

**Guillermo Tolosa, presidente del Banco Central del Uruguay.
Discurso de la conferencia: "La consolidación del régimen
de metas de inflación en América Latina".
Jornadas Anuales de Economía - 28 de agosto de 2025**

Quisiera empezar por agradecer al distinguido panel internacional de hoy. En mi exposición voy a concentrarme en algunos puntos de la experiencia uruguaya, señalando aquellos ingredientes que la hacen muy especial en el concierto internacional.

Uruguay entra en un régimen de metas de inflación, si se quiere más tradicional, en el año 2020, sin ninguna de las condiciones propicias que tuvo Paraguay. O sea, nosotros entramos sin una independencia de *jure*, como sucede en buena parte de los países de América Latina. Entramos con un Banco Central que tenía una meta de inflación, con agregados monetarios, que no había sido cumplida en la mayor parte del tiempo durante 15 años. O sea, con una credibilidad muy baja de punto de partida. Y entramos con mecanismos de transmisión muy debilitados. La intermediación en pesos era muy baja. Entonces, si uno agarra el libro de texto con el que yo me formé allá en 2004/2005; ese tipo de condiciones se consideran prerequisites para entrar en el régimen de inflación, y si no lo tenías, decían "dedíquese a otra cosa, esto no es lo suyo, porque esto no le va a funcionar".

El paradigma intelectual a nivel internacional ha ido cambiando y Uruguay se enmarca muy bien en lo que es la creciente flexibilidad respecto a cómo pensar en estas cosas. Uruguay, además, tiene la mala suerte que arranca con el nuevo régimen en 2020, con un shock macroeconómico global. Entonces, rápidamente vuelve a errarle en la meta de inflación de una forma muy considerable y recién desde el 2022/2023, es que finalmente, después de haber practicado un régimen a la uruguaya, tuvo algunos puntos altos, algunas ventajas, pero también otras desventajas. Y ahora, finalmente estamos viendo, después de un largo proceso de incubación, lo que vendría a ser el despegue o la ebullición de todos los beneficios de un régimen de meta inflación tradicional, a pesar de no haber tenido ninguna de esas condiciones iniciales.

De hecho, la inflación ya hace 26 meses que está en el rango de tolerancia -lo que antes se llamaba el rango meta- y hace un par de meses que está básicamente en la meta.

Además, en estos dos años ha habido todo tipo de shocks y, por ejemplo, ha habido una depreciación significativa de la moneda a fines del 2024. Cuando en Uruguay teníamos momentos de depreciación fuerte como fue el 2024, eso generaba picos de inflación. La inflación miraba básicamente -era como la novia de la depreciación, iban a todos lados juntos, y llega un momento que se produce la separación, donde la inflación adopta una dinámica propia, que empieza a fines de 2023 y en este último episodio de 2024; vemos que tenemos una depreciación considerable del 15%; y la inflación reacciona, pero levemente. O sea, por primera vez tenemos este cambio de foco, donde los formadores de precios seguían lo que pasaba con el tipo de cambio muy de cerca, por más que nosotros tratábamos de llevar adelante este régimen de meta de inflación a la uruguaya y de repente, finalmente se cambia el foco a la meta de inflación en sí, y no al tipo de cambio; se separan los novios y esto es un cambio histórico en lo que es el régimen monetario en Uruguay.

Siempre se habla en Uruguay del mal llamado "atraso cambiario". Es una expresión que no tiene correlato en inglés, porque en el mundo nadie entiende qué quiere decir eso, pero en Uruguay la devaluación era menor que la inflación y cuando subía la devaluación la inflación también subía. Entonces no había momentos en los cuales la depreciación fuera sosteniblemente más alta que la inflación. O sea, lo que vendría a ser un "adelanto cambiario", donde la depreciación le gana a la inflación, porque como las expectativas de inflación estaban desancladas, eso siempre generaba que la inflación siga al tipo de cambio. Ahora, por primera vez, tenemos este momento de adelanto cambiario. Por alguna razón, los titulares de los diarios siguen hablando de atraso cambiario, pero los datos dicen otra cosa.

¿Qué ha pasado con el tema de la brecha de credibilidad del Banco Central? Durante muchos años el Banco Central tenía poca credibilidad entre lo que es la meta de inflación, con las expectativas de inflación de los privados. Había una brecha de 1,5 puntos porcentuales (pp) ya desde el 2021.

Después empeoró con el shock de *commodities* de 2022 y 2023. El año pasado entramos con esa brecha de 1,5pp que se mantenía masivamente estable y en los últimos tres meses está colapsando: pasó de cerca de 1,5pp a 0,4pp, medida para analistas y operadores de mercado financiero. Es una caída de brecha de 60%/70% en solo tres meses. Se supone que la credibilidad en todos los ámbitos de la vida se pierde rápido y se vuelve a ganar muy lentamente. Acá está pasando algo distinto, lo cual creemos que es histórico.

¿Y por qué está pasando esto? Se suele hablar solo del promedio de expectativas a 24 meses (horizonte de política monetaria), pero hay una amplia gama de indicadores que son más ricos en términos de entender lo que está pasando en Uruguay en estos últimos meses. Por ejemplo, la dispersión de las expectativas, porque no solo importa la media o la mediana, sino cuán dispersas están las expectativas en términos de la meta de inflación. En junio del 2024, las colas de la distribución eran bastante “gordas” y la moda que estaba cerca de la meta era más chata. En un año eso mejoró bastante, y empezó a concentrar más las respuestas alrededor de la moda de la distribución. Y luego, en un solo mes, desde junio del 2025 a julio 2025 se lograron avances casi iguales a los del último año en términos de concentrar aún más las respuestas, y que las colas de la distribución sean cada vez más pequeñas. O sea, que tenemos una expectativa de inflación que colapsa y una distribución de respuestas mucho más concentrada de lo que era en el pasado, en pocos meses.

Esto ha repercutido también en los retornos de los bonos uruguayos, de los instrumentos que rendían más de 9,5% a 2 años, pero también es cierto para bonos de 10 años; hace tres, cuatro meses, hoy están rindiendo por debajo de 8%. O sea, ha caído dos puntos porcentuales. El grueso de este cambio es idiosincrático, no es un fenómeno regional que estaba pasando con los bonos de mercados emergentes; es específico de Uruguay atado a la caída de expectativas.

¿Cómo hacemos sentido de esta experiencia uruguaya tan peculiar en el contexto internacional? Yo creo que tenemos que repensar algunas cosas que nos hicieron creer, allá en el 2004, los que escribían los *papers*, de cuáles son realmente las precondiciones de un régimen de meta inflación exitoso. Cuando hablamos de independencia del Banco Central, los que tienen independencia de *jure*, y creo que las últimas semanas lo demuestran más que nunca, no necesariamente tienen independencia de facto. Y lo que al mercado le importa, es que el Banco Central pueda llevar adelante su política y que no haya interferencia, no haya ruido, haya un consenso político y social sobre la importancia de actuar, de que la política monetaria actúe cuando tiene que actuar. Y eso en Uruguay ha sido así, por más que la ley no nos protege a los presidentes de bancos centrales (a mí me pueden echar sin explicarme por qué, pero eso no ha sucedido en la práctica; o sea, se consideraría una afrenta a la estabilidad monetaria y al compromiso de un gobierno con la estabilidad macroeconómica. Entonces en la práctica no sucede).

Más allá que legalmente no tengamos el mismo grado de independencia, en la práctica lo estamos disfrutando. Cuando nosotros tenemos que subir la tasa de interés, lo hacemos. De hecho, hubo ciclos de subida de tasa dos veces en los últimos 4 años y no hubo interferencia política, por más que esto es bastante costoso fiscalmente de hacer.

En la práctica, de facto, se cuenta con un apoyo político fuerte a lo que es la importancia de bajar la inflación. Entonces, los aumentos de tasas ya se transforman en algo viable, en algo realista, más allá de lo que diga la ley.

Y después tenemos el argumento de la transmisión monetaria débil. Con esto en Uruguay había mucha inseguridad. Decían por allá en 2020 que la tasa de interés como instrumento de política monetaria, con la intermediación financiera en peso que tenemos tan baja, no lo van a lograr. Y yo esto lo asocio con el niño del barrio que sale a andar en bicicleta. Uruguay era ese chico del barrio en la región que decía que con la tasa de interés no podría. En el contexto correcto, dándole un poco de aliento, al final lo hace con poca confianza, se sube a la bicicleta y termina andando con los amigos. A Uruguay le ocurre ese proceso: se subió a la bicicleta con mucha inseguridad, mucha desconfianza al principio, pero andando en la bicicleta va agarrando la confianza. Y hoy nos podemos sentar con un poco más de orgullo adelante de nuestros colegas de Paraguay y Chile en ese sentido.

Y luego lo que tiene que ver con la construcción de credibilidad. Es lo mismo que una pareja: que uno diga no podemos ser pareja hasta que tengamos un *track record*. Seamos amigos por dos o tres años, me ves comportarme y después ves... No. Uno se larga en la relación y después la confianza, la credibilidad se va construyendo, va consolidando a la pareja y se entra en una especie de círculo virtuoso.

El Banco Central del Uruguay, naturalmente, cuando empezó estaba un poco inseguro de sí mismo. No hablaba mucho, se escondía, lo cual es esperable después de tanto tiempo sin embocarle a las metas, pero entramos -y en eso quiero enfatizar lo que ha sido la dinámica de los últimos meses- en un régimen de aprendizaje, donde estos círculos virtuosos empiezan a operar y pueden generarse dinámicas realmente fuertes que se retroalimentan.

Cuando se empiezan a cumplir las metas, el Banco Central se torna más creíble; cuando se torna más creíble y anuncia nuevas metas, eso ayuda muchísimo a generar resultados. Y así es que se va dando ese círculo virtuoso. Entonces aquellos *papers* que hablaban de las condiciones *ex ante*, hoy ya se habla de condiciones de facto, *ex post*, que se construyen a medida que uno va avanzando y, de hecho, alguna de esas debilidades que tenía Uruguay se están mejorando. Por ejemplo, tenemos poco desarrollo del mercado de capitales en pesos. Pero hace poco el Ministerio de Economía empezó a desarrollar nuevos nodos en la curva, lo cual va a ser como la piedra fundamental para que el sector privado también puede emitir más y haya un desarrollo de mercado de capitales más compatible con lo que pasa en la región.

Por primera vez en Uruguay se habla finalmente de desindexación. Hay un momento, creo que es un quiebre, un hito histórico, en lo que pasó en las últimas pautas salariales, donde la desindexación no es total y completa, con lo cual a nadie le importaba el nivel de inflación, porque pase lo que pase, se lograba una compensación total y por lo tanto cualquier shock de oferta generaba inflación muy persistente. Por primera vez tenemos ajustes que se dan a través de la inflación subyacente y, además, con un cierto margen de tolerancia. Entonces, no cualquier shock de oferta va necesariamente a permear la dinámica de salarios y, por lo tanto, todo el resto de los precios de la economía. Para tener un régimen de metas de inflación creíble es fundamental que cualquier shock pueda desarmarse hacia el futuro. Y, finalmente entramos como parte de esta dinámica virtuosa, en ese tipo de lógica. Incluso la independencia del Banco Central ha mejorado aún más. De facto, yo soy el primer presidente que no tiene ninguna afiliación política declarada, digamos formal, que creo que no hubiese sido posible con otro tipo de resultados, hasta hace poco tiempo.

Para respetar los compromisos con la región e ir cerrando, digo que una vez que se dan esos círculos es importante también ponerles el aceite, calibrarlos para que funcionen aún más rápidamente. Y eso es un poco lo que está pasando, es el rol de la comunicación, de coordinación de expectativas de un Banco Central. ¿Cómo reforzás ese proceso de ganancia de credibilidad? Primero, el Banco Central tiene que ser muy, muy visible. Uno no se entera que el Banco Central está cumpliendo las metas, cuál es su meta, si no se habla frecuentemente al público. Acá el Banco Central, la sección de investigaciones, ha hecho investigación que es a nivel mundial, ha tenido impacto en términos de cómo funciona este canal en la práctica, y hemos usado esos insumos para tomar decisiones en el día a día, y han tenido un resultado muy visible. Cuestiones que los economistas quizá no hablábamos mucho hace 20 años, de tener un comunicado con una narrativa clara, legible, donde se entienda qué es exactamente lo que hace el Banco Central, es algo que a los economistas no se nos da bien. Entonces hay que hacer un esfuerzo extra para hablar lenguaje para públicos distintos. Y se ha hecho un esfuerzo importante en ese sentido y creemos que se están viendo los resultados.

Mejora de transparencia: el Banco Central del Uruguay publica toda su proyección de tasa de interés de política. Esto no es particularmente popular en muchos bancos centrales del mundo, porque sienten que eso de alguna forma los ata. Nosotros publicamos en formato gráfico absolutamente todo lo que hay detrás de nuestras proyecciones. Tenemos un informe de política monetaria que es de primer nivel mundial en términos de información y pronósticos. La calidad de nuestros modelos es el mejor pronosticador. Entonces, eso también ayuda a fortalecer la credibilidad.