la economía del comportamiento como «lo heurístico» (Mullainathan y Thaler, 2001). Estas son *rules of thumb* empleadas por los decisores políticos para recurrir a escenarios muy complejos y difíciles o donde las decisiones tienen que tomarse de una forma muy rápida. Muchas de ellas tienen su origen en la psicología experimental. Dos heurísticas importantes, que están ahora bien establecidas, son el «conservacionismo» (Edwards, 1968) y la «representatividad» (Tversky y Kahneman, 1974). Juntas muestran (como resultado de la experimentación) que las personas son más lentas a la hora de modificar o actualizar su entendimiento de lo que se requiere por la evidencia, pero, una vez que cruzan este umbral, contemplan lo que pueden ser sucesos aleatorios como si confirmasen una tendencia. Los que realizan experimentos *saben* que el experimento clásico de lanzar una moneda resulta inadecuado en el sen-

tido de que tiene, digamos, un sesgo de 70-30. Pero los sujetos no saben de qué manera está sesgado: 70 por 100 de caras o 70 por 100 de cruces. Por lo tanto, por lo que se refiere a los sujetos, la probabilidad de cada sesgo es de 0,5. El experimentador empieza entonces a lanzar la moneda (que supondremos que está sesgada hacia las caras). En cada lanzamiento sucesivo, el resultado es el mismo y se pide a los sujetos después de cada lanzamiento que den su estimación de la probabilidad de que el sesgo sea cara. Previsiblemente, su estimación de la probabilidad, comenzando en 0,5, aumentará con bastante rapidez en vista de los resultados repetidos de caras. Pero lo sorprendente es que en las etapas iniciales no aumenta tan rápido como «debería» si los sujetos siguieran los verdaderos principios bayesianos. Es igualmente interesante descubrir que después de unos pocos lanzamientos la estimación baja de la probabilidad bayesiana pasa a ser una estimación excesiva. Los lanzamientos iniciales en una serie no parece que tengan el impacto que estaría justificado, mientras que las últimas se toman como evidencia de que el mundo es más cierto de lo que realmente es. Lo primero es la evidencia del «conservadurismo»: las noticias tienen que repetirse hasta que se aprecia su importancia real. Lo segundo es la evidencia de la «representatividad»: si las noticias se repiten lo suficiente, se considera que pertenecen a una tendencia y se discute la posibilidad de la aleatoriedad.

No resulta difícil comprobar cómo estas tendencias podrían trasladarse al contexto financiero. Por ejemplo, supongamos que los inversores tienen una postura especial sobre una empresa y el valor de su *stock*. Entonces reciben noticias sobre la empresa a las que su respuesta es menor que la que sería en el caso de que actuaran de acuerdo con los verdaderos principios bayesianos. Pero las noticias siguen llegando y finalmente se interpretan equivocadamente, como parte de la tendencia que va a continuar constantemente. En la primera fase, los inversores reaccionan de una forma insuficiente a las noticias y en la segunda fase lo hacen de una forma exagerada.

La prueba de que esto es lo que sucede en realidad proviene de los numerosos estudios realizados, pero los más fáciles de entender son aquéllos en los que un título que sufre un período de escasas noticias posteriormente da mayores beneficios que los que eran objeto de buenas noticias. Esta evidencia sugiere que las empresas con buenas noticias consistentes y ganancias han llegado a estar sobrevaloradas mientras que los títulos que proporcionaban malas noticias han estado infravalorados. Por lo tanto, los inversores pueden conseguir rendimientos anormales apostando en contra de esta reacción excesiva a las noticias mediante la compra de los títulos que conllevan malas noticias y vendiendo los que comportan buenas noticias. El mejor conocido de estos estudios fue elaborado por De Bondt y Thaler (1985) quienes, para cada año a partir de 1933, construyeron una cartera («perdedores») de los títulos que tuvieron los peores comportamientos y una cartera («ganadores») con los que tuvieron el mejor comportamiento, en función de los resultados conseguidos en los tres años anteriores. Entonces, calcularon el comportamiento de cada cartera de valores en los cinco años posteriores a su formación. Estimando la media de los resultados tomando las aproximadamente cincuenta carteras «ganadoras» y las cincuenta «perdedoras», mostraron un rendimiento claramente superior para las «perdedoras». Es imposible no concluir que las carteras que conllevaban buenas noticias habían sido sobrevaloradas, mientras que las que conllevaban malas noticias habían sido infravaloradas.

La relevancia que tiene dicha heurística para la situación presente es obvia. En primer lugar, la idea de que las valoraciones de los mercados financieros actuales representan un cálculo racional y bien informado de los valores fundamentales es sumamente improbable. Si la heurística «inercia/reacción excesiva» es correcta, es mucho más verosímil que los agentes fueran lentos a la hora de responder a las señales repetidas de problemas que los mercados de crédito y sus participantes daban a finales de 2007, y que en la actualidad hayan reaccionado en exceso, habiendo reconocido finalmente esta in-

formación como negativa pero siendo incapaces de evaluarla sensatamente.

5. El «largo plazo» y la «tasa natural»

Ya hemos observado que el nuevo consenso surge para incorporar una de las piezas más importantes del pensamiento keynesiano —que los cambios en la demanda provocarán alteraciones en el empleo y en el *output*— si bien sólo en el corto plazo, y basándose en un razonamiento muy poco keynesiano. Sin embargo, el mayor punto de conflicto sigue siendo la exigencia del modelo de que a «largo plazo», el *output* se limita a un nivel «natural». Los aumentos en la demanda agregada que intentan situar a dicho *output* más allá de dicho nivel, al final dan lugar a un aumento en la tasa de inflación y a una vuelta del *output* (y del empleo) a su tasa natural. Cómo y por qué se produce este ajuste depende de qué mecanismo es el responsable de la pendiente ascendente de la SRPC. Si son las expectativas erróneas las que conducen a una reducción en el salario real, el *output* retornará a su nivel natural tan pronto como las expectativas se ajusten y los agentes cierren los tratos que restablecen el salario real (más elevado) deseado. Sin embargo, si el problema son los precios rígidos más que la información, entonces el *output* volverá a su nivel natural cuando las pérdidas sufridas por no cambiar los precios superen los costes de llevar a cabo el ajuste. Es en este punto en el que el consenso coincide con la economía clásica: el dinero es neutral, a menos a largo plazo.

Es bien conocida la postura de Keynes respecto al largo plazo; de hecho, mejor conocida que la mayoría de sus principios económicos:

«... este *largo plazo* es una guía confusa para los asuntos actuales. En el *largo plazo* todos estamos muertos. Los mismos economistas se plantean una tarea muy sencilla y demasiado inútil, si en las temporadas tormentosas sólo pueden decirnos que cuando pasa la tormenta el océano vuelve a estar en calma» (1923, página 65, énfasis en el original).

Esta cita aparece en el *Tract on Monetary Reform* donde la macroeconomía de Keynes se apoya todavía en Marshall y en la teoría cuantitativa del dinero. Pero muestra que se estaba irritando respecto a la atención que presta la economía contemporánea a las condiciones de equilibrio a largo plazo, que limitaban de una forma muy importante su relevancia para la política.

Ahora bien, existen dos formas de examinar esta cuestión, que podríamos diferenciar entre histórica y lógica. La primera se encuentra tras la pregunta inocente del estudiante, «¿Cuánto es de largo el largo plazo?». Éste es el tratamiento del largo plazo como un período auténtico al que podemos llegar finalmente aunque fuera un largo camino en el futuro. Esto *puede* ser lo que quería decir Keynes en 1923. Estas condiciones ideales pueden suceder en algún momento en el futuro, pero no sabemos cuándo, podrían tardar mucho tiempo y tenemos que hacer algo práctico mientras tanto. Ésta es una postura que bien podría resultar atractiva para *algunos* banqueros centrales y decisores políticos que creen que siempre están actuando a corto plazo, zarandeados por una perturbación tras otra, y que, aunque la existencia de niveles y de tasas a largo plazo y naturales sea una posibilidad interesante, lo que importa aquí y ahora es la pendiente y la posición de la SRPC.

El significado alternativo, que Keynes puede haber expresado de forma irónica, es que el concepto de largo plazo es un recurso lógico para asegurar que el argumento será vencedor al vincular la verdad de la conclusión con la virtud de los supuestos que se hacen. Analizado de esta forma, el «largo plazo» se refiere a «ese estado en el que todos mis supuestos iniciales se mantienen verdaderos». No tiene que ver con la cronología y la cuestión de si nos estamos moviendo hacia él y cuánto tiempo podría pasar. Si el «largo plazo» es simplemente una palabra compuesta⁷ para significar (en este

contexto) información perfecta y previsión, precios perfectamente flexibles, equilibrio de mercado, etcétera, entonces, sin duda el pleno empleo será lo normal. No puede ser de otra forma. La economía ha sido una rama de la lógica más que una ciencia práctica. Y en este significado del largo plazo, sin lugar a dudas, todos estamos muertos.

Cualquiera de los significados que Keynes pudiera tener en mente, claramente era escéptico respecto a la capacidad de las proposiciones acerca de que el «largo plazo» sea de gran ayuda para la elaboración de la política práctica. En el mejor de los casos, uno se imagina que él habría sido uno de los decisores prácticos a los que nos hemos referido anteriormente y simplemente habría ignorado el largo plazo, concentrándose en lo que se necesitaba hacer aquí y ahora. Esto le habría conducido al problema importante que enfatizamos en el último epígrafe: en concreto, que tenemos una enorme incertidumbre sobre cual será el desenlace más probable de la coexistencia de precios crecientes de los bienes y crisis crediticia en los próximos uno o dos años. Sin embargo, en sus *Essays in Persuasion* (1932), Keynes calificó al paro como injusto y a la inflación como inoportuna, pero dijo que «es peor en un mundo empobrecido provocar paro que desilusionar al rentista». Por lo tanto, en la situación incierta que hemos descrito, parece razonable suponer que Keynes habría estado en el lado de aquellos que defienden las reducciones en el tipo de interés para protegernos de la posibilidad de que la recesión dominara.

Desde luego, esto está claramente reñido con la forma en la que la política monetaria ha sido dirigida en la eurozona (y en el Reino Unido y en los Estados Unidos) en los últimos diez años. En la práctica, los bancos centrales han seguido realizando concesiones que hacen que la estabilidad del precio de mercado sea el único objetivo (o al menos el preponderante). Y esto ha sido

⁷ «Portmanteau» en el texto. Se trata de una palabra francesa, que significa perchero, y que en inglés designa a una palabra que fusiona dos o más funciones gramaticales. El diccionario Collins la traduce como

«palabra combinada» y también se suele traducir como palabra compuesta (N. del T.)

justificado por la insistencia en que en última instancia (esto es, a «largo plazo»), el *output* está limitado por una tasa natural de paro que se determina mediante la productividad del trabajo y los factores estructurales. Por lo tanto, parece muy probable que los argumentos de Keynes a favor de una relajación de la política monetaria se encontrarían en la actualidad con razonamientos de este tipo. (Irónicamente, como Laidler (2006, página 56) ha señalado, el concepto de la «tasa natural» posee muchas de las características que Keynes atribuyó tan injustamente a la economía clásica en la *General Theory*.)

El problema que presenta el argumento de que hay una tasa *natural* de paro que impone un límite al *output*, es que no es del todo natural. Como ha demostrado Thirlwall (1983, 2007), tanto la productividad del trabajo como el paro estructural son sensibles a los niveles de la demanda agregada. Esto es por lo que los intentos de estimar la «tasa natural» a partir de una *curva de Phillips* con expectativas siempre generan estimaciones que son próximas al nivel de paro actual (por lo que siempre estamos cercanos, aparentemente, a la tasa natural). También explica por qué la Reserva Federal describe la tasa natural como «imprecisa y variada». Éstas no son las características del equilibrio a largo plazo. El concepto de la tasa natural de paro es una construcción teórica que no tiene importancia operativa. Pero esto no impide a los bancos centrales, y al Banco Central Europeo en particular, el usarla para defender una política monetaria innecesariamente deflacionista.

6. Conclusión

Cualquiera que tenga un sólido conocimiento del *Tract on Monetary Reform*, del *Treatise on Money* y de la *General Theory* de Keynes y quizás de otros pocos escritos, tendría escasa dificultad para anticipar algunos de los comentarios que muy probablemente Keynes podría haber realizado respecto al estado actual de la economía global. Habría considerado el dilema existente al que se enfrentan los bancos centrales como un ejemplo

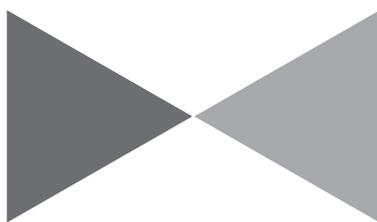
perfecto de lo que él quería decir por la naturaleza *fundamental* de ciertos tipos de incertidumbre para los que la experiencia pasada y la probabilidad estadística son de escasa o nula ayuda. También estaría intrigado por los desarrollos recientes en la economía del comportamiento y financiera que han recogido sus ideas sobre cómo los agentes toman decisiones en estas circunstancias. También podemos estar seguros de que, respecto a la necesidad de aconsejar sobre este dilema, él habría recomendado a los decisores políticos que evitasen la recesión (incluso con el riesgo de generar inflación). Y, sin duda, habría estado intrigado de que sus adversarios en este debate recurrieran a argumentos que son al menos tan «clásicos» como los que él reivindicó en la *Teoría General*.

Lo que resulta interesante es comparar estas respuestas hipotéticas con las que se derivan del nuevo consenso macroeconómico, ya que el consenso al que nos referimos incluye la supuesta incorporación de al menos algunas de las percepciones más importantes de Keynes. Lo que nos encontramos es que el NCM no sólo reconoce la posibilidad de que los decisores políticos puedan variar el nivel de demanda y de *output*, sino que estarán obligados a hacerlo para perseguir la estabilidad de precios. De esta manera, al menos a corto plazo, el NCM sin duda posee algunas de las características keynesianas. Sin embargo, ante un examen más minucioso, encontramos que la SRPC agregada con pendiente ascendente que justifica estos ajustes de demanda, se basa en fundamentos que rechazó Keynes. El resto del NCM es en gran medida adverso a lo que pensamos que deberían ser las reacciones de Keynes respecto a la situación actual.

Referencias bibliográficas

- [1] BACKHOUSE, R. E. y BATEMAN, B. W. (eds): *The Cambridge Companion to Keynes*, Cambridge University Press, Cambridge.
- [2] BEAN, C. (2007): «Is There a New Consensus in Monetary Policy?», en ARESTIS, P. (2007): *Is There a New Consensus in Macroeconomics?*, Palgrave, Londres.

- [3] BLANCHARD, O. y KIYOTAKI, N. (1987): «Monopolistic Competition and the Effects of Aggregate Demand», *American Economic Review*, 77, páginas 647-666.
- [4] BOFINGER, P.; MAYER, E. y WOLLMERHÄUSER, T. (2006): «The BMW Model: A New Framework for Teaching Monetary Economics», *Journal of Economic Education*, 37 (1), páginas 98-117.
- [5] CALVO, G. A. (1983): «Staggered Prices in a Utility-maximizing Framework», *Journal of Monetary Economics*, 12 (3), páginas 383-398.
- [6] CARLIN, W. y SOSKICE, D. (2005): «The 3-Equation New Keynesian Model: A Graphical Exposition», *The B E Journal of Macroeconomics*, 5 (1), páginas 1-36.
- [7] CARLIN, W. y SOSKICE, D. (2006): *Macroeconomics: Imperfections, Institutions & Policies*, Oxford University Press, Oxford.
- [8] DE BONDT, W. F. y THALER, R. (1985): «Does the Stockmarket Overreact», *Journal of Finance*, 40, páginas 793-805.
- [9] DOW, S. C. (1997): «Endogenous Money», en HARCOURT, G. C. y RIACH, P., *A 'Second Edition' of the General Theory*, 2 volúmenes, Routledge, Londres.
- [10] EDWARDS, W. (1998): «Conservatism in Human Information Processing», en KLEINMUT, B. (ed.), *Formal Representation of Human Judgment*, Wiley, Nueva York.
- [11] GOODHART, C. A. E. (1989): *Money, Information and Uncertainty*, 2e, Macmillan, Londres.
- [12] HANSEN, A. (1953): *A Guide to Keynes*, McGraw-Hill, Nueva York.
- [13] HARCOURT, G. C. (1992): «Is Keynes Dead?», *History of Economics Review*, 18, páginas 1-9.
- [14] HARCOURT, G. C. (2001): *50 Years a Keynesian*, Palgrave, Londres.
- [15] HARCOURT, G. C. y RIACH, P. (1997): *A 'Second Edition' of the General Theory*, 2 volúmenes, Routledge, Londres.
- [16] HICKS, J. R. (1937): «Mr Keynes and "The Classics": A Suggested Interpretation», *Econometrica*, volumen 5, páginas 147-159.
- [17] KEYNES, J. M. (1923): *A Tract on Monetary Reform*, MacMillan, Londres.
- [18] KEYNES, J. M. (1925): *The Economic Consequences of Mr. Churchill*, The Hogarth Press, Londres.
- [19] KEYNES, J. M. (1930): *The Treatise on Money*, MacMillan, Londres.
- [20] KEYNES, J. M. (1932): *Essays in Persuasion*, MacMillan, Londres.
- [21] KEYNES, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, MacMillan, Londres.
- [22] KEYNES, J. M. (1937): «The General Theory of Employment», *Quarterly Journal of Economics*, 51, páginas 209-23. Reimpreso en *The Collected Works of J M Keynes*, volumen XIV, MacMillan, Londres, 1973, páginas 109-123.
- [23] LAIDLER, D. (2006): «Keynes and the Birth of Modern Macroeconomics», en BACKHOUSE, R. E. y BATEMAN, B. W. (eds.), *The Cambridge Companion to Keynes*, Cambridge University Press, Cambridge, capítulo 3.
- [24] LAVINGTON, F. (1922): *The Trade Cycle*, P S King and Son, Londres.
- [25] LEIJONHUFVUD, A. (2006): «Keynes as a Marshallian», en BACKHOUSE, R. E. y BATEMAN, B. W. (eds.), *The Cambridge Companion to Keynes*, Cambridge University Press, Cambridge, capítulo 4.
- [26] LUCAS, R. E. (1972): «Expectations and the Neutrality of Money», *Journal of Economic Theory*, 4, páginas 103-124.
- [27] MACMILLAN COMMITTEE (1931): *Report of the Committee on Finance and Industry*, Cmd. 3.897.
- [28] MANKIW, N. G. (1985): «Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly», *The Quarterly Journal of Economics*, 100 (2), páginas 529-537.
- [29] MULLAINATHAN, S. y THALER, R. H. (2001): «Behavioural Economics», en SMELSER, N. J. y BALTES, P. B. (eds.), *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*, Pergamon, Nueva York.
- [30] SHAPIRO, N. (1997): «Imperfect Competition and Keynes», en HARCOURT, G. C. y RIACH, P. (1997): *A 'Second Edition' of the General Theory*, 2 volúmenes, Routledge, Londres.
- [31] TAYLOR, J. B. (1999): «Staggered Price and Wage Setting in Macroeconomics», en TAYLOR, J. B. y WOODFORD, M., *Handbook of Macroeconomics*, Elsevier, Nueva York, capítulo 15.
- [32] THIRLWALL, A. P. (1983): «What are the Estimates of the Natural Rate of Unemployment Measuring?», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, volumen 45, número 2, mayo, páginas 173-180.
- [33] THIRLWALL, A. P. (2007): «The Relevance of Keynes Today: with Particular Reference to Unemployment in Rich and Poor Countries», ponencia preparada para una conferencia sobre el paro: presente y futuro, organizada por el Cambridge Centre for Economic and Public Policy, Cambridge 30 de agosto-1 de septiembre de 2007.
- [34] TVERSKY, A. y KAHNEMAN, D. (1974): «Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases», *Science*, 185, páginas 1.124-1.131.



ECONOMISTAS

1983
2008

La revista de los profesionales
de la Economía cumple 25 años



Colegio de
Economistas
de Madrid