

Guillermo Tolosa

Discurso en la Academia Nacional de Economía, 24 de julio de 2025

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 mí, 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 narrar² 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 observada⁵. Los resultados muestran que desarrollar una infraestructura de coordinación de expectativas y el compromiso de continuar

¹ Vea, 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

construyendo un historial de resultados contundentes, permite aplicar política monetaria contracíclica 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 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.

puede 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.

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 intangible, 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.

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)

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 porque 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.