

Estrategia del Banco Central del Uruguay para el quinquenioⁱ

Dr. Guillermo Tolosa - Presidente del Banco Central del Uruguay

Marcelo Lombardi

Bueno, buenas tardes a todos. En nombre de la Academia Nacional de Economía, le damos la bienvenida a la actividad de hoy.

Agradecemos la presencia de todos y principalmente del Dr. Tolosa, que sabemos que su agenda es realmente muy nutrida. Hablamos hace unos minutitos.

El Dr. Tolosa no precisa presentación, desde el ámbito académico y desde el ámbito empresarial. Creo que las primeras declaraciones públicas que hizo nos han dado mucha tranquilidad, en cuanto a el profesionalismo que vamos tener en estos 5 años de gobierno, la prudencia y también un cierto mantenimiento de política pública y monetaria con una cierta continuidad en el tiempo.

Con Guillermo nos conocemos, así que puedo dar fe de sus dotes más allá de los aspectos de orden económico, o sea, sus preferencias, gustos, intereses abarcan mucho más que la economía y la política monetaria. Así que seguramente nos va a hacer una presentación además de interesante desde el punto de vista de Academia, seguramente también muy entretenida.

Así que bueno, agradecerles, darles la bienvenida y dejar ya a Guillermo para que nos pueda hacer su presentación.

Muchas gracias.

Guillermo Tolosa

Muchas gracias, Marcelo.

Querido amigo, te agradezco mucho la invitación a la Academia y muchas gracias a todos por venir. El título de la presentación lo puso María Dolores Benavente y yo acepté, pero realmente quiero moderar las expectativas. Es realmente imposible abarcar lo que es la enorme agenda y las múltiples líneas de acción que tiene el Banco Central.

Voy a focalizarme en algunos temas, pero tenemos margen para preguntas y respuestas, para dialogar sobre los temas que les interese.

Se transcribe a continuación el discurso del Dr. Tolosa tal como fue publicado en el sitio de Internet del Banco Central del Uruguay.

Reduciendo la inflación: afirmando el rol del hemisferio derecho

El estado del arte de la política monetaria

El objetivo principal de esta charla es presentar el proceso de modernización del régimen de política monetaria que estamos impulsando. Pero antes, es necesario situarlo en una

perspectiva global e histórica que permita comprender la evolución de la política monetaria a lo largo del tiempo.

La política monetaria moderna ha experimentado una transformación profunda. En las últimas décadas, los regímenes de metas de inflación se consolidaron como el marco dominante: hoy son adoptados por más de 50 países de ingreso medio y alto.

Estos regímenes han generado ganancias duraderas en estabilidad de precios, marcando un quiebre respecto a la era previa, en la que el control de la inflación se basaba en el manejo del tipo de cambio. Esta nueva tecnología resolvió el problema de las crisis que asolaron los mercados emergentes, y también Uruguay, entre los años 80 y principios de los 2000.

Un pilar clave del régimen de metas de inflación es la tasa de interés como herramienta clave. La utilización de esa herramienta descansa en técnica, una arquitectura de modelos matemáticos y el procesamiento riguroso de una enorme cantidad de información económica que derivan en proyecciones que informan la decisión. En otras palabras, descansa en la ciencia económica tradicional, ortodoxa. Esta tasa actúa como el engranaje principal del mecanismo de transmisión monetaria, dejando atrás el rol del tipo de cambio.

Pero el régimen de metas de inflación descansa también en el uso de las herramientas de la persuasión, fundamentalmente en la confianza y la credibilidad.

Ambos pilares del régimen monetario pueden pensarse como si pertenecieran a los dos hemisferios del cerebro.

El hemisferio izquierdo: racionalidad, lógica y estructura

La tasa de interés es un instrumento directo, frío, pero efectivo. No persuade: impacta. Su determinación se apoya en modelos macroeconómicos que simulan y estructuran un sistema extremadamente complejo, con decenas de variables interconectadas.

Cuando estos modelos indican que hay que subir la tasa para controlar la inflación, lo que se ve es apenas la punta del iceberg: una decisión visible que emerge de una maquinaria técnica sofisticada. Funciona como un freno: detiene el avance del crédito, enfría el consumo y desacelera la inversión. Es una herramienta que exige rigor técnico y decisiones muchas veces dolorosas, pero necesarias.

El hemisferio derecho: la creatividad y las emociones necesarias para generar la confianza y credibilidad que permite persuadir y coordinar expectativas

¿Cómo se genera y mantiene esa credibilidad? La literatura establece que un ingrediente clave es que el Banco Central y su liderazgo cuenten con solvencia técnica e independencia del poder político para gozar de un foco muy claro y definido en el objetivo central de la institución. Ese ha sido a nivel mundial un rasgo distintivo del régimen de metas de inflación desde su creación. Tiene que además mostrar determinación en la acción y construir un historial de resultados contundentes (*track record*).

Pero, además, hay otro elemento clave, uno que se descuidó en el mundo durante mucho tiempo. Es una realidad tan básica como que, para que a una persona o institución le crean, tienen, primero que nada, ¡que verla! Y cuando la vean, la escuchen, tienen que *entender* qué y por qué lo hace. En otras palabras, se debe ser visible, activo y comprensible para disparar la coordinación deseada. La evidencia académica muestra que cuando la información no llega, los

participantes del mercado tienden a prestar menos atención a los eventos relevantes y a formar sus expectativas sin incorporar adecuadamente los nuevos datos.

Los Bancos Centrales capitalizan este pilar para jugar un rol asimilable al de dirección de orquesta. Aun sin tocar instrumento alguno, logra el éxito de la misión haciendo que muchos agentes —consumidores, empresas, inversores, sistema financiero— afinen sus decisiones en torno a una misma melodía: la estabilidad.

Este nuevo elemento del pilar de impacto de la política monetaria puede resultar inicialmente, al menos lo fue para mi mente de hemisferio izquierdo exacerbado, como demasiado etéreo y poco serio. Pero en los últimos 20 años ha habido una amplia literatura académica, empírica y teórica, que se convirtió de hecho en el espacio de mayor dinamismo e innovación en la misma, que instala la comunicación como instrumento de política monetaria. El Banco Central del Uruguay ha realizado contribuciones importantes en este campo.¹ Este proceso se enmarca en una evolución más amplia de la ciencia económica, que ha incorporado avances de la psicología como fundamentales para entender el comportamiento económico. Esto se refleja en los premios Nobel otorgados a Kahneman, Shiller y Thaler, entre otros.

El hallazgo fundamental es que lo que dice y cuanto dice el Banco Central, incide directamente sobre las expectativas. Fue Michael Woodford quien formuló esa visión. En sus trabajos, especialmente en *Interest and Prices* (2003), colocó al Banco Central en el centro del análisis moderno: no sólo como ejecutor de tasas, sino como coordinador de expectativas. En su enfoque, la política monetaria transmite señales con su historial, quienes están a cargo, lo que comunica, lo que se anticipa, y lo que se cree que se hará.

La evidencia se ha acumulado sobre la potencia enorme de este canal. Muestra los efectos de construir compromiso desde la acción, y de además intensificar el contacto directo con los distintos públicos, producir más discursos, presentaciones y contenidos accesibles. También los resultados de informar, educar, y narrar ² bien: una comunicación simple, clara, legible y sustentada.³ La transparencia es clave, especialmente en lo referido a los insumos de la toma de decisiones, para mejorar la comprensión de la estrategia, las metas y las acciones del Banco Central.

Además, involucra una batería de aspectos operacionales, pero que hoy se reconocen como fundamentales. Para ilustrar con un pequeño ejemplo, se ha demostrado que el tamaño con el que se expresa la meta de inflación tiene efectos tangibles sobre la planificación de los agentes y la formación de precios⁴.

Las expectativas de inflación terminan teniendo un efecto tangible, real, en la inflación observada ⁵. Los resultados muestran que desarrollar una infraestructura de coordinación de

¹ Veá, por ejemplo, los documentos de trabajo del BCU publicados en el Portal de Estudios Económicos y Weber et al. (2025). "Tell Me Something I Don't Already Know: Learning in Low- and High-Inflation Settings." *Econometrica* 93(1).

² Ver "Narrative Economics" del premio Nobel de Economía Robert Shiller. w23075.pdf

³ Ver Evdokimova, T. et al (2023). "Central banks and policy communication: How emerging markets have outperformed the Fed and ECB" Peterson Institute for International Economics Working Paper

⁴ Mello, M., Ponce, J. y Arnabal, R. (2025). "Visual vs. textual communication: Impact on firms' inflation expectations and central bank credibility." Documento de trabajo del BCU.

⁵ Que las expectativas influyen directamente en la inflación es un resultado bien establecido en la literatura académica por décadas. Este vínculo fue establecido por los trabajos pioneros de Milton Friedman y Edmund Phelps sobre la Curva de Phillips aumentada. Ambos demostraron que no se puede

expectativas y el compromiso de continuar construyendo un historial de resultados contundentes, permite aplicar política monetaria contra cíclica y menos dolorosa. Por ejemplo, en el 2022, en el mundo desarrollado se logró combatir un proceso inflacionario similar al de finales de los 70, con menos de la mitad del aumento de tasa y de desempleo (menos ratio de sacrificio). El impacto de esta innovación a nivel de los hacedores de política en otras partes del mundo fue profundo.

Contrastando con la era enigmática de Alan Greenspan o el eslogan de “nunca explicar, nunca pedir perdón”⁶, Janet Yellen enfatizó en 2012 una “verdadera revolución en la comunicación”.

En 2019, Jerome Powell afirmó ante el Congreso que las expectativas son el componente más importante en abatir la inflación. Ben Bernanke fue aún más enfático al afirmar que la política monetaria es 98% conversación y 2% acción.

El canal de expectativas opera en múltiples dimensiones. Una es influenciar las tasas futuras, afectando así toda la curva de rendimientos, no solo la tasa de política monetaria. Otra, esencial en Uruguay y en cualquier régimen en fase de consolidación, es construir credibilidad. La fijación de precios es, en última instancia, una manifestación tangible de una expectativa sobre el futuro: ¿cómo evolucionarán mis costos?, ¿qué harán mis competidores?, ¿qué políticas espero?

Uruguay y la última milla: comunicar para construir confianza

En Uruguay la inflación ha bajado en los últimos meses y se sitúa prácticamente en la meta de inflación. Se proyecta, en un escenario base, que se mantenga cercana a la meta. Dicha proyección, como siempre es el caso, está sujeta a riesgos. Sin embargo, en un quiebre con el pasado, con un déficit de cuenta corriente que es cercano a uno por ciento y reservas históricamente altas, los riesgos de ajustes cambiarios pronunciados que comprometan los logros inflacionarios son limitados.

La brecha de credibilidad, medida como la diferencia entre expectativas de inflación de analistas comparada con la meta de inflación del Banco Central, se ha acortado a la tercera parte en solo tres meses. Ha alcanzado mínimos históricos a un ritmo históricamente rápido. Las expectativas de empresarios han bajado también (aunque suelen reaccionar con más rezago).

En consecuencia, la tasa que exigen quienes compran bonos del Estado ha bajado a mínimos históricos.

Además, la conversación en Uruguay sobre inflación está cambiando, y se está haciendo más visible. Empresarios mencionan la estabilidad de precios como política de Estado y hay crecientes referencias a la tasa de interés y menos al valor del dólar, que ya no es una variable de control.

Uruguay está en una nueva realidad que estamos construyendo entre todos. Una situación ideal que el país no vivía desde hace más de 80 años.

La clave en este rápido progreso de los últimos meses, en la última milla de consolidación del régimen monetario, ha venido consistiendo básicamente en capitalizar ese rol del “hemisferio

entender la dinámica inflacionaria sin considerar lo que los agentes creen que ocurrirá en el futuro. Pero por mucho tiempo la literatura económica trató la formación de expectativas como un fenómeno exógeno, fuera del alcance directo del hacedor de políticas. El Banco Central era visto como un actor que reaccionaba, no como uno que moldeaba o lideraba.

⁶ Atribuida a un gobernador del Banco de Inglaterra previo a la segunda guerra mundial.

derecho” de la política monetaria. El mismo era, además, particularmente necesario dadas las causas de la inflación, que venía siendo superior a la media internacional.

La inflación no respondía a un fenómeno monetario clásico —no se financia el déficit fiscal— ni a un sobrecalentamiento de la economía, dado que la brecha de producto está prácticamente cerrada. La inflación se comporta más bien como una convención social, o en términos técnicos, como un equilibrio de coordinación ineficiente, donde la desconfianza en el logro del objetivo genera decisiones que perpetúan una inflación elevada.

En este contexto, es útil pensar en términos de un déficit de credibilidad. Para romper ese equilibrio subóptimo⁷, la política monetaria debe reorientar creencias y permear a los públicos relevantes. Como plantea la literatura⁸, moverse entre equilibrios requería un enfoque rupturista.

Una ruptura necesaria

Cambiar un régimen de expectativas y movernos a un nuevo equilibrio de coordinación viene implicando una transformación profunda en la estrategia. La misma abarca una serie de dimensiones.

Se ha cambiado el criterio para elegir el Directorio hacia un perfil técnico y transmitido un total compromiso, desde todo nivel, con el régimen; eliminando así riesgos de cola de alteraciones a los parámetros del manejo de la política monetaria. Se ha permitido al Directorio actuar con independencia y sin interferencia privada ni pública en las decisiones. En notorio contraste con el pasado o la experiencia actual en algunos países, ha habido un apoyo explícito a través del presidente y el ministro de economía al compromiso con que la inflación baja como política de Estado, y un Banco Central técnico. Asimismo, y en otra ruptura importante, hoy existe una estrecha coordinación entre los equipos técnicos del MEF y del BCU para que tanto las pautas salariales como el presupuesto quinquenal estén anclados en la meta.

Se ha transformado de plano, además, la visibilidad y la estrategia comunicacional: las decisiones del COPOM se explican ahora a la prensa de forma abierta, tenemos una mayor frecuencia de discursos (que se publican), y espacios de diálogo y comunicación con el público (¡como este!).

Se ha cambiado el enfoque de los contenidos, con más foco en la narrativa: decisiones claras, razones transparentes, legibilidad y estrategia en comunicados, minutas y reportes. Más énfasis en lo visual y en explicar por qué es importante bajar la inflación.

Se han diversificado los productos comunicacionales: estilos y lenguajes adaptados a distintas audiencias. Nuevos formatos menos técnicos que no solo hablan a los mercados financieros sofisticados. Los invito especialmente a suscribirse a nuestro boletín y compartirlo con quienes los consideran referentes en sus círculos.

Y vendrán más cambios, que estamos en proceso de implementar.

La narrativa sobre lo que un país logra cuando su inflación es baja y estable no es una idea teórica, no es de manual solamente, no es de modelo económico puro. Es también una idea

⁷ Por ejemplo, Arnabal, L. R. & García-Cicco, J. (2024). “Optimal inflation target in small open economies: the role of asymmetric nominal rigidities.” Documento de trabajo del BCU, argumentan a favor de una inflación óptima de 3,5%.

⁸ Heymann y Leijonhufvud (1995)

intangibles, social, de construcción de confianza y credibilidad como un instrumento de la política monetaria.

Uruguay está ahora logrando, afinar ambos hemisferios incorporando aprendizajes globales: estamos transitando rápidamente la última milla hacia un régimen de metas de inflación maduro, que nos permita cosechar los dividendos de una inflación baja, estable y creíble. Generando confianza en que Uruguay está en la puerta de esa nueva forma de desarrollar su economía, potenciar su crecimiento y mejorar su distribución.

Cuando la confianza amplifica el poder de la tasa

A veces se escucha que la tasa “tracciona poco” en Uruguay, y que por tanto no logrará el objetivo, haciendo que todo esfuerzo comunicacional fracase. Esa crítica no es válida.

Primero, los hechos muestran que los dos ciclos de suba de tasas fueron seguidos por caídas de la inflación. Segundo, que el canal de tasa sea más débil no implica que el canal de comunicación no funcione. La literatura moderna, que incorpora aspectos psicológicos al centro de la tradicionalmente “dura” ciencia económica, lo confirma. Lo viví en carne propia en Armenia, donde los canales de transmisión eran aún más débiles, y los resultados fueron contundentes.

En principio, uno podría moverse de un equilibrio de coordinación ineficiente a otro mejor, sin necesidad de efectos nocivos en la economía que son inevitables cuando la política monetaria está intentando frenar una economía recalentada. Los economistas caracterizamos esta situación como una de equilibrios de coordinación múltiples que hay que encauzar.

De hecho, cuando la tracción técnica está debilitada, el canal de las expectativas se vuelve aún más central. En economías con baja bancarización en moneda nacional, las decisiones no se canalizan solo por tasas de interés, sino por señales, percepciones y narrativas. Moldear las expectativas y reflexionar sobre los sesgos es multiplicar el impacto de la política monetaria en un entorno donde el instrumento clásico va poco a poco ganando terreno.

La experiencia de otros mercados emergentes muestra que la credibilidad puede compensar debilidades operativas. No reemplaza la tasa, pero amplifica su efecto cuando esta viaja por terrenos ásperos. En Uruguay, donde el crédito en pesos es escaso, la política monetaria se transmite más por confianza que por contrato.

Por supuesto, parte de la credibilidad también implica fortalecer el pilar técnico. Tomar decisiones sólidas sobre la tasa de interés, mostrar convicción y evitar ambigüedades. Porque cuando se duda al actuar, luego hay que golpear más fuerte, y el costo económico y social de ese retraso se multiplica. Por eso, en esta etapa de un legado de déficit de credibilidad los bancos centrales tienden a adoptar hoy un sesgo contractivo deliberado: no porque cada movimiento implique un alza, sino porque es esencial construir una imagen de determinación.

Al mismo tiempo, hay que ser ágiles y sensibles al contexto. Cuando bajan las expectativas de inflación como viene sucediendo, se genera una contracción automática de las condiciones monetarias que pueden no ser justificadas por el contexto macroeconómico. Pero si el COPOM baja la tasa nominal al mismo ritmo para mantener las tasas reales al mismo nivel, puede darse una señal de laxitud bajo una lectura superficial. Evitar esa percepción es parte del arte de comunicar bien, pero también se requiere cautela.

Hacia una desinflación simétrica: cerrando la brecha de credibilidad

Pero el trabajo no está terminado. El equilibrio de coordinación ineficiente con inflación alta que caracterizó a Uruguay se manifiesta principalmente en la inflación de bienes no transables. A diferencia de los transables, cuyos precios están determinados por el contexto internacional y el tipo de cambio, los precios no transables reflejan dinámicas internas, donde, como vimos, las expectativas juegan un rol central. La alta inflación no transable relativa a la transable ha generado en el pasado problemas serios de rentabilidad al sector exportador, muy sensible para la economía, y desequilibrios importantes en las cuentas externas del país.

En los últimos meses, la baja de expectativas de inflación empezó a tener impacto en la inflación no transable, como era esperable dada la evidencia internacional. Pero este logro tiene que consolidarse (en términos interanuales abarcando el segundo semestre del año anterior se muestra alta). No quiere decir que la inflación no transable deba llegar también a 4,5%. En ocasiones, la inflación no transable puede responder a choques reales, como aumentos en los precios de materias primas. Pero actualmente no hay razones para observar la brecha que se observó en los últimos años.

Es fundamental prevenir nuevas distorsiones a través de un énfasis muy contundente en la construcción de confianza, ajustando tuercas y lubricando engranajes para consolidar la inflación baja y estable y sin intervención cambiaria.

Y para eso, se necesitan todas las herramientas disponibles: tanto las que provienen de los pilares tradicionales de la política monetaria, como las que surgen de los nuevos asociados con la generación de confianza. Una estrategia de política monetaria renga, que no incorpora el hemisferio derecho, genera una desinflación renga, que no incorpora los no transables. En otras palabras, una estrategia integral y moderna de desinflación trae la promesa, como estamos empezando a ver, de desinflaciones sin desequilibrios macroeconómicos.

Ajustar tuercas, lubricar engranajes

Pero sabemos que para que la tasa traccione más y haya aún más confianza también es necesario ajustar el andamiaje institucional del régimen monetario.

Algunas medidas complementarias clave incluyen:

- Desindexación y pesificación de los precios en la economía uruguaya para reducir la persistencia inflacionaria y evitar mecanismos automáticos de transmisión de inflación pasada.
- Desarrollo de mercados financieros en moneda local: para mejorar la transmisión de la política monetaria a través de tasas de interés.
- Gestión ágil de pasivos monetarios: que permita absorber presiones cambiarias sin generar desequilibrios adicionales.

Estas acciones son parte del trabajo fino, del ajuste de engranajes que permite que el régimen funcione con mayor precisión y resiliencia. Son medidas que, aunque menos visibles, son fundamentales para consolidar una desinflación simétrica, sostenible y creíble.

Consideraciones finales

Uruguay entró en una fase avanzada de implementación del régimen monetario, y muestra una inflación baja, estable, y sostenible, incluyendo que no ha generado desequilibrios externos. Estar logrando una inflación baja y estable no es solo una cuestión de tasas. Es una cuestión de creencias. Porque los mapas mentales moldean actitudes y decisiones: de quienes fijan precios, de quienes los convalidan, de quienes ofrecen financiamiento. En definitiva, de quienes proyectan sus economías a futuro. Es decir, de todos.

Si los agentes creen en el objetivo, sus decisiones lo reflejarán: negociarán con moderación, fijarán precios con cautela, invertirán con estabilidad.

Ese nuevo equilibrio no se impone: se construye. No se fuerza: se convence. No se anuncia: se encarna.

Y en ese proceso, la política monetaria se revela como lo que siempre fue: un arte, una ciencia... y una sinfonía de expectativas bien afinadas.

Muchas gracias.

Ana Laura Fernández

Muchas gracias.

Voy a leer las preguntas que nos enviaron a través de WhatsApp.

¿Cuánto de la inflación es explicado por la indexación salarial? O sea, ¿Cómo juega la política salarial en materia inflacionaria?

Guillermo Tolosa

Hay mucho, ruido con respecto a lo que han incidido hasta ahora los salarios y lo que van a incidir con estas nuevas pautas salariales. En particular con la nueva pauta, mucha incertidumbre.

Hemos estudiado el tema eh muy cuidadosamente, obviamente, para nuestras proyecciones. Nuestras proyecciones inflación son ahora que se va a mantener la inflación alrededor del 4,5% durante los próximos 2 años. Eso incorpora lo que son las nuevas pautas salariales.

Vamos a pensar en el escenario más plausible, para razonar en cómo impactan los salarios sobre los precios.

Déjenme ir un escalón atrás: los costos laborales, o sea, el crecimiento de la productividad para que sea en línea con las proyecciones del sector privado, implica un aumento de costos laborales de 4,5%, porque las pautas salariales actuales involucran un aumento para el año 2026 de 5,6% nominal de salarios. Entonces, si hay un aumento de productividad de 1%, eso es un aumento de los costos laborales de 4,5% el año que viene, que es exactamente la meta de inflación. Entonces, creemos ser realistas en el Banco Central, que el aumento de productividad puede ser 1%, que es lo que ha sido el aumento de productividad promedio histórico. O sea, capaz en los últimos eh dos o tres años fue un poco más alto, en los últimos 10 años más bajo, pero si uno toma series más largas, de hecho, si uno toma serie de 50 años, el salario real crece en promedio en Uruguay 1%. Entonces, estas pautas salariales son consistentes para el año que viene con un aumento de salario real de 1%. Creemos que no deberían generar presiones significativas sobre

la inflación. Por supuesto, este escenario está sujeto a riesgos porque los acuerdos finales pueden divergir de lo que es la pauta del gobierno, por supuesto.

Para la mitad 2026/2027 el aumento de productividad consistente con la meta es 0,9%, aún más bajo, con lo cual esto no pone en riesgo lo que son las metas de inflación del del Banco Central.

Ajustes nominales diferenciales según nivel de ingresos				
Nivel	Jul-25	Ene-26	Jul-26	Ene-27
Nivel 1 (65% por encima del SMN, 30% de trabajadores comprendidos)	3,30%	3,60%	2,80%	3,50%
Nivel 2 (entre 1,65 y 7 SMN, 64% trabajadores comprendidos)	2,50%	3,30%	1,90%	3,20%
Nivel 3 (más de 7 SMN, 6% trabajadores comprendidos)	1,60%	2,90%	1,70%	2,70%
	6,1% (1,6% real)			
		5,6% (1,1% real)		
			5,5% (0,9% real)	

Pero además de esto, creo que hay un nuevo ingrediente que no se habla lo suficiente, que es lo que tiene que ver con cómo estamos indexando los salarios a la inflación. Entonces, en ese nuevo esquema que le decíamos de trabajar en lo que es no indexar los precios a una serie de variables, incluido los salarios, es la primera vez -de nuevo- de la historia que tenemos, primero lo que se llama la inflación subyacente, como una forma de actualizar salarios. Quiere decir que, si hay un shock de oferta en el precio de morrón y el tomate, eso no se va a traducir como antes, porque tiene un efecto significativo sobre el IPC, no se va a traducir a los salarios como antes. Entonces vamos a tener inflación mucho menos persistente, porque cuando suban el morrón y el tomate es eso, no lo pasamos al peluquero, a la entrada de cine, queda en el morrón y en el tomate de ahora en más. Porque la indexación es a esa inflación subyacente.

Pero, además, y es algo que todavía no entiendo por qué no se habla lo suficiente, hay un correctivo que tiene que tiene un margen de tolerancia, o sea, la indexación se da solo después que la inflación supera cierto umbral. Esto es la primera vez que pasa. Por lo tanto, la inflación subyacente debería superar 7,5% para los trabajadores del nivel uno, los más altos o 6,9 nivel 2. O sea, hoy estamos con la inflación subyacente de los últimos tres meses anualizada por debajo de la meta. Ni siquiera subió a 7,5% cuando la moneda se depreció 15% a fines del año pasado. Entonces este escenario realmente es difícil de imaginárselo.

De hecho, en nuestros intervalos de confianza no aparece dentro de las probabilidades que esto suceda. Entonces es un es una ruptura histórica, o sea, de imaginarse que por primera vez a los trabajadores realmente les importa el esfuerzo antiinflacionario en Uruguay. Antes el Banco

Central no tenía socio, a nadie le importaba lo suficiente para protestar. Por primera vez ahora y de hecho tenemos nuestros detractores de nuestros amigos exportadores, pero ahora por primera vez hay una masa importante de la sociedad que le va mucho en cómo le vaya al Banco Central, porque no están automáticamente indexados con un correctivo como antes. Entonces estamos todos, muchos uruguayos en el mismo barco, de comprometernos y, por lo tanto, el gobierno en su conjunto, comprometernos a que efectivamente la inflación sea baja y no traicionar la confianza de los trabajadores de aceptar un rango de tolerancia, para que después eso implique una erosión de su salario real.

De nuevo, no entiendo por qué no se habla esto, pero mueve completamente el equilibrio institucional en el que nos hemos manejado en las últimas décadas.

Ana Laura Fernández

Otra pregunta: ¿Cómo piensa que va a ser la evolución futura de la tasa de interés, expansiva o contractiva? ¿Qué expectativas tiene en ese sentido?

Guillermo Tolosa

Sí, el desafío que tenemos es inédito, porque nosotros controlamos la tasa nominal de interés, pero lo que importa para la economía, por supuesto, es la tasa real de interés. En la medida que la tasa real es la nominal menos las expectativas de la inflación y las expectativas de inflación están cayendo como una roca a un ritmo nunca antes visto, eso genera un aumento de la tasa real, una contracción automática de la instancia de política monetaria, que no necesariamente es deseado. Entonces, genera un desafío para el Banco Central muy grande, para mantener la misma tasa real hay que bajar dramáticamente la tasa nominal, pero eso puede ser interpretado por la gente como un relajamiento de la política monetaria. Cuando uno toma decisiones de caídas sistemáticas de la tasa de interés nominal. Entonces, es un desafío nuevo para el Uruguay que tenemos que tomar con mucha cautela porque además es un gobierno nuevo. Es importante tener una señal contundente de compromiso con la baja de la inflación que, si empezamos a bajar la tasa de una forma muy agresiva, no va a ser fácil de comunicar. Entonces nos mantenemos, sí, descendiendo la tasa con lo que se llama forward guidance, anunciando que van a haber más caídas de tasa, pero moviéndonos con mucha cautela por lo que es el escenario interno, pero también por lo que es el escenario internacional, que es una incertidumbre realmente inédita. Nos tenemos que mantener muy ágiles en cambiar, como lo acabamos de hacer, que bajamos luego de subir, de cambiar la tónica, el tono de la política monetaria en base, en función de lo que cambie el contexto y mantenernos muy apegados a lo que es el contexto internacional también.

Ana Laura Fernández

Vamos con otra pregunta.

Me gustaría saber su opinión acerca de la dominancia fiscal débil en Uruguay, producto de las expectativas fiscales, la cual existe. Hay evidencia empírica reciente sobre esto, como un *paper* de Mello y Ponce del 2020 y esto juega un rol crucial en un esquema de metas de inflación, en donde justamente, la importancia de que te crean es fundamental, tal como lo vimos hoy.

Guillermo Tolosa

Sí, un poco lo hablaba hoy. El *paper* es de 2020, estamos en 2025. Hoy Uruguay no tiene impulso fiscal, no está habiendo un aumento de gasto considerable, que esté poniendo presión en los precios. Eso no está sucediendo. No tenemos una situación de insostenibilidad fiscal o sospecha de insostenibilidad fiscal. De hecho, Uruguay es el país que menos paga por su endeudamiento en dólares de toda América Latina. Es el campeón de América de la credibilidad fiscal. Entonces, no podemos decir sobre la base de las estadísticas que la situación fiscal esté teniendo ningún efecto sobre lo que es el nivel de inflación actual y el esfuerzo del inflacionario del país.

Jorge Caumont

En primer lugar, tú has mencionado que la concentración es sobre la inflación únicamente. Y generalmente cuando se usa este tipo de políticas monetarias, también se tiene en cuenta el nivel de actividad. Lo que observo es que el nivel de actividad tiene una tendencia declinante, fuerte, que los salarios en dólares en los últimos 4 años han subido 52%. Y por otro lado veo que el Banco Central tiene una política que significa acumular más déficit, porque acumula más Letras de regulación monetaria con vencimientos en un año. En un año, quiero decir la de 30, la de 90, la de 180 y la de 360. Eso implica automáticamente un déficit o un pago de intereses - dado que son 9.000 millones de dólares el stock de letras- del orden de los 800 millones de dólares anuales. Es así. Entonces la pregunta es, ¿Cómo se va a salir de eso?

Está, o sea, dos cosas: una del aumento de los precios de los transables relativo a los no transables. Para mí el Tipo de cambio no es peso contra dólar. Para mí el Tipo de cambio es transables versus no transables.

Y lo que veo es que 52% en dólares la suba de los salarios y cómo salir de lo otro son dos tareas que, si las llegan a realizar, celebraré.

Guillermo Tolosa

Gracias Jorge. Son excelentes preguntas como me imaginaba.

Uruguay efectivamente paga 800 millones de dólares por los intereses de las Letras de Regulación Monetaria, es 1% del PBI. ¿Qué es eso? ¿Por qué estamos pagando eso como país? Porque del otro lado del balance, también hemos acumulado mientras acumulamos las Letras, un stock histórico de Activos de Reserva. Entonces al final, lo que lo que representa ese pago de intereses de las Letras es un seguro. Nos estamos endeudando para aumentar nuestro stock de Reservas. En un país traumatizado por sus experiencias de crisis, en un país que ha organizado todas sus políticas para concentrarse en la resiliencia, en la robustez, para que estas crisis no nos sucedan nunca más, pagar 1% del PIB, es lo que la sociedad dio hasta el día de hoy para dormir tranquilo, para invertir tranquilo, para consumir y endeudarse para un auto tranquilo. ¿Es un seguro demasiado alto? Es un debate que tiene que estar abierto y es un debate que yo estoy dispuesto a tener, pero al día de hoy, es lo que el país eligió. Yo creo que hoy estamos en una situación suficientemente sólida y con un historial suficientemente largo, sin crisis, para tener una discusión a fondo sobre el tema.

Nos endeudamos para constituir Activos de Reserva. Entonces, el stock neto no necesariamente aumenta, pero ponemos mucho peso en tener un stock bruto de Reservas alto como lo hemos

venido haciendo hace 20 años, no un gobierno ni el otro: aumentar el stock bruto de Reservas y el stock bruto de Letras, del otro lado del balance. Esa es la decisión que se ha tomado y como digo, es una decisión que refleja una preferencia del país por asegurarnos que, ante cualquier shock imaginable, no va a suceder nada grave en el país.

Al final, el test clave, si hay un problema en lo que es la oferta y demanda de dólares en el país, es el valor de la moneda, es si tenemos un desequilibrio en nuestras cuentas externas, en nuestras transacciones con el exterior, en lo llaman los Economistas, la cuenta corriente. Hoy el déficit de cuenta corriente es 1%, es muy bajo a nivel histórico para Uruguay. Y cuando uno mira el sector privado en particular, tiene un superávit de 3% de PIB, histórico para el Uruguay. Entonces, esa dinámica salarial en dólares en la medida que no compromete los equilibrios externos, uno puede argumentar que son fenómenos de equilibrio que tienen que ver con el hecho que, por ejemplo, nuestras principales tres exportaciones, que son soja, celulosa, servicios globales de exportación, no existían hace 20 años, prácticamente no existían y hoy son los tres principales productos. Y son más del 30% de nuestras exportaciones. La lluvia de dólares, que eso significa, es casi como que si Uruguay hubiese descubierto petróleo. Es parecido a lo que vendría a ser la enfermedad holandesa. Entonces, en ese contexto es natural que Uruguay sufra un encarecimiento en dólares o una apreciación de la moneda nacional, por el hecho que tenemos exportaciones mucho más grandes.

En miles de millones de dólares constantes, que no es exactamente lo que aparece la prensa, Uruguay exportaba 4.000 millones de dólares constantes hace 20 años y hoy exporta 12.000 millones de dólares, de los cuales, 4.000 millones son estos nuevos rubros de exportación, nuestro nuevo "petróleo". Entonces, cuando un país en solo 20 años triplica sus exportaciones, es inevitable que su moneda se aprecie. Y que sus salarios en dólares crezcan significativamente. Entonces, necesariamente somos un país más caro que antes, que la gente gana mejor en dólares, pero es un fenómeno de equilibrio. Estos son exportaciones sostenibles en el tiempo, no es un shock de commodities como era antes. Es un nuevo tejido productivo que tenemos, no nos cae la ficha a ninguno de nosotros. Tuve que mirar 10 veces estos números, porque realmente es un cambio radical en lo que es la estructura de la economía del país. Y por lo tanto en los precios relativos, por lo tanto, en los salarios en dólares del Uruguay.

Ana Laura Fernández

Acá la última pregunta refiere a si hay propuestas de cambio en la carta orgánica, si hay previsto modificaciones en la composición y plazos del directorio del Banco del Banco Central, que ayuden a la independencia de los ciclos políticos.

Guillermo Tolosa

Como dije antes. Al final, hay países que han avanzado en la reforma e independencia de jure, - muy lejos de Uruguay- y en la práctica han tenido grandes dificultades para llevar adelante la política monetaria. En Uruguay, quizás de jure necesitaríamos avanzar. No vamos a avanzar *anytime soon*, pero eso en la práctica no importa. En la práctica hemos venido operando de una forma completamente independiente. A mí nadie me llama ni me ha llamado para darme indicaciones. Yo tengo un mandato constitucional, legal, que estoy cumpliendo sin llamadas telefónicas. O sea, esa es la realidad en la cual opera el Banco Central.

Marcelo Lombardi

Tuvimos una excelente exposición, muy clara y aparte no escabulló a ninguna de las de las preguntas y la respondió con mucha claridad. Así que bueno, agradecerte, Guillermo por el tiempo que le dedicaste, porque aparte hay una presentación realmente muy sólida.

Y sobre todo desearte muchísimos éxitos en estos cinco años de este gobierno. Agradecerles la presencia de todos ustedes.

Y un fuerte aplauso nuevamente.

ⁱ Conferencia dictada el 24 de julio de 2025 en Sala Tempus, Torre 4 WTC.