



REVOLUCIONARIO DE LA BANCA CENTRAL

*Prakash Loungani traza una semblanza del exbanquero central sueco
Lars E. O. Svensson, un líder de la revolución de las metas de inflación*

Estos son tiempos complejos para las autoridades de los bancos centrales. El repentino aumento de la inflación en 2021 tomó a muchos bancos centrales por sorpresa. “Ahora comprendemos mejor cuán poco comprendemos la inflación”, declaró el año pasado el presidente de la Reserva Federal Jay Powell.

Los desafíos habrían sido mucho más difíciles de no haber sido por las importantes mejoras de la banca central logradas en las últimas tres décadas; concretamente, los avances en un marco conocido como metas de inflación. Si bien poner en marcha esos cambios ha sido un esfuerzo conjunto, una de las personas responsables es Lars E. O. Svensson, ex vicegobernador del Riksbank de Suecia, que actualmente se desempeña como profesor adscripto en la prestigiosa Escuela de Economía de Estocolmo.

“Los aportes de Lars en temas fundamentales de política monetaria han sido enormes”, le dijo a F&D Ben Bernanke, expresidente de la Fed y ganador del premio Nobel en 2022. “Su creatividad e independencia de pensamiento son verdaderamente notables”.

En un marco de metas de inflación, los bancos centrales se comprometen expresamente con un objetivo de inflación a largo plazo y trabajan para alcanzarlo moviendo las tasas de interés de referencia, que ellos controlan. Aumentar las tasas de interés, como están haciendo ahora los bancos centrales, por ejemplo, tiende a enfriar la inflación al restringir el gasto en viviendas y otros bienes sensibles al interés. Svensson fue un precoz converso a las metas de inflación. Desde entonces, ha sido su firme defensor, impulsando a las autoridades de los bancos centrales a mejorar el marco de forma continua, en particular, siendo abiertos ante el público acerca del rumbo que debe seguir la política futura para lograr la meta de inflación.

Las mejoras de la gestión monetaria propugnadas por Svensson y otros ayudaron a los bancos centrales del mundo a evitar que la crisis financiera de 2007 se convirtiera en otra

Gran Depresión. En su función de vicegobernador, Svensson ayudó al Riksbank a gestionar con éxito las fases tempranas de la crisis.

Llegar allí

Ese no era el rumbo que Svensson imaginó que tomaría su vida. En 1971, completó una maestría en Física y Matemática Aplicada en el Real Instituto de Tecnología de Estocolmo. Durante un lapso “sabático” para decidir qué haría luego, se inscribió en algunos cursos de pregrado de Historia Económica. Uno de los profesores le aconsejó cambiar a Economía, señalando que las perspectivas laborales eran buenas para los economistas en Suecia. “Fue uno de los mejores consejos que recibí en mi vida”, le dijo Svensson a F&D.

Luego obtuvo su doctorado en Economía en Estocolmo, y también pasó un año en el Instituto Tecnológico de Massachusetts. Allí tuvo como profesores a los premios Nobel Paul Samuelson, Robert Solow y Peter Diamond, al exvicepresidente de la Fed Stan Fischer y al economista jefe de Google, Hal Varian. Entre sus compañeros estuvieron el premio Nobel Paul Krugman, el execonomista jefe del FMI Olivier Blanchard, el expresidente del Banco Central Europeo y ex primer ministro de Italia Mario Draghi, y el exgobernador de la Fed Frederic Mishkin. “La red que se formó ese año me ha ayudado enormemente a través de los años”, dice Svensson.

Desempeñó su primer trabajo en el Instituto de Estudios Económicos Internacionales de la Universidad de Estocolmo. En los años setenta y ochenta, se concentró mayormente en Teoría Económica y Economía Internacional. Su amigo y también colega y colaborador de larga data, Torsten Persson, describe cómo era trabajar con Svensson por aquellos tiempos. “En su trabajo, se mantiene en sus trece a menos que llegue alguien con una mejor intuición y un modelo formal”, dice Persson. “También toma en serio sus pasatiempos: juntos fuimos ávidos marineros; luego él se pasó a la escalada en roca, que practica con mucha pasión”.

Metas de inflación

En los años noventa, Svensson dirigió de lleno su atención a la economía monetaria, motivado en parte por su función como asesor externo del Riksbank. Eran tiempos turbulentos. La economía había quedado a la deriva después de que la vinculación del tipo de cambio de la corona sueca con la ECU colapsara en 1992, pese al heroico intento del banco central de defenderla elevando las tasas al 500%. A Svensson y un pequeño grupo de economistas internos y externos se les dio un plazo de dos semanas para asesorar al Riksbank sobre un nuevo marco monetario.

Afortunadamente, había a mano un prototipo. En 1989–90, el Banco de Reserva de Nueva Zelanda había adoptado un sistema de metas de inflación, que resultó exitoso para reducir la inflación drásticamente. El Banco de Canadá también había pasado a fijar metas de inflación en 1991 y había reducido con éxito la inflación a 2%. En un informe presentado al Riksbank, Svensson sostuvo que había “fuertes razones” para que la política monetaria apuntara a “un rango limitado para la tasa de inflación”. A principios de 1993, el Riksbank adoptó metas de inflación con un objetivo a largo plazo de 2%, a ser alcanzado para 1995, respecto al cual el Riksbank se mantuvo por debajo en los años siguientes.

A fines de la década de los noventa y en los años 2000, Svensson se dedicó a exponer el éxito del sistema de metas de inflación y a elaborar mejoras. Para 2001, se había trasladado al prestigioso departamento de Economía de la Universidad de Princeton, donde una serie de profesores —entre ellos Bernanke; Krugman; el vicepresidente de la Fed, Alan Blinder, y el influyente economista Michael Woodford— estaban inmersos en una tarea similar. Scott Sumner, un destacado teórico monetario de la Universidad George Mason, los apodó la “Escuela Princeton”, a la cual le reconoce haber logrado cambios en la banca central que fueron decisivos para afrontar la Gran Recesión.

Una de las primeras contribuciones de Svensson fue instar a los bancos centrales a que implementaran metas de inflación de manera flexible, reconociendo su doble responsabilidad de mantener la inflación cercana a la meta y la economía cerca del pleno empleo. Por estos días, le dijo Svensson a F&D, “casi ningún banco central tiene una manía con la inflación”, aludiendo a una expresión acuñada por el exgobernador del Banco de Inglaterra Mervyn King para referirse a los bancos centrales obsesionados con la inflación a expensas del empleo.

Metas de inflación con base en pronósticos

Una contribución aún más crucial de Svensson ha sido impulsar a los bancos centrales a fijar metas de inflación con base en pronósticos. En el esquema de metas de inflación, los bancos centrales ya estaban siendo más

transparentes al anunciar y explicar su última decisión de política. Svensson argumentaba que los bancos centrales debían avanzar más. Como el impacto de las medidas de política monetaria se desplegaba con un largo rezago, era importante que los bancos centrales comunicaran sus planes futuros a los mercados y al público.

En un célebre trabajo de 1997, Svensson recomendó que los bancos centrales definieran un sendero para las tasas actuales y futuras, de modo que sus propios pronósticos de inflación y empleo “se verían bien” por lograr que con el tiempo la economía alcanzara la tasa meta de inflación y el pleno empleo. “Imaginemos que la meta de inflación es 2%”, explica Sumner de la Universidad George Mason. “Establecemos políticas de modo que también se pronostique [que se llegará a] un 2% de inflación... Esto es mero sentido común. ¿Por qué no establecer [el sendero de futuras] tasas de referencia para así esperar que la política dé buenos resultados?”

Y sin embargo, antes del trabajo de Svensson, los bancos centrales eran propensos a suponer un sendero para las tasas de referencia que los llevaría a quedar por debajo o por arriba de sus metas. “Era como si el capitán que dirige un barco a través del Atlántico hubiera colocado el timón en una posición destinada a que la nave terminara desviada 200 millas al llegar al otro lado del océano”, escribió Sumner.

Algunos bancos centrales, como el Norges Bank (el Banco de Noruega), el Riksbank y el Banco Nacional Checo, comenzaron a publicar su sendero de tasas de interés en línea con las recomendaciones de Svensson y siguiendo el ejemplo del banco central de Nueva Zelanda. Muchos otros adoptaron prácticas que iban considerablemente en esa dirección. La labor de Svensson contribuyó a propiciar un enfoque más prospectivo de la política monetaria y una disposición para innovar en momentos de crisis, dice Robert Tetlow, asesor principal de la Fed y colaborador de Svensson.

“Al asesorar a los bancos centrales, Lars siempre ha logrado ser preternaturalmente calmo pero duro, cortés pero directo”, le dijo Tetlow a F&D. Philip Turner, un ex alto funcionario del Banco de Pagos Internacionales (BPI), recuerda que “en una conferencia del Banco de Japón en 2000, Svensson fue uno de los primeros” en instar a que se tomaran medidas radicales de política monetaria. “Japón ya se ha perdido una década por estancamiento económico y deflación”, afirmó tajantemente Svensson en una ponencia durante la conferencia. “De persistir las malas políticas, puede perderse otra”.

Pasar a territorio negativo

Las mejoras de gestión monetaria que Svensson y otros propugnaban rindieron sus frutos durante la Gran Recesión. Los bancos centrales rápidamente cambiaron de rumbo y tomaron medidas que muy probablemente hayan

contribuido a evitar otra Gran Depresión. Recortaron fuertemente las tasas de interés, dejando en claro que no estaban obsesionados con la inflación y que tomaban seriamente el objetivo de pleno empleo. Dejaron saber a los mercados que preveían mantener las tasas de interés “bajas durante un largo tiempo”, ofreciendo una orientación prospectiva muy de acuerdo con el espíritu de los consejos de Svensson acerca de la transparencia.

Con todo, la Gran Recesión fue tan profunda que los bancos centrales se enfrentaron a un dilema: ¿Qué más podrían hacer una vez que ya hubieran bajado las tasas de referencia a cero y enviado señales de que planeaban mantenerlas así por un tiempo? Svensson recomendaba pasar a tasas de interés negativas, imponiendo cargos sobre los depósitos e impulsar así a los bancos a otorgar préstamos para estimular el gasto.

“El más firme defensor de la política es el vicegobernador Lars Svensson, reconocido experto a nivel mundial en teoría sobre política monetaria y estrecho colaborador de Ben Bernanke”, escribió entonces *Financial Times*. El banco central de Dinamarca dio el salto hacia tasas de interés negativas en 2012, seguido por el Banco Central Europeo y varios otros.

Aunque todavía controversiales, las tasas de interés negativas han ampliado el conjunto de herramientas de los bancos centrales, sostienen algunos economistas. El execonomista jefe del FMI Ken Rogoff dice que “si se lo hace de manera correcta... las tasas negativas funcionarían de forma similar a la política monetaria normal, impulsando la demanda agregada y elevando el empleo” en futuras crisis.

Distintas y separadas

Antes de que comenzara la crisis financiera, en 2007 el Riksbank había logrado traer a Svensson de vuelta de Princeton para desempeñarse como vicegobernador. Para entonces, el banco central sueco ya estaba siguiendo su consejo de publicar y justificar el sendero de las tasas de interés, y para julio de 2009 ya las había recortado al 0,25%.

Pero Svensson no pudo persuadir a sus colegas de bajar la tasa a cero y luego, si fuera necesario, considerar tasas de interés negativas. De hecho, en 2010 el Riksbank comenzó a elevar las tasas. Svensson se opuso, argumentando que el pronóstico de inflación estaba aún muy por debajo de la meta y el desempleo seguía siendo alto. También se oponía a “ir en contra del viento”; es decir, la idea de que las tasas de interés debían subirse para contrarrestar los riesgos a la estabilidad financiera planteados, por ejemplo, por un alza de precios de la vivienda y de los niveles de deuda hipotecaria, aun cuando las consideraciones macroeconómicas como la inflación y el producto indicaran lo contrario.

Después de un par de años de respetuoso disenso, Svensson finalmente dejó el Riskbank al final de su mandato a mediados de 2013. Declaró sin reservas que “no

[había] logrado obtener respaldo para la política monetaria” que prefería. Sus antiguos colegas de Princeton salieron rápidamente en su defensa. Krugman se refirió a las alzas de tasas de 2010–11 como “el error de política posiblemente más injustificado” de la crisis financiera mundial, señalando que no había “ninguna justificación manifiesta en términos de indicadores macroeconómicos”.

El criterio de Svensson demostró ser correcto: para 2014 era evidente que los aumentos de las tasas no estaban aplacando la inflación de precios de la vivienda y conducían a una deflación y un debilitamiento económico. El Riksbank se vio obligado a bajar las tasas a cero, y luego en 2015 se atrevió a llevarlas a territorio negativo, un experimento considerado exitoso en un posterior documento de trabajo del FMI elaborado por Rima Turk.

Tras su partida del Riksbank, Svensson se dedicó a fundamentar por qué la política monetaria debería ocuparse de los objetivos de inflación y de la producción, y dejarle las consideraciones de estabilidad financiera a la política macroprudencial. Las dos políticas son “diferentes y es mejor llevarlas a cabo por separado”, ha escrito. Para reforzar su argumento, Svensson hizo varias presentaciones en el FMI y en otros ámbitos, y demostró que los beneficios de elevar las tasas de interés para incrementar la estabilidad financiera reduciendo las probabilidades de una crisis financiera eran escasos y dudosos. En cambio, los costos en términos de un mayor desempleo y presiones deflacionarias eran altos y mucho más certeros.

Los cálculos costo-beneficio de Svensson se expusieron en un documento del personal técnico del FMI de 2015 sobre “Política monetaria y estabilidad financiera”, donde se estableció que en la mayoría de los casos los costos superan a los beneficios. Turner, el exfuncionario del BPI, le dijo a F&D que “utilizando una lógica rigurosa y valores empíricos más favorables al razonamiento contrario, Svensson ganó el debate con rotundidad”.

Siempre activo

A sus 75, Svensson se mantiene activo en las tareas de investigación, dedicando su trabajo más reciente a mostrar que los indicadores comúnmente utilizados de sobrevaloración de los precios de la vivienda —como la relación entre precio de la vivienda e ingreso— son engañosos y pueden llevar a los organismos financieros a tomar desacertadas medidas de política. También ha cuestionado la opinión común de que los hogares recortan más su gasto en una crisis cuando tienen mayores niveles de deuda hipotecaria pendiente. Turner celebra que Svensson siga cuestionando la sabiduría heredada: “Donde sea que él vaya, los economistas se sienten comprometidos a darlo todo”. **FD**

PRAKASH LOUNGANI es Director Adjunto de la Oficina de Evaluación Independiente del FMI.